



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

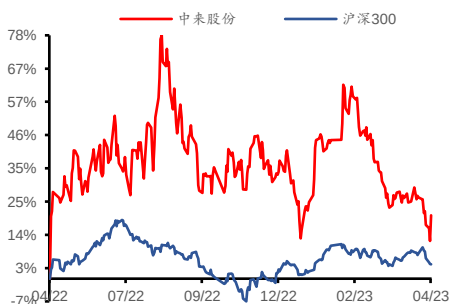
行业： 电力设备
日期： 2023年04月28日

分析师： 开文明
Tel: 021-53686172
E-mail: kaiwenming@shzq.com
SAC 编号: S0870521090002
分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002
联系人： 刘清馨
Tel: 021-53686152
E-mail: liuqingxin@shzq.com
SAC 编号: S0870121080027

基本数据

最新收盘价（元）	14.31
12mth A 股价格区间（元）	13.34-21.18
总股本（百万股）	1,089.63
无限售 A 股/总股本	87.54%
流通市值（亿元）	136.50

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《转让股权终成功，TOPCon 先锋蓄势再出发》

——2023 年 02 月 16 日

《Q3 盈利承压，期待电池产能释放》

——2022 年 10 月 25 日

三大业务稳步推进，成长可期

——2022 年年报&2023 一季报点评

■ 投资摘要

事件概述

4月25日，公司发布2022年年报和2023一季报：2022年公司实现营收95.77亿元，同比+65%，归母净利润4.01亿元，同比+228%；扣非后归母净利润2.79亿元，同比+176%。2023一季度公司实现营收27.08亿元，同比+35%；归母净利润1.03亿元，同比+16%；扣非后归母净利润1.26亿元，同比+62%。

分析与判断

背板扩产顺利，出货同比增长近50%。公司背板业务2022年销售约2.47亿平，同比+47%，实现营收约27.15亿元，同比+47%。2022年公司完成年产5000万平背板扩产项目，截至2022年底公司背板年产能2.2亿平。同时公司在背板业务方面加大了研发投入，在环境友好涂层型背板、超阻水背板等方面均有技术储备。我们认为随着公司背板23年继续扩产，背板龙头地位将持续稳固。

TOPCon 电池效率有突破，产能逐步爬坡中。公司 2022 年组件实现营收 30.33 亿元，同比+85%，对外销售量为 1.51GW，对中来民生销售约 946MW。公司电池量产效率进一步提高，实验室效率刷新世界纪录。TOPCon 11BB 主栅量产平均转换效率达到 24.8%，16BB 主栅量产效率达到 25.2%。公司 2023 年 4 月认证的 26.7% 的电池片实验室转换效率刷新世界纪录。目前山西一期首批 4GW 实现量产，正在加快推进山西一期剩余 4GW 及二期 8GW 项目建设。我们认为公司电池与组件业务 2023 年将受益于 TOPCon 产能爬坡以及 TOPCon 产品溢价，实现量利齐升。

分布式业务持续推进，与源烨放开排他限制打开发展空间。光伏应用系统业务2022年实现营收36.75亿元，同比+67%，向上海源烨交付1.52GW光伏电站，项目覆盖山东、河南等地。公司2022年末与源烨签署补充约定，未来将逐步放开排他限制，为公司分布式业务打开发展空间。

■ 投资建议

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 176.85、247.37、314.70 亿元，同比分别增长 85%、40%、27%；归母净利润分别为 9.39、14.81、20.84 亿元，同比分别增长 134%、58%、41%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 17、11、7 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

电池与背板扩产不及预期、产业链价格大幅波动、市场竞争加剧风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9577	17685	24737	31470
年增长率	64.6%	84.7%	39.9%	27.2%
归母净利润	401	939	1481	2084
年增长率	228.1%	134.0%	57.6%	40.7%
每股收益（元）	0.37	0.86	1.36	1.91
市盈率（X）	40.05	16.60	10.53	7.48
市净率（X）	4.16	3.23	2.47	1.86

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 04 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2987	4927	6135	8028
应收票据及应收账款	3277	4043	5586	7154
存货	2736	3548	5008	6356
其他流动资产	1616	1717	2115	2491
流动资产合计	10616	14236	18843	24028
长期股权投资	137	137	137	137
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2775	2706	2857	2857
在建工程	553	703	1103	1503
无形资产	108	108	108	108
其他非流动资产	2815	3315	3815	4315
非流动资产合计	6388	6969	8019	8920
资产总计	17003	21205	26863	32948
短期借款	3253	3305	3257	3210
应付票据及应付账款	5128	8734	12302	15599
合同负债	259	290	408	518
其他流动负债	1901	1174	1334	1484
流动负债合计	10540	13502	17302	20810
长期借款	598	598	598	598
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1234	1234	1234	1234
非流动负债合计	1832	1832	1832	1832
负债合计	12372	15335	19134	22642
股本	1090	1090	1090	1090
资本公积	1944	1944	1944	1944
留存收益	845	1784	3265	5349
归属母公司股东权益	3886	4825	6306	8389
少数股东权益	745	1045	1423	1916
股东权益合计	4631	5870	7728	10306
负债和股东权益合计	17003	21205	26863	32948

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-1161	3440	3403	4085
净利润	468	1239	1859	2577
折旧摊销	297	719	850	1000
营运资金变动	-2342	1131	246	64
其他	416	352	448	445
投资活动现金流量	-854	-1292	-1889	-1888
资本支出	-796	-801	-1401	-1401
投资变动	-226	-500	-500	-500
其他	168	9	12	13
筹资活动现金流量	2112	-207	-307	-304
债权融资	2118	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
其他	-8	-207	-307	-304
现金净流量	144	1940	1207	1893

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9577	17685	24737	31470
营业成本	8080	14491	20411	25879
营业税金及附加	27	71	99	126
销售费用	162	265	322	378
管理费用	340	477	618	724
研发费用	292	664	796	1230
财务费用	-38	150	200	150
资产减值损失	-65	-25	-25	-25
投资收益	69	9	12	13
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	642	1549	2324	3222
营业外收支净额	-7	-1	-1	-1
利润总额	635	1548	2323	3221
所得税	168	310	465	644
净利润	468	1239	1859	2577
少数股东损益	67	299	378	493
归属母公司股东净利润	401	939	1481	2084

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	15.6%	18.1%	17.5%	17.8%
净利率	4.2%	5.3%	6.0%	6.6%
净资产收益率	10.3%	19.5%	23.5%	24.8%
资产回报率	2.4%	4.4%	5.5%	6.3%
投资回报率	4.4%	10.7%	14.0%	15.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	64.6%	84.7%	39.9%	27.2%
EBIT 增长率	740.4%	155.7%	53.3%	34.2%
归母净利润增长率	228.1%	134.0%	57.6%	40.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.86	1.36	1.91
每股净资产	3.57	4.43	5.79	7.70
每股经营现金流	-1.07	3.16	3.12	3.75
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.56	0.83	0.92	0.96
应收账款周转率	3.33	5.33	5.41	5.37
存货周转率	2.95	4.08	4.08	4.07
偿债能力指标				
资产负债率	72.8%	72.3%	71.2%	68.7%
流动比率	1.01	1.05	1.09	1.15
速动比率	0.69	0.74	0.74	0.79
估值指标				
P/E	40.05	16.60	10.53	7.48
P/B	4.16	3.23	2.47	1.86
EV/EBITDA	20.97	7.20	4.67	3.11

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断