

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

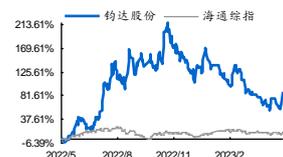
N型产能加速扩张，高溢价带动盈利提升

股票数据

05月17日收盘价(元)	106.56
52周股价波动(元)	72.99-267.23
总股本/流通A股(百万股)	199/194
总市值/流通市值(百万元)	21186/20669

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.9	0.4	-6.8
相对涨幅(%)	12.5	0.4	-5.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 徐柏乔

Tel: (021)23219171

Email: x bq6583@haitong.com

证书: S0850513090008

联系人: 吴志鹏

Tel: 15800920973

Email: w z p15273@haitong.com

投资要点:

- 23年一季报表现亮眼。** 公司发布23年一季报，营业收入39.67亿元，同比增长95%，归母净利润3.54亿元，同比增长1536%，扣非净利润3.44亿元，同比增长1493%，位于业绩预告中值位置，经营业绩实现高速增长。
- N型占比大幅提升，产能爬坡顺利。** 23Q1，N型出货占比从22Q4的38%提升至52%。滁州1期的8GW于22年达产，滁州2期的10GW预计将于23Q2达产，淮安1期13GW计划于23Q3贡献增量，淮安2期计划4月底开工建设，产能扩建和爬坡速度加快，体现了公司的技术实力和产能投放进展领先于同类厂商。我们预测公司23年电池片出货量27.5GW，同比增长157%。
- 新型电池片受终端青睐，价差持续扩大。** 由于N型产品具备更小的功率衰减和稳定性，因此受到了电站投资方的招标青睐。Q1考虑到产能爬坡的影响，实际盈利较表现更佳。电池端，根据PVInfolink的数据，5月上旬的N型TOPCon电池片价格达到1.15元/w，较P型溢价0.12元/w；组件端，N型组件1.78元/w，较P型溢价0.08元/w。因为上游原料的价格中枢下移，我们预计Q2公司的盈利状况有望环比提升。N型的高溢价并不意味着P型的利润大幅缩减，我们预测23年国内N型产品产出100-130GW，在N型渗透率较低的情况下，我们预计23年P型也将维持较好的盈利。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司23-25年的归母净利润分别为23.67/31.93/36.39亿元，同比增长230.1%/34.9%/14.0%，对应PE估值8.95/6.64/5.82倍。公司在电池技术研发方面处于行业前列，我们选取电池片产能较大的标的作为可比公司，可比公司23年的PE均值为11.96倍。基于公司在电池片环节的领先地位，23年电池片行业仍然处于高景气状态，我们给予公司2023年12-14倍PE，对应合理价值区间为142.92-166.74元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：行业需求下滑，竞争加剧，新技术拓展不及预期。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	2863	11595	24935	31430	39280
(+/-)YoY(%)	233.5%	305.0%	115.0%	26.0%	25.0%
净利润(百万元)	-179	717	2367	3193	3639
(+/-)YoY(%)	-1418.7%	501.3%	230.1%	34.9%	14.0%
全面摊薄EPS(元)	-0.90	3.61	11.91	16.06	18.30
毛利率(%)	12.0%	11.6%	16.1%	16.8%	15.3%
净资产收益率(%)	-17.8%	68.2%	71.0%	48.9%	35.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测假设。**我们假设 (1) **光伏电池片业务**: Topcon 电池片产能的投放将带动出货量和售价的提升, 23-25 年, 确认收入的出货量 27.5/44/58GW, 单位税前售价 0.91/0.71/0.68 元/w, 单位成本 0.76/0.59/0.57 元/w。(2) **其他业务**: 保持稳定。

表 1 分项盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)				
光伏电池片	11,101.62	24,905.00	31,400.00	39,250.00
—销量 (GW)	10.72	27.50	44.00	58.00
Perc 电池	8.85	9	8.00	8.00
Topcon 电池	1.87	18.50	36.00	50.00
—售价 (元/w)	1.03	0.91	0.71	0.68
Perc 电池	1.01	0.84	0.64	0.63
Topcon 电池	1.10	0.94	0.73	0.69
其他业务	28.43	30.00	30.00	30.00
成本 (百万元)				
光伏电池片	9,837.76	20,902.50	26,118.92	33,244.76
—单位成本 (元/w)	0.92	0.76	0.59	0.57
Perc 电池	0.90	0.75	0.57	0.55
Topcon 电池	1.00	0.77	0.60	0.58
其他业务	412.09	27.00	27.00	27.00
毛利 (百万元)				
光伏电池片	1,263.86	4,002.50	5,281.08	6,005.24
其他业务	(383.66)	3.00	3.00	3.00
毛利率				
光伏电池片	11.38%	16.07%	16.82%	15.30%
其他业务	-1349.31%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入-同比				
光伏电池片	576.17%	124.34%	26.08%	25.00%
其他业务	-56.40%	5.51%	0.00%	0.00%
营业成本-同比				
光伏电池片	589.85%	112.47%	24.96%	27.28%
其他业务	623.16%	-93.45%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表 (20230517)

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600732	爱旭股份	400	1.79	2.62	3.55	18.52	11.73	8.65
300393	中来股份	147	0.37	0.91	1.47	40.23	14.68	9.04
688599	天合光能	1070	1.69	3.47	4.64	37.59	13.19	9.87
600438	通威股份	1741	5.71	4.69	4.37	6.75	8.23	8.83
均值						25.8	11.96	9.10

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所; 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	11595	24935	31430	39280
每股收益	3.61	11.91	16.06	18.30	营业成本	10250	20930	26146	33272
每股净资产	7.43	16.77	32.83	51.13	毛利率%	11.6%	16.1%	16.8%	15.3%
每股经营现金流	1.10	23.57	17.62	30.21	营业税金及附加	39	100	126	157
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	21	100	126	118
P/E	29.55	8.95	6.64	5.82	营业费用率%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
P/B	14.35	6.36	3.25	2.08	管理费用	147	549	691	786
P/S	1.30	0.85	0.67	0.54	管理费用率%	1.3%	2.2%	2.2%	2.0%
EV/EBITDA	21.66	6.33	4.91	3.75	EBIT	835	2460	3325	3749
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	150	88	128	145
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	11.6%	16.1%	16.8%	15.3%	资产减值损失	-57	60	100	150
净利润率	6.2%	9.5%	10.2%	9.3%	投资收益	212	20	20	20
净资产收益率	68.2%	71.0%	48.9%	35.8%	营业利润	892	2532	3417	3895
资产回报率	7.6%	13.9%	15.7%	12.4%	营业外收支	0	2	1	1
投资回报率	19.6%	33.3%	28.8%	23.1%	利润总额	892	2534	3418	3896
盈利增长 (%)					EBITDA	1256	3166	3877	4145
营业收入增长率	305.0%	115.0%	26.0%	25.0%	所得税	71	165	222	253
EBIT 增长率	1947.2%	194.5%	35.2%	12.7%	有效所得税率%	7.9%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润增长率	501.3%	230.1%	34.9%	14.0%	少数股东损益	104	2	3	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	717	2367	3193	3639
资产负债率	88.9%	80.5%	67.9%	65.3%					
流动比率	0.81	0.97	1.10	1.17	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.67	0.79	0.98	1.00	货币资金	1873	4726	6443	10628
现金比率	0.43	0.49	0.66	0.71	应收账款及应收票据	54	666	282	900
经营效率指标					存货	339	1415	804	2079
应收账款周转天数	3.31	4.00	4.00	4.00	其它流动资产	1293	2600	3204	3997
存货周转天数	13.64	15.00	15.00	15.00	流动资产合计	3559	9407	10732	17604
总资产周转率	1.50	1.88	1.68	1.58	长期股权投资	0	10	20	30
固定资产周转率	3.53	5.00	4.67	4.55	固定资产	4155	5811	7642	9628
					在建工程	308	380	451	522
					无形资产	159	179	198	218
					非流动资产合计	5930	7679	9603	11682
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9489	17086	20335	29286
净利润	717	2367	3193	3639	短期借款	589	1289	1989	2689
少数股东损益	104	2	3	4	应付票据及应付账款	1536	4494	3039	6547
非现金支出	492	606	401	186	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-8	45	81	116	其它流动负债	2252	3906	4714	5815
营运资金变动	-1149	1667	-175	2061	流动负债合计	4377	9689	9742	15051
经营活动现金流	156	4687	3503	6006	长期借款	1658	1658	1658	1658
资产	-525	-2404	-2405	-2405	其它长期负债	2403	2403	2403	2403
投资	-208	1	1	1	非流动负债合计	4061	4061	4061	4061
其他	0	20	20	20	负债总计	8438	13750	13803	19112
投资活动现金流	-733	-2383	-2384	-2384	实收资本	142	199	199	199
债权募资	2632	700	700	700	归属于母公司所有者权益	1051	3334	6526	10165
股权募资	0	1	0	0	少数股东权益	0	2	6	9
其他	-1024	-152	-102	-137	负债和所有者权益合计	9489	17086	20335	29286
融资活动现金流	1607	549	598	563					
现金净流量	1030	2853	1717	4185					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

徐柏乔 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 隆基绿能,阳光电源,爱旭股份,大金重工,国电南瑞,通威股份,宏发股份,金盘科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。