

投资评级：买入（维持）
报告日期：2023年1月12日
市场数据

目前股价	6.67
总市值（亿元）	79.59
流通市值（亿元）	78.46
总股本（万股）	119,286
流通股本（万股）	117,636
12个月最高/最低	8.79/3.03

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

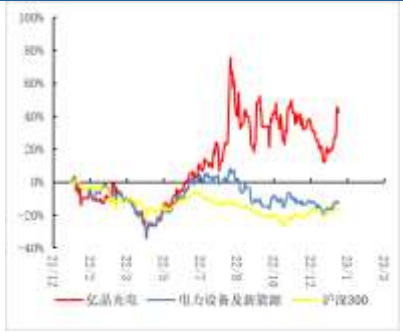
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：吴念峻

S1070122070011

☎ +86-755-83668784

wunianjun@cgws.com

股价表现


数据来源：IFIND

相关报告

<< “壮士断腕”、一体化优势构建护城

河>>——亿晶光电深度报告

2022-12-20

三年磨一剑，扭亏为盈，超预期增长， 盈利能力大幅提高

——亿晶光电（600537）2022年度业绩预告点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,098.01	4,083.27	10,279.88	16,598.94	23,501.06
(+/-%)	15.14%	-0.36%	151.76%	61.47%	41.58%
归母净利润（百万元）	-652.43	-602.58	133.26	309.09	412.51
(+/-%)	-115.32%	7.64%	122.11%	131.95%	33.46%
摊薄 EPS（元/股）	-0.55	-0.51	0.11	0.26	0.35
PE	-12	-13	59	25	19

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ **事件：**公司发布 2022 年度业绩预告，2022 年预计实现营业收入约 100 亿元，上年同期值为 40.83 亿元，同比增长约 144.90%。预计全年实现归母净利润 1.25-1.5 亿元，上年同期值为-6.03 亿元，实现扭亏为盈。预计全年实现扣非净利润 1.24-1.49 亿元。

2022 年 Q4 公司实现营业收入 42.08 亿元，我们预计公司 Q4 组件出货量为 2.1-2.2GW，全年实现出货量约为 5.3GW。公司 Q4 实现归母净利润 0.77-1.02 亿元，取中值 0.90 亿元计算，环比增速为 267.10%。

■ **电池环节盈利提升显著，充分受益上游环节降价让利。**我们预计公司 2022 年 Q4 电池满产 1.5GW，电池组件一体化出货 1.5GW，外部采购电池制备组件出货 0.6-0.7GW。我们预计公司 PERC 电池非硅成本约为 0.15 元/W，组件环节盈利水平为-0.02 元/W，电池环节盈利水平为 0.08 元/W，电池环节单瓦盈利水平较 2022 年前三季度有较大幅度提升，公司充分受益上游硅料硅片环节降价，盈利能力大幅改善。

产能方面，2022 年 Q4，公司 5GW Perc 电池和 10GW 组件产能充分释放，随着电池单片功率提升及工艺进步，电池产能增加 1-1.2GW 至 6-6.2GW，组件产能提升至 12GW。公司 10GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池项目开工，拟于 2023 年 Q2 末投产，预计 2023 年 Q4 初期达到满产状态，公司 TOPCon 电池投产将进一步提升公司盈利水平。

■ **业务地区覆盖广泛，组件销量大幅提高。**公司海内外市场双轨运行，积极稳固欧洲市场并开拓美国市场，海外订单增长，光伏组件销售量大幅提高。价格方面，PERC 组件海外市场较国内市场有约 0.01-0.02 元/W 的盈利溢价，海外快速拓展大幅提升公司盈利水平。预计 2023 年公司海外订单充足，将继续带来业绩放量。

- **盈利预测:** 公司作为光伏电池组件的, 布局 N 型 TOPCon 电池, 考虑公司充分受益上游硅料、硅片价格下跌, 单瓦盈利提升, 我们上调公司 2022/2023/2024 年业绩预测, 归母净利润分别为 1.33/3.09/4.13 亿元, 上调幅度分别为 27.9%/104.6%/102.5%, 同比增长 122.21%、131.95%、58.95%。对应 EPS 分别为 0.11、0.26、0.35, 当前股价对应的 PE 倍数分别为 59X、25X、19X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 负债比率较高、对外担保比率较高; 非控股股东存在持续减持风险; 扩建产能项目投产进度不及预期; 公司新技术研发进度不及预期; 行业竞争加剧的风险; 光伏产业链价格波动造成公司盈利水平下降的风险; 国际和行业政策带来的不确定性风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,098.01	4,083.27	10,279.88	16,598.94	23,501.06	成长性					
营业成本	3,971.80	4,048.45	9,566.45	15,012.83	21,638.48	营业收入增长	15.14%	-0.36%	151.76%	61.47%	41.58%
营业税金及附加	19.91	14.97	34.95	53.12	70.50	营业成本增长	24.18%	1.93%	136.30%	56.93%	44.13%
销售费用	117.39	60.47	123.36	207.49	246.76	营业利润增长	-126.64%	-7.77%	121.31%	160.50%	29.04%
管理费用	94.24	138.37	205.60	398.37	470.02	利润总额增长	-93.23%	-7.00%	121.71%	142.58%	31.77%
研发费用	119.49	109.96	226.16	423.27	470.02	归母净利润增长	-115.32%	7.64%	122.11%	131.95%	33.46%
财务费用	17.68	75.63	51.40	132.79	141.01	盈利能力					
其他收益	134.45	21.63	32.18	6.26	18.54	毛利率	3.08%	0.85%	6.94%	9.56%	7.93%
投资净收益	23.28	24.36	25.00	0.00	0.00	销售净利率	-14.85%	-16.07%	1.36%	2.19%	2.00%
营业利润	-608.68	-655.99	139.81	364.20	469.98	ROE	-24.43%	-26.22%	4.76%	10.36%	12.02%
营业外收支	-15.37	-11.76	5.18	-12.49	-6.54	ROIC	66.22%	-77.39%	-100.21%	1470.25%	-17.41%
利润总额	-624.05	-667.75	144.99	351.71	463.44	营运效率					
所得税	28.38	32.56	11.60	27.43	35.96	销售费用/营业收入	2.86%	1.48%	1.20%	1.25%	1.05%
少数股东损益	0.00	-97.73	0.13	15.19	14.96	管理费用/营业收入	2.30%	3.39%	2.00%	2.40%	2.00%
归母净利润	-652.43	-602.58	133.26	309.09	412.51	研发费用/营业收入	2.92%	2.69%	2.20%	2.55%	2.00%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.43%	1.85%	0.50%	0.80%	0.60%
流动资产	3,639.60	4,943.78	8,044.51	11,830.86	17,828.22	投资收益/营业利润	-3.82%	-3.71%	17.88%	0.00%	0.00%
货币资金	1,993.50	2,614.61	2,569.97	5,652.76	8,094.91	所得税/利润总额	-4.55%	-4.88%	8.00%	7.80%	7.76%
应收票据及应收账款合计	834.08	759.04	2,263.81	2,780.42	4,458.72	应收账款周转率	5.17	5.62	6.92	8.00	7.83
其他应收款	12.53	15.85	60.00	60.00	60.00	存货周转率	11.17	7.49	7.44	7.91	7.92
存货	423.95	666.96	2,096.69	2,098.57	3,835.19	流动资产周转率	1.17	0.95	1.58	1.67	1.58
非流动资产	3,869.58	3,016.30	2,526.55	2,439.18	2,014.01	总资产周转率	0.59	0.53	1.11	1.34	1.38
固定资产	3,456.87	2,630.91	2,226.20	1,918.78	1,314.48	偿债能力					
资产总计	7,509.18	7,960.07	10,571.06	14,270.04	19,842.22	资产负债率	64.43%	66.44%	73.47%	78.07%	82.07%
流动负债	3,806.86	3,986.80	6,581.49	9,957.49	15,131.55	流动比率	0.96	1.24	1.22	1.19	1.18
短期借款	60.00	197.64	423.60	0.00	0.00	速动比率	0.84	1.07	0.90	0.98	0.92
应付款项	1,598.60	946.26	930.48	3,384.23	4,614.73	每股指标 (元)					
非流动负债	1,031.18	1,301.99	1,184.59	1,183.29	1,153.94	EPS	-0.55	-0.51	0.11	0.26	0.35
长期借款	24.00	60.00	60.00	0.00	0.00	每股净资产	2.24	1.93	2.07	2.33	2.68
负债合计	4,838.04	5,288.79	7,766.08	11,140.78	16,285.49	每股经营现金流	0.37	-0.08	-0.14	3.23	2.04
股东权益	2,671.14	2,671.28	2,804.99	3,129.26	3,556.74	每股经营现金/EPS	-0.68	0.15	-1.27	12.29	5.83
股本	1,176.36	1,176.36	1,176.36	1,176.36	1,176.36	估值					
留存收益	1,495.06	1,121.58	1,254.83	1,563.92	1,976.43	PE	-12.47	-13.45	60.56	26.11	19.56
少数股东权益	0.00	373.66	373.79	388.99	403.95	PEG	0.07	0.07	-0.34	-1.26	-0.11
负债和权益总计	7,509.18	7,960.07	10,571.06	14,270.04	19,842.22	PB	3.06	3.56	3.32	2.94	2.56
现金流量表						EV/EBITDA	-13.40	-41.98	13.30	2.76	-0.37
经营活动现金流	443.60	-93.93	-171.57	3,852.02	2,438.99	EV/SALES	0.99	0.76	0.55	0.13	-0.01
其中营运资本减少	693.91	86.60	-586.36	3,128.20	1,603.76	EV/IC	5.17	-17.61	181.92	-0.65	0.06
投资活动现金流	-381.13	-929.40	101.19	-152.84	144.17	ROIC/WACC	-3.71	-7.89	-10.21	149.81	-1.77
其中资本支出	-13.99	-136.10	-203.27	352.84	55.83	REP	-1.39	2.23	-17.82	0.00	-0.03
融资活动现金流	-62.55	978.01	25.74	-616.39	-141.01						
净现金总变化	-0.09	-45.31	-44.64	3,082.79	2,442.15						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>