上海证券 SHANGHAI SECURITIES

转让股权终成功，TOPCon 先锋蓄势再出发

买入（维持）

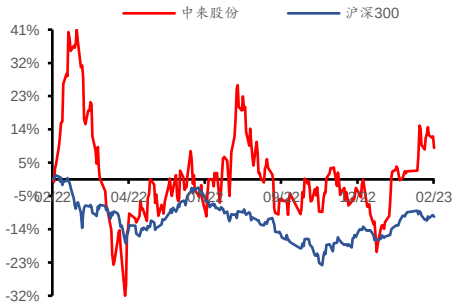
行业： 电力设备
日期： 2023年02月16日

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）	18.26
12mth A 股价格区间（元）	11.40-23.75
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）	174.18

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《Q3 盈利承压，期待电池产能释放》
——2022 年 10 月 25 日

《盈利显著改善，曙光初现》
——2022 年 08 月 05 日

《走出困境，破茧再起航》
——2022 年 05 月 04 日

■ 投资摘要

事件概述

2023年2月15日公告，张育政女士通过协议转让方式向浙能电力转让约1.06亿股股份（占公司总股本的9.70%）事宜已在中国证券登记结算有限责任公司办理完成过户登记手续，过户日期为2023年2月13日。本次交易完成后，浙能电力将持有公司9.7%的股份，并控制公司19.7%的表决权。实际控制人将由林建伟先生、张育政女士变更为浙江省国资委。根据此前公告，浙能电力通过支付现金方式受让股权，股权转让价格为17.18元/股，转让总价款约为18.17亿元。

四度转让股权终成功，浙江省国资委成实控人。公司曾试图先后向乌江能源、杭钢股份以及姜堰道得转让股份以缓解资金压力，三次均以失败告终。公司2022年4月撤回定增申请，募资进展受阻，叠加山西16GW TOPCon电池项目、2.5亿平背板扩产以及20万吨工业硅和10万吨多晶硅项目同时进行，公司资金压力较大，前期计划通过银行融资、股权融资等渠道解决资金问题。实控人变更后，有望充分发挥国有资本和民营资本融合发展的优势，浙能电力将为公司提供融资支持，有望缓解公司资金压力，助推三项目顺利拓展。

TOPCon电池与背板业务持续扩产，公司业绩弹性有望释放。公司2022年归母净利润预计为3.46亿元~4.1亿元，实现扭亏为盈。我们认为公司实控人变更后，公司电池与背板产能进展有望加速，收入有望快速增长。受益于产业链上游降价，公司电池片盈利有望改善，量利齐升，助推业绩弹性释放。

■ 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 109.29、176.88、247.41 亿元，同比分别增长 88%、62%、40%；归母净利润分别为 3.92、9.21、14.73 亿元，同比分别增长 225%、135%、60%。当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 51、22、14 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

电池与背板扩产不及预期风险；产业链价格大幅波动风险；市场竞争加剧风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5820	10929	17688	24741
年增长率	14.4%	87.8%	61.8%	39.9%
归母净利润	-313	392	921	1473
年增长率	-424.2%	225.1%	135.0%	59.9%
每股收益（元）	-0.29	0.36	0.85	1.35
市盈率（X）	—	50.76	21.60	13.51
市净率（X）	6.12	5.26	4.23	3.22

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 02 月 15 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	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2489	1255	1542	2740
应收票据及应收账款	1591	2500	3994	5537
存货	1608	2220	3548	5008
其他流动资产	557	771	1146	1544
流动资产合计	6245	6746	10230	14828
长期股权投资	255	255	255	255
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2228	2280	2551	2672
在建工程	418	568	968	1368
无形资产	72	72	72	72
其他非流动资产	2922	3422	3922	4422
非流动资产合计	5895	6597	7768	8789
资产总计	12139	13343	17998	23617
短期借款	1213	1265	1217	1170
应付票据及应付账款	4222	5489	8734	12302
合同负债	149	182	290	408
其他流动负债	1413	812	961	1121
流动负债合计	6997	7748	11203	15002
长期借款	416	416	416	416
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	660	660	660	660
非流动负债合计	1076	1076	1076	1076
负债合计	8072	8823	12278	16078
股本	1090	1090	1090	1090
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	442	834	1755	3228
归属母公司股东权益	3388	3780	4701	6175
少数股东权益	679	739	1018	1365
股东权益合计	4067	4520	5720	7540
负债和股东权益合计	12139	13343	17998	23617

现金流量表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	351	116	2335	3241
净利润	-412	453	1200	1820
折旧摊销	302	598	729	879
营运资金变动	-192	-1106	156	196
其他	654	172	250	345
投资活动现金流量	-641	-1295	-1892	-1891
资本支出	-388	-800	-1401	-1401
投资变动	-335	-500	-500	-500
其他	81	5	9	10
筹资活动现金流量	438	-56	-155	-152
债权融资	-55	0	0	0
股权融资	32	0	0	0
其他	461	-56	-155	-152
现金净流量	132	-1234	287	1198

利润表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5820	10929	17688	24741
营业成本	5149	9106	14491	20411
营业税金及附加	20	44	71	99
销售费用	117	164	230	297
管理费用	245	295	442	569
研发费用	181	468	687	922
财务费用	-38	150	200	150
资产减值损失	-462	-25	-25	-25
投资收益	-82	5	9	10
公允价值变动损益	5	0	0	0
营业利润	-418	566	1501	2276
营业外收支净额	0	0	-1	-1
利润总额	-418	566	1500	2275
所得税	-5	113	300	455
净利润	-412	453	1200	1820
少数股东损益	-99	61	279	347
归属母公司股东净利润	-313	392	921	1473

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	11.5%	16.7%	18.1%	17.5%
净利率	-5.4%	3.6%	5.2%	6.0%
净资产收益率	-9.2%	10.4%	19.6%	23.9%
资产回报率	-2.6%	2.9%	5.1%	6.2%
投资回报率	1.0%	7.8%	14.5%	17.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	14.4%	87.8%	61.8%	39.9%
EBIT 增长率	-83.6%	906.4%	116.9%	46.2%
归母净利润增长率	-424.2%	225.1%	135.0%	59.9%
每股指标（元）				
每股收益	-0.29	0.36	0.85	1.35
每股净资产	3.11	3.47	4.31	5.67
每股经营现金流	0.32	0.11	2.14	2.97
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.48	0.82	0.98	1.05
应收账款周转率	4.37	5.33	5.41	5.47
存货周转率	3.20	4.10	4.08	4.08
偿债能力指标				
资产负债率	66.5%	66.1%	68.2%	68.1%
流动比率	0.89	0.87	0.91	0.99
速动比率	0.62	0.53	0.53	0.59
估值指标				
P/E	—	50.76	21.60	13.51
P/B	6.12	5.26	4.23	3.22
EV/EBITDA	55.55	16.61	9.53	6.50

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