

## 亿晶光电 (600537.SH)

增持 (首次)

### 经营有效改善, 有望进入快速发展期

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: 10.50 - 11.00 元  
当前股价: 8.08 元

公司是老牌光伏组件公司, 勤诚达控股后保留了亿晶品牌, 过去较长时期在处置此前经营包袱和进行管理调整, 目前公司已渡过调整期, 报表更加健康干净, 2022年也经营已扭亏为盈。经过过去几年的管理改善和运营优化, 公司盈利情况开始明显好转, 2022年Q4组件单瓦盈利显著提升。随着公司管理效率的进一步提升, 以及海外、国内市场的拓展, 公司有望进入快速发展期。

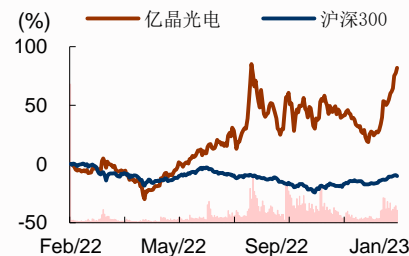
#### 基础数据

总股本 (万股)	119286
已上市流通股 (万股)	117636
总市值 (亿元)	96
流通市值 (亿元)	95
每股净资产 (MRQ)	2.0
ROE (TTM)	-14.9
资产负债率	75.3%
主要股东	深圳市勤诚达投资管理有限
主要股东持股比例	21.35%

□ **基本情况。**公司前身海通食品集团于2003年上市, 主业为农产品加工。2011年, 亿晶光电借壳海通集团, 成为中国第一家在A股上市的专业太阳能电池组件生产商, 目前主营业务为太阳能电池与组件。2019年, 勤诚达投资管理公司控股亿晶光电 (保留亿晶光电品牌), 累计持股21.14%, 并且拟全额认购13亿元增发。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	46	47	100
相对表现	39	47	109



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **已基本渡过调整期, 管理有效改善。**自2017年起, 公司管理层发生过多变化, 主要是因勤诚达投资逐步成为公司实控人, 公司原董事长荀建华、荀耀、原总经理张哲及创始人荀建平等人逐渐退出公司, 来自勤诚达集团的管理人员进入公司的管理层。2022年, 公司聘请唐骏等新的管理层, 在过去几年, 公司比较系统的梳理旧资产包袱, 减值计提比较充分, 公司目前运行资产基本都是2020年之后的年轻资产; 公司应收坏账处置也比较充分, 目前1年以上应收款比例从2017年的50%下降到2022年中期的14%。

#### 相关报告

□ **2022年扭亏为盈, 经营拐点出现。**2019-2021年公司连续3年亏损, 归母净利润分别为-3.03亿、-6.52亿、-6.03亿元, 2022年公司归母净利润为1.25-1.5亿元 (中值1.375亿元), 扭亏为盈, 其中, Q4归母净利润0.77-1.02亿元、扣非归母净利润1.41-1.66亿元, 估算Q4扣非单瓦净利润超过7分钱/W。公司目前现有产能均为具备较强竞争力的新产能, 随着公司经营效率的继续提升, 以及海外市场的有效突破, 预计公司有望实现较快的增长。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

□ **定增进一步提升产能。**2022年2月, 公司股东大会通过了2022年度非公开发行A股股票方案的议案, 募集不超过13.024亿元, 其中7.024亿元用于常州年产5GW高效太阳能组件建设项目, 项目投产后, 公司将形成“5GW电池+10GW组件”的产能。2022年9月, 公司正式启动在滁州市全椒县投资建设“年产10GW N型TOPCon光伏电池、10GW光伏切片及10GW光伏组件”项目, 项目一期为年产10GW高效N型TOPCon光伏电池项目, 计划于2023年6月投产, 项目全部达产后公司先进产能将进一步扩张。

□ **盈利预测与投资建议:**2022年四季度公司单瓦净利显著提升至7分以上, 预计公司2023年组件出货11GW, 单瓦盈利为7分, 对应6.5亿归母净利润, 此外, 若考虑硅料/硅片价格有持续下降的可能, 且公司仍在不断改善经营管理, 公司2023年单瓦盈利可能会有继续向上的空间。预计公司2022-2023年归母净利润为1.36、6.5亿元, 对应估值71倍、15倍, 给予2023年20-22倍估值, 对应目标价10.5-11元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

□ **风险提示:**经营改善进度不及预期, 竞争格局恶化, 非公开发行尚待证监会批准。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4098	4083	9831	16845	26417
同比增长	15%	-0%	141%	71%	57%
营业利润(百万元)	(609)	(656)	192	899	1249
同比增长	127%	8%	-129%	368%	39%
归母净利润(百万元)	(652)	(603)	136	650	904
同比增长	115%	-8%	-123%	379%	39%
每股收益(元)	-0.55	-0.51	0.11	0.55	0.76
PE	-14.6	-15.8	71.0	14.8	10.7
PB	3.6	4.1	3.9	3.1	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司基本情况.....	4
1.1 历史沿革与股权结构.....	4
1.2 主营业务与产品.....	5
1.3 产销模式、客户结构、业务规模.....	6
二、管理有效改善，未来经营有望不断向好.....	7
2.1 基本渡过调整期，管理有效改善.....	7
2.2 预告 2022 年扭亏为盈，经营拐点出现.....	9
2.3 定增进一步扩充产能.....	10
三、一体化组件模式的冲击减弱，新格局正在塑造.....	12
3.1 深度一体化冲击力在减弱.....	12
3.2 小组件厂对面的经营环境较此前更为友善.....	12
投资建议.....	14
盈利预测.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图 1: 亿晶光电股权结构.....	4
图 2: 极光系列 60 片单晶半片组件.....	5
图 3: 星辰系列 72 片单晶半片组件.....	5
图 4: 公司主要产品销售情况（单位：亿元）.....	6
图 5: 国内外收入占比.....	6
图 6: 公司前五大客户销售额及营收占比（单位：亿元、%）.....	6
图 7: 公司组件出货（GW）（受实控人变更影响，近年增长缓慢）.....	7
图 8: 新股东入主后，公司基本已渡过调整期.....	8
图 9: 公司应收账款账龄分部（1 年及以下应收账款基本回归正常水平）.....	8
图 10: 2017-2022 年公司营业收入.....	10
图 11: 2022 年公司扭亏为盈（单位：亿元）.....	10
图 12: 2022 年公司单瓦净利提升（元/w）.....	10
图 13: 一体化（硅片：电池片：组件=1:1:1）与单组件毛利.....	12

图 14: 头部组件企业回 A 时间 .....	13
图 15: 一体化前后的 capex 要求 (亿元/GW) (按 1:1:1 进行一体化) .....	13
图 16: 相关组件企业固定资产规模 (亿元) .....	13
图 17: 组件新玩家的不可能三角 .....	13
图 18: 亿晶光电历史 PE Band .....	15
图 19: 亿晶光电历史 PB Band .....	15
表 1: 公司历史沿革 .....	4
表 2: 股权激励情况 (高管, 获授的限制性股票) .....	4
表 3: 股权激励情况 (中层, 获授的股票期权) .....	5
表 4: 公司主要产品分类 .....	5
表 5: 公司产能建设情况 .....	8
表 6: 新任管理层深耕行业多年 .....	9
表 7: 公司取得的重要荣誉 .....	9
表 8: 公司产能逐步扩张 .....	11
表 9: 公司重要在建项目 .....	11
表 10: 盈利预测 .....	14
附: 财务预测表 .....	16

## 一、公司基本情况

### 1.1 历史沿革与股权结构

**历史沿革:** 公司前身是海通食品集团股份有限公司, 于 2003 年上市, 主业为农产品加工。2011 年, 亿晶光电借壳海通集团, 成为中国第一家在 A 股上市的专业太阳能电池组件生产商。2019 年, 勤诚达投资管理公司控股亿晶光电 (保留亿晶光电品牌)。

**股权结构:** 公司实控人为古汉宁, 累计持股 21.14%。截至 2022 年 12 月, 古汉宁先生通过深圳市勤诚达投资管理有限公司间接持有公司 21.14% 的股票。此外, 大股东披露拟全额认购 13 亿元增发 (尚未实施)。

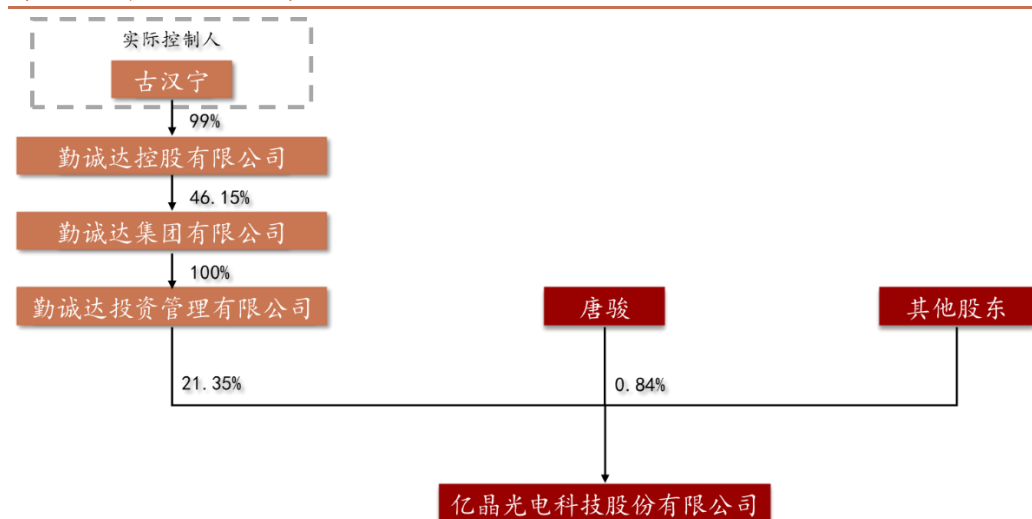
2022 年 6 月, 公司完成股权激励首次授予, 其中高管获授限制性股票占激励计划授予权益总量的 49.27%, 占总股份比例 1.4%; 中层管理人员及核心技术及业务骨干获授股票期权占激励计划授予权益总量的 32.81%, 占总股本比例 0.93%, 此外尚有部分预留。

表 1: 公司历史沿革

年份	项目
2003 年	公司注册成立, 定位是专业从事光伏发电产品的研发、生产和销售的高新技术企业。
2007 年	投产两条太阳能电池产线, 产能共 50MW, 电池光电转换效率达 17%。
2008 年	公司被国家科学技术部命名为“国际科技合作基地”, 承担多项国家级科技研发项目, 有 100 多项发明专利。
2010 年	500MW 生产基地投入运营, 公司成为全球最大的单晶垂直一体化企业。
2011 年	8 月, 公司 500MW 多晶垂直一体化成功投产。12 月, 公司成功借壳上市, 成为中国第一家在 A 股上市的专业太阳能电池组件生产商。
2019 年	2019 年, 公司实控人由荀建华变更为深圳市勤诚达投资管理有限公司。
2021 年	公司新建常州 3GW 高效晶硅电池项目和 2GW 高效太阳能组件项目, 达成“5GW 电池+5GW 组件”产能格局
2022 年	公司管理层调整落定, 非公开发行项目达产后, 公司产能为“5GW 电池+10GW 组件”

资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 亿晶光电股权结构



资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 股权激励情况 (高管, 获授的限制性股票)

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予权益总量的比例	占目前总股本的比例
杨庆忠	董事长	100	2.99%	0.09%
唐骏	董事、总经理	1000	29.86%	0.85%

刘强	董事	200	5.97%	0.17%
张婷	董事、董事会秘书	200	5.97%	0.17%
孙铁国	董事、副总经理	100	2.99%	0.09%
陈芳	董事	50	1.49%	0.04%
首次授予部分合计		1650	49.27%	1.40%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 股权激励情况（中层，获授的股票期权）

	获授的股票期权数量（万份）	占本激励计划授予权益总量的比例	占目前总股本的比例
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（共 49 人）	1098.8	32.81%	0.93%

资料来源：公司公告、招商证券

## 1.2 主营业务与产品

公司主营业务为太阳能电池组件，产品以组件为主。

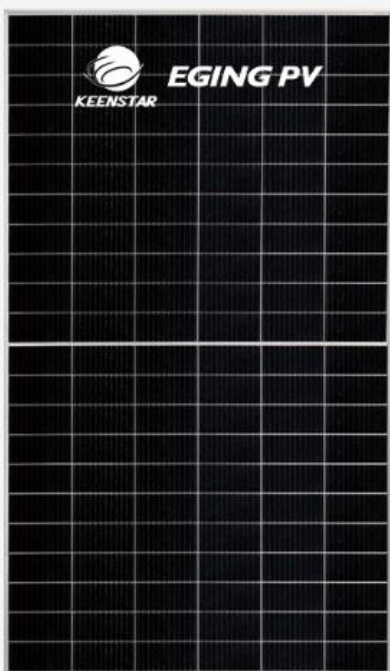
公司布局未来电池发展方向，聚焦于 N 型 TopCon 电池，推出了“极光”系列等组件产品。该系列产品为公司自主研发的 N 型组件，适用于大型地面电站、工商业屋顶等应用场景。

表 4: 公司主要产品分类

产品大类	细分产品	最高转换效率
极光（210mm 电池）系列电池组件	高效 N 型双面双玻 132 半片版型组件	22.05%
	高效双面双玻 132 半片版型组件	21.72%
	高效双面双玻 120 半片版型组件	21.73%
星辰（182mm 电池）系列电池组件	高效双面双玻 144 半片版型组件	21.67%
	高效单面单玻 144 半片版型组件	21.67%

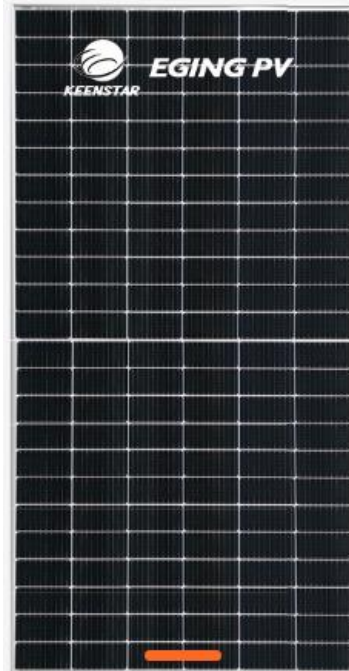
资料来源：公司官网，招商证券

图 2: 极光系列 60 片单晶半片组件



资料来源：公司官网，招商证券

图 3: 星辰系列 72 片单晶半片组件



资料来源：公司官网，招商证券

### 1.3 产销模式、客户结构、业务规模

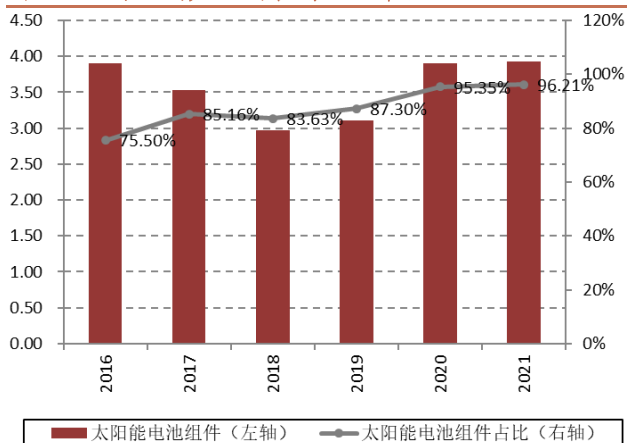
**生产模式：**以销定产以及安全库存并行，综合考虑组件市场价格及订单毛利率情况安排生产。

**销售模式：**公司秉持国内国外两个市场并举的销售战略，稳步开拓海外市场。近年来公司加大海外营销力度，拓展新兴市场，稳步提升海外销售比重。公司在南美等新兴市场取得了较好的销售业绩，在 2022 年上半年新增海外客户 22 家，销售范围已超过全球 50 个国家和地区。

**客户结构：**公司前五大客户的总销售额和销售占比逐年下降。公司国内客户以知名电力集团等大型中央企业为主，公司通过参与各大发电集团电站项目组件采购与投标与其建立业务合作关系。

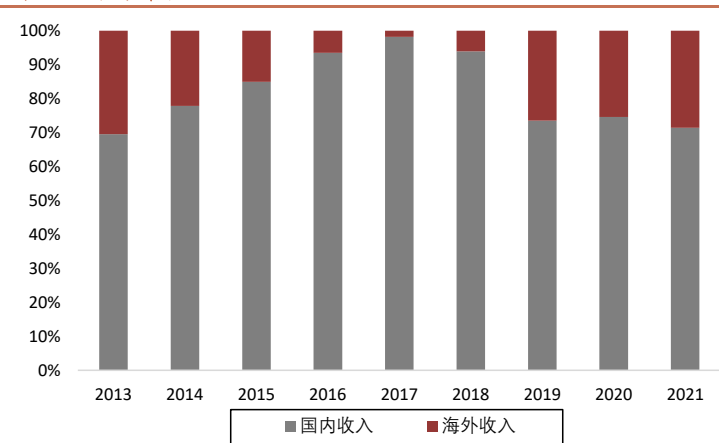
**业务规模：**根据公司业绩预告，预计 2022 年公司组件销量高于 5GW（2021 年为 2.42GW），全年收入同比增长 145%至 100 亿元，归母净利润中值为 1.375 亿元，2021 年亏损 6.03 亿元。2021 年公司海外收入占比略低于 30%，参考 2022 年全球装机结构，预计 2022 年公司海外收入占比同比有所提升。

图 4：公司主要产品销售情况（单位：亿元）



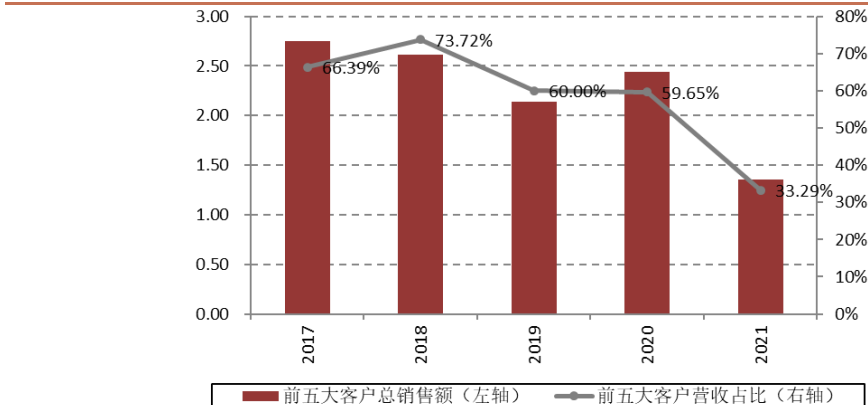
资料来源：公司公告，招商证券

图 5：国内外收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 6：公司前五大客户销售额及营收占比（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，招商证券

## 二、管理有效改善，未来经营有望不断向好

### 2.1 基本渡过调整期，管理有效改善

公司是老牌组件企业，此前经历实控人变更。亿晶光电成立于2003年，2005、2006年公司第一条硅片、电池片产线投产，同时，公司也是国内第一家在A股上市的专业太阳能电池组件生产商，是老牌光伏组件企业。2017年起，勤诚达投资陆续通过协议转让获得亿晶光电原董事长荀建华20%股权，成为公司的大股东，古耀明成为公司实控人。2020年12月，古耀明将勤诚达控股有限公司（全资子公司为勤诚达投资管理公司）99%股权赠与其子古汉宁，亿晶光电的实控人变更为古汉宁。

**新管理层落地，对行业理解深刻。**自2017年起，公司管理层发生过多次变化，主要是因勤诚达投资逐步成为公司实控人，公司原董事长荀耀、原总经理张哲及创始人荀建平等人逐渐退出公司，来自勤诚达集团的管理人员进入公司的管理层。2022年，公司聘请唐骏担任公司总经理负责日常经营，唐骏有着多年的光伏行业从业经验，曾任镇江荣德新能源科技有限公司总裁、扬州荣德新能源科技有限公司总裁、无锡尚德太阳能科技有限公司总裁、尚德新能源投资控股有限公司总裁。唐骏曾建立了中国第一条多晶硅片生产线，对于光伏行业有着深刻的理解。此外，公司副总经理孙铁国为上海交通大学应用物理学博士，同样深耕光伏行业多年，曾任上海交通大学太阳能研究所所长，曾领导金坛市太阳能光伏工程。

**清理历史包袱+新建优质产能，已基本渡过调整期。**勤诚达控股亿晶光电后，对管理层进行了更换，并聘请专业人士对公司经营进行管理，在更换管理层的同时，勤诚达系统梳理旧资产包袱，减值计提比较充分，此外在2020-2022年期间新建大尺寸产能。

**清理历史包袱：**在控制转让及调整期，公司系统梳理历史包袱（主要集中于应收账款与固定资产）并进行减值。2019、2020年分别计提固定资产减值2.59、4.57亿元，2021年计提金额大幅下降至0.27亿元，计提固定资产减值或已相对充分。2017-2021年公司合计计提坏账准备8.81亿元，1年以上应收账款比例由2017年的50%下降至2022年半年报14%，基本回归正常水平。

**新建优质产能：**在对老旧产能进行减值的同时，公司从2020年5月起陆续投产大尺寸电池与组件产能，目前公司电池与产能较为年轻，非公开发行项目达产后，公司大尺寸电池产能约为5GW，组件产能约为10GW，在建电池、组件产能各为10GW，其中10GW电池为N型TOPCon产能。

图7：公司组件出货（GW）（受实控人变更影响，近年增长缓慢）



资料来源：公司公告、招商证券

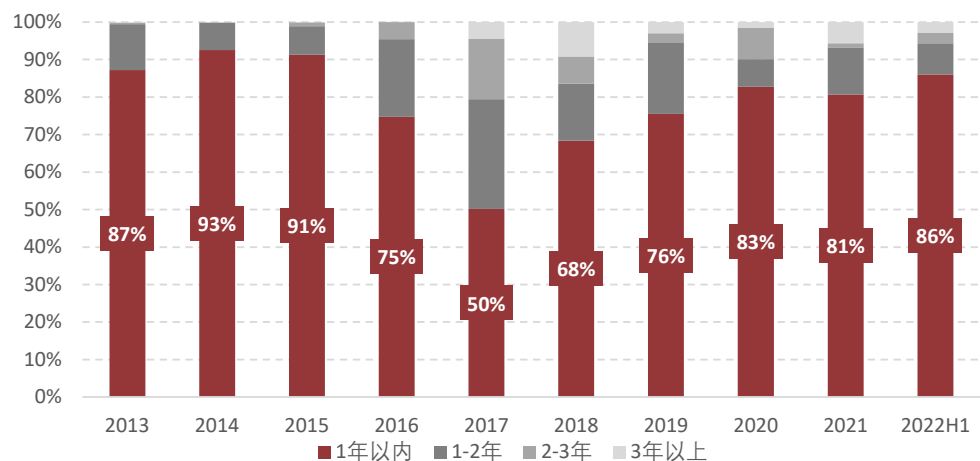
图 8: 新股东入主后, 公司基本已渡过调整期

		取得控制权		调整期			发展期		
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
管理层更换	董事长	荀建华	荀建华	荀耀	荀耀	李静武	李静武	李静武	杨庆忠
	总经理	荀建华	荀建华	荀耀/张哲	张哲	刘强	刘强	刘强	唐骏
	董事	荀建平 姚志中 孙铁圉 张燕 荀耀 吴立忠 刘党旗	荀建平 姚志中 孙铁圉 荀耀 吴立忠 刘党旗	荀建平 姚志中 孙铁圉 姚生娣 田园园 古汉宁 张婷	荀建平 姚志中 孙铁圉 荀耀 古汉宁 张婷	张婷 荀耀 林世宏 陈芳	张婷 林世宏 陈芳 荀耀 祝莉	张婷 陈芳 孙铁圉	张婷 陈芳 孙铁圉 刘强
	监事	姚伟忠 安全长 杨丹	姚伟忠 安全长 杨丹	姚伟忠 安全长 杨丹	高升武 姚伟忠 杨丹	申慧琴 窦仁国 黄欣初	申慧琴 窦仁国 陈江明	栾永明 陈江明 刘梦丽	栾永明 刘梦丽 陈江明
去除资产包袱	固定资产减值 坏账准备 存货跌价准备	1.09亿 0.82亿 0.27亿	0.25亿 1.97亿 0.19亿	- 2.81亿 0.16亿	0.59亿 1.89亿 0.39亿	2.59亿 1.52亿 0.42亿	4.57亿 1.39亿 1.01亿	0.27亿 1.20亿 0.43亿	暂未发布 年报
新建优质产能						常州: 电池1.5GW 组件2.5GW	常州: 电池3GW 组件2GW	常州: 组件5GW	滁州: 电池10GW 组件10GW

资料来源: 公司公告、招商证券

注: 红色底色表示该职位在该年度发生过更换, 其中粗体字表示该人员新进入管理层

图 9: 公司应收账款账龄分部 (1 年及以下应收账款基本回归正常水平)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 公司产能建设情况

项目	投产时间	产能
常州年产 2.5GW 高效单晶组件项目	2020 年 5 月	2.5GW 组件
常州年产 1.5GW 高效单晶电池项目	2020 年 11 月	1.5GW 电池
常州 3GW 高效晶硅电池项目	2021 年	3GW 电池
常州 2GW 高效太阳能组件项目	2021 年	2GW 组件
常州 5GW 高效太阳能组件项目	2022 年	5GW 组件



项目	投产时间	产能
滁州 10GW 高效 N 型 TOPCon 电池项目	预计 2023 年	10GW 电池

资料来源：公司公告，招商证券

表 6：新任管理层深耕行业多年

姓名	职务	专业能力
杨庆忠	董事长	曾任深圳勤诚达地产有限公司总经理，现任深圳市勤诚达集团有限公司董事局董事、龙岗区域总经理，深圳市保诚房地产开发有限公司董事，深圳市瑞恒投资发展有限公司董事
唐骏	董事、总经理	曾任镇江荣德新能源科技有限公司总裁、扬州荣德新能源科技有限公司总裁、无锡尚德太阳能科技有限公司总裁、尚德新能源投资控股有限公司总裁。曾建立了中国第一条多晶硅片生产线，主持了多项国家科技攻关课题。现任常州亿晶光电科技有限公司总经理，中国可再生能源学会光伏专业委员会副主任
孙铁国	董事、副总经理	曾任常州亿晶光电科技有限公司技术总监，现任亿晶光电科技股份有限公司副总经理、常州亿晶光电科技有限公司副总经理
张婷	董事、董事会秘书	曾任深圳市勤诚达集团有限公司投融资主管、经理、投资总监，现任亿晶光电科技股份有限公司非独立董事、董事会秘书
刘强	董事	曾任深圳市拓日新能源科技股份有限公司董事、总经理，深圳市勤诚达集团投资管理中心副总经理，现任亿晶光电科技股份有限公司非独立董事
陈芳	董事	2018 年 11 月起担任广东华兴银行董事，现为勤诚达集团副总裁

资料来源：公司公告，招商证券

表 7：公司取得的重要荣誉

荣誉名称	颁发单位	颁发时间
工业和信息化部绿色工厂	国家工业和信息化部	2019 年
江苏省重点培育和发展的国际知名品牌	江苏省商务局	2019 年
2017 年江苏省创新型企业 100 强	江苏省科学发展战略研究院	2018 年
江苏制造突出贡献奖	江苏省人民政府	2017 年
江苏省突出制造贡献奖优秀企业	江苏省人民政府	2017 年
全省依法管理诚信经营先进企业	江苏省司法厅	2017 年
高价值专利培育示范中心	江苏省知识产权局	2016 年
中国民营企业制造业 500 强	中华全国工商业联合会	2016 年
江苏省示范智能车间	江苏省经济和信息化委员会	2015 年
江苏省著名商标	江苏省工商行政管理局	2015 年
卓越光伏组件	国际清洁能源论坛	2015 年
江苏省重点培养和发展的国际知名品牌	江苏省商务厅	2014 年
国家火炬计划重点高新技术企业	科技部火炬高技术产业开发中心	2010 年
科技进步先进企业	常州市人民政府	2010 年
常州市工业五星	常州市人民政府	2010 年
2007 年度科学技术进步先进企业	金坛市人民政府	2007 年

资料来源：公司官网，招商证券

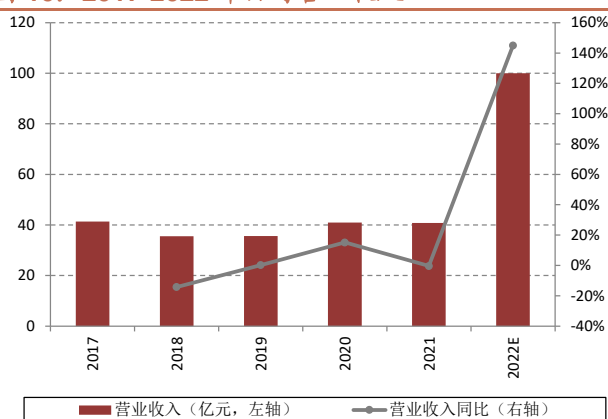
## 2.2 预告 2022 年扭亏为盈，经营拐点出现

业绩预告预计扭亏为盈。勤诚达控股后，对公司资产进行系统性梳理并做减值准备，2019-2021 年公司连续 3 年亏损，归母净利润分别为-3.03 亿、-6.52 亿、-6.03 亿元。2022 年，公司基本理顺了内部条线，并聘请专业管理层，从业绩预告来看，预计仍有一定减值，

但是金额可能相对少一些。根据 2022 年公司业绩预告，预计 2022 年公司营业收入为 100 亿元，同比增长 145%，归母净利润 1.25-1.5 亿元（中值 1.375 亿元）1.375 亿元，经过多年调整后，公司业绩扭亏为盈。

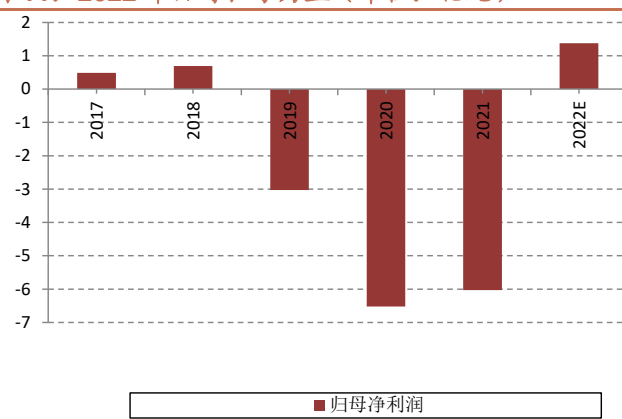
**2023 年有望高增长。**公司前三季度盈利 0.48 亿元，Q4 单季度归母净利润为 0.77-1.02 亿元、扣非归母净利润 1.41-1.66 亿元，若按全年确认 5-5.5GW 电池/组件出货估算，则 Q4 单瓦净利为 0.04-0.05 元/W，扣非单瓦净利为 0.07-0.08 元/W。公司目前现有产能均为具备较强竞争力的新产能，随着公司经营管理效率不断提升及产业链上游价格下降，预计公司 2023 年可能实现较高增长。

图 10: 2017-2022 年公司营业收入



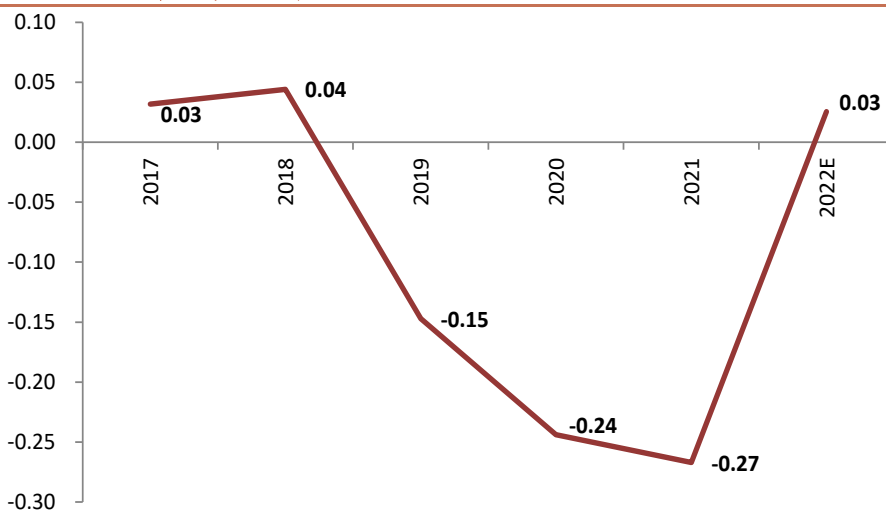
资料来源：公司公告，招商证券

图 11: 2022 年公司扭亏为盈 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，招商证券

图 12: 2022 公司单瓦净利提升 (元/w)



资料来源：公司公告，招商证券

### 2.3 定增进一步扩充产能

**产能紧张制约公司发展。**2021 年公司新建常州 3GW 高效晶硅电池项目和 2GW 高效太阳能组件项目，目前均已全面达产，形成了 5GW 电池+5GW 组件的先进产能。近几年公司进行了新旧产能的动态调整，先进产能相较头部企业仍显不足。

定增进一步提升产能。2022年2月，公司股东大会通过了2022年度非公开发行A股股票方案的议案，募集不超过13.024亿元，其中7.024亿元用于常州年产5GW高效太阳能组件建设项目，该项目投产后形成5GW电池+10GW组件产能。2022年9月，公司正式启动在滁州市全椒县投资建设“年产10GW N型 TOPCon 光伏电池、10GW 光伏切片及10GW 光伏组件”项目，项目一期为年产10GW 高效 N型 TOPCon 光伏电池项目，计划于2023年6月投产，项目全部达产后公司先进产能将进一步扩张。

表 8: 公司产能逐步扩张

	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022E	2023E
单晶硅电池产能 (MW)	1,300	3,300	5,000	5,000	15,000
单晶硅电池产量 (MW)	1,063	1,010	1,666	-	-
单晶硅电池销量 (MW)	1,035	-	-	-	-
<b>单晶硅电池产能利用率</b>	<b>81.75%</b>	<b>30.65%</b>	<b>33.34%</b>	-	-
单晶硅电池产销率	97.45%	-	-	-	-
组件产能 (MW)	2100	4,200	5,000	10,000	20,000
组件产量 (MW)	1,437	2,750	2,409	-	-
组件销量 (MW)	1,426	2,668	2,317	-	-
<b>组件产能利用率</b>	<b>68.43%</b>	<b>65.54%</b>	<b>48.18%</b>	-	-
组件产销率	99.29%	97.02%	96.20%	-	-

资料来源：公司年报、招商证券

表 9: 公司重要在建项目

项目名称	公告时间	总投资 (亿元)
高效 N 型电池项目	2022 年 9 月 22 日	103
设立光伏产业合资公司	2022 年 3 月 15 日	1
常州年产 5GW 高效太阳能组件建设项目	2022 年 1 月 17 日	8.57

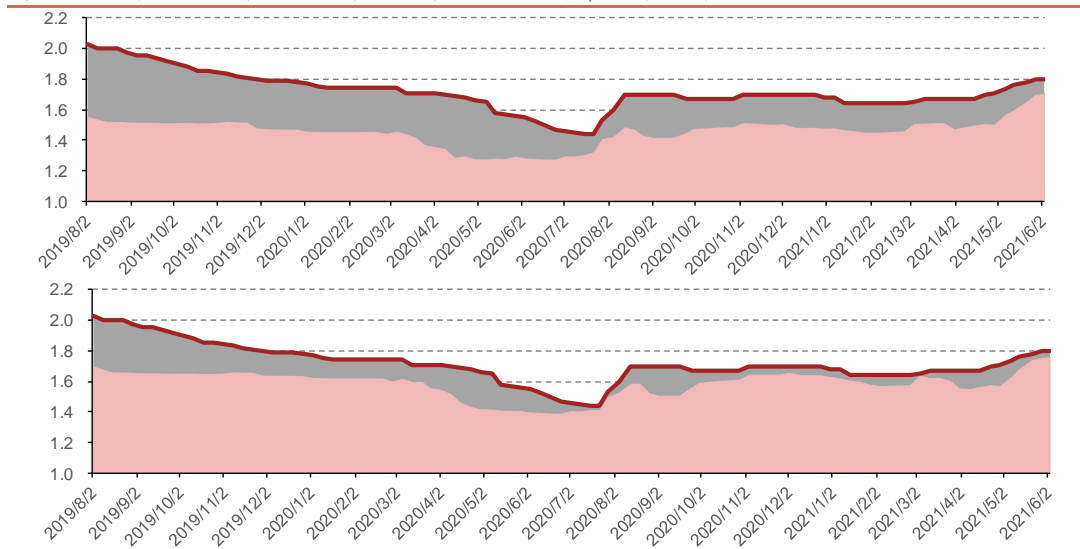
资料来源：公司公告、招商证券

### 三、一体化组件模式的冲击减弱，新格局正在塑造

#### 3.1 深度一体化冲击力在减弱

深度一体化模式在过去 5-6 年的过程中，代表着更先进的模式，面对纯组件公司，有巨大的成本优势。硅片环节收益较高之时，深度一体化企业可以将硅片收益纳入体内，如硅料、硅片价格大幅下跌之前。而在电池环节供需相对紧张的时间段内，电池产能布局较好的深度一体化企业可以享受电池的高额盈利。随着硅片环节盈利回归，以及多组件公司电池片自供能力的提升，深度一体化模式的冲击力在减弱，尤其是尚未布局硅片的一体化企业。

图 13：一体化（硅片：电池片：组件=1:1:1）与单组件毛利



资料来源：Pvlink、招商证券

#### 3.2 小组件厂对面的经营环境较此前更为友善

**小组件厂此前经营压力较大。**小组件厂过去面临较大的经营压力：1) 组件重 OPEX，在硅料价格维持高位的背景下，小组件厂运营压力大；2) 过去一段时间内，硅片的超额盈利期持续较长，同时其固定资产投资额较高、对 CAPEX 提出了很高要求，小组件厂资金压力较大，较难完成深度一体化；3) 小组件厂融资能力相对较差，其中部分企业尚未证券化，而在已证券化的小组件企业当中，部分尚未理顺经营管理，导致业绩无法释放、融资能力受限，如亿晶光电。

**头部一体化企业综合优势依然显著，但小组件厂面对的经营环境正在改善。**头部一体化凭借成本优势、规模优势、渠道优势、资金优势全方位塑造竞争壁垒，并对经营管理能力提出了更加苛刻的要求，小组件厂想成为一线企业难度极大。随着头部企业相继完成深度一体化，组件可能是光伏产业链中，为数不多壁垒在提升的环节。但相对此前较为艰难的局面，小组件厂面对的经营环境正在改善：硅料价格下降缓解了小组件厂的经营压力，同时，硅片的超额盈利正在回归，使尚未深度一体化的小组件厂对资本开支的诉求不再像此前一样强烈，目前看，小组件厂面对的经营环境正在改善。

**亿晶光电具备走出来的潜质。**公司具备走出来的潜质，即成长为二线甚至准一线的组件企业：1) 公司在海外有品牌基础，新股东入主亿晶光电延续了公司品牌；2) 在经营调整期，公司确定了管理层、新建优质产能并对历史包袱进行了清理，2022 年公司业绩扭亏为盈

是经营管理有效改善的体现；3）若公司后续报表继续展现公司经营管理方面的变化，公司在融资方面的短板可能也会有较大程度改善。

目前来看，无论新老玩家，想成为一线组件厂难度很大，亿晶光电在成为二线甚至准一线的过程中，依然会面对较多挑战。公司硬件方面与头部企业的差距显而易见，但这些差距可以缩小，经营管理能否跟上是能否走出来的关键，从个位数组件出货到年出货几十 GW 所面对的经营挑战很大，外部挑战很大，内部同样如此。

图 14：头部组件企业回 A 时间

	回 A 时间	代码	备注
晶澳科技	2019 年	002459.SZ	美股私有化，之后借壳天通物业回 A
天合光能	2020 年	688599.SH	美股私有化，之后回 A
晶科能源	2022 年	688223.SH	美股私有化，之后回 A
阿特斯	预计 2022 年	A21221.SH	美股私有化，之后回 A

资料来源：Wind、招商证券

图 15：一体化前后的 capex 要求（亿元/GW）（按 1:1:1 进行一体化）

	一体化前（2018 年）	一体化后（2020 年）
硅片	0	3.5
电池片	0	2.25
组件	0.68	0.63
合计	0.68	6.38

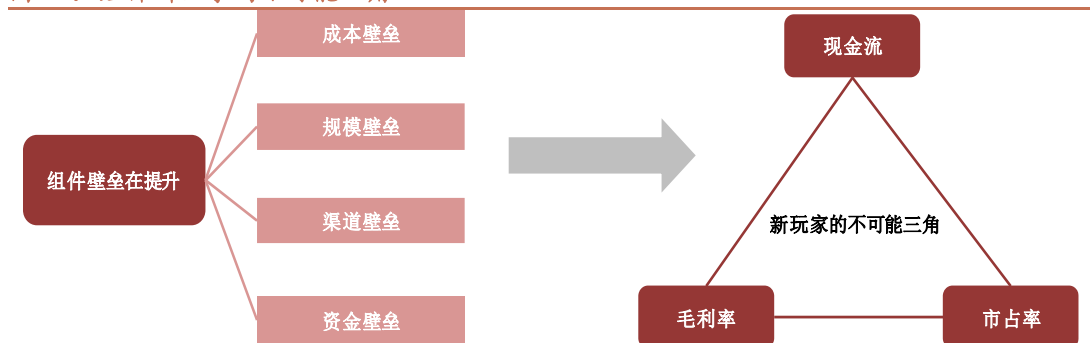
资料来源：Wind、招商证券

图 16：相关组件企业固定资产规模（亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
隆基股份		20	24	26	46	108	133	155	245	249
晶澳科技					74	83	90	104	116	142
天合光能					74	71	65	101	100	134
晶科能源						59	71	109	126	171
东方日升	9	13	13	14	21	39	62	81	107	91

资料来源：Wind、招商证券

图 17：组件新玩家的不可能三角



资料来源：Wind、招商证券

## 投资建议

公司是老牌光伏组件公司，勤诚达控股后保留了亿晶品牌，过去较长时期在处置此前经营包袱和进行管理调整，目前公司已渡过调整期，报表更加健康干净，2022 年也经营已扭亏为盈。经过过去几年的管理改善和运营优化，公司盈利情况开始明显好转，2022 年 Q4 组件单瓦盈利显著提升。随着公司管理效率的进一步提升，以及海外、国内市场的拓展，公司有望进入快速发展期。

2022 年四季度公司单瓦净利显著提升至 7 分以上，预计公司 2023 年组件出货 11GW，单瓦盈利为 7 分，对应 6.5 亿归母净利润，此外，若考虑硅料/硅片价格有持续下降的可能，且公司仍在不断改善经营管理，公司 2023 年单瓦盈利可能会有继续向上的空间。

预计公司 2022-2023 年归母净利润为 1.36、6.5 亿元，对应估值 71 倍、15 倍，给予 2023 年 20-22 倍估值，对应目标价 10.5-11 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10: 盈利预测

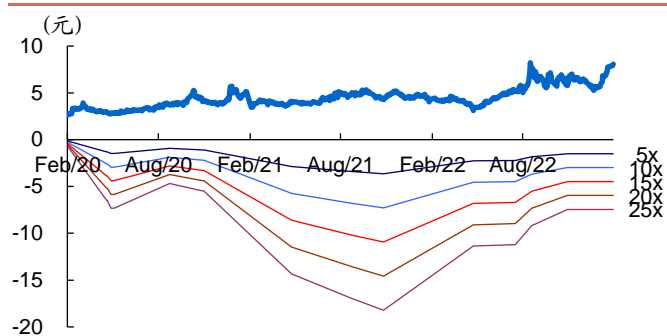
百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
组件	营业收入	3,923	3,835	9,558	16,549	26,100
	YOY(%)	17	-2	149	73	58
	毛利率(%)	0	-2	8	13	12
电站	营业收入	161	167	168	170	172
	YOY(%)	-2	4	1	1	1
	毛利率(%)	67	67	67	67	67
其他	营业收入	14	81	105	127	146
	YOY(%)	-70	499	30	20	15
	毛利率(%)	4	20	15	13	10
汇总	营业收入	4,098	4,083	9,831	16,845	26,417
	YOY(%)	15	0	141	71	57
	毛利率(%)	3	1	9	13	13

资料来源: wind、招商证券

### 风险提示

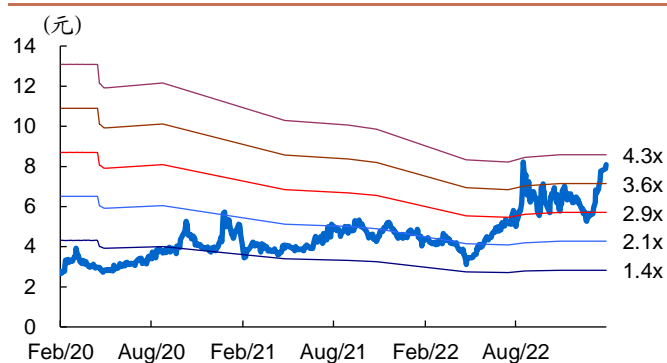
- 1) 经营改善进度不及预期。目前公司已基本渡过调整期，但光伏行业变化较快，仍有经营改善进度不达预期的可能。
- 2) 竞争格局恶化。新玩家进入会对行业格局产生影响，相关企业盈利能力可能也会受到影响。
- 3) 非公开发行尚待证监会批准。公司发布《关于非公开发行 A 股股票申请获中国证监会受理的公告》，目前非公开发行尚未获得证监会批准，存在一定风险。

图 18: 亿晶光电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 19: 亿晶光电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3640	4944	10160	16660	25636
现金	1994	2615	5334	8795	13504
交易性投资	0	396	396	396	396
应收票据	113	27	64	110	172
应收款项	721	732	1717	2942	4613
其它应收款	13	16	38	65	103
存货	424	667	1450	2381	3754
其他	376	491	1160	1970	3093
<b>非流动资产</b>	3870	3016	2217	1487	820
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3457	2631	1846	1128	472
无形资产商誉	131	128	115	103	93
其他	282	258	256	255	255
<b>资产总计</b>	<b>7509</b>	<b>7960</b>	<b>12377</b>	<b>18146</b>	<b>26456</b>
<b>流动负债</b>	3807	3987	8229	13281	20731
短期借款	60	198	300	300	300
应付账款	2819	2852	6276	10305	16247
预收账款	447	579	1275	2093	3300
其他	481	358	378	582	883
<b>长期负债</b>	1031	1302	1302	1302	1302
长期借款	24	60	60	60	60
其他	1007	1242	1242	1242	1242
<b>负债合计</b>	<b>4838</b>	<b>5289</b>	<b>9531</b>	<b>14583</b>	<b>22033</b>
股本	1176	1176	1192	1192	1192
资本公积金	1283	1512	1512	1512	1512
留存收益	212	(390)	(255)	355	1064
少数股东权益	0	374	396	505	655
归属于母公司所有者权益	2671	2298	2449	3059	3768
<b>负债及权益合计</b>	<b>7509</b>	<b>7960</b>	<b>12377</b>	<b>18146</b>	<b>26456</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	444	(94)	2167	2914	4323
净利润	(652)	(603)	136	650	904
折旧摊销	284	270	242	173	109
财务费用	28	47	50	45	40
投资收益	(23)	(24)	(75)	(70)	(60)
营运资金变动	785	298	1760	1968	3121
其它	21	(82)	54	148	209
<b>投资活动现金流</b>	(381)	(929)	637	632	622
资本支出	(468)	(734)	562	562	562
其他投资	87	(196)	75	70	60
<b>筹资活动现金流</b>	(63)	978	(85)	(86)	(235)
借款变动	1	874	(51)	0	0
普通股增加	0	0	16	0	0
资本公积增加	0	229	0	0	0
股利分配	0	(284)	0	(41)	(195)
其他	(64)	159	(50)	(45)	(40)
<b>现金净增加额</b>	<b>(0)</b>	<b>(45)</b>	<b>2720</b>	<b>3461</b>	<b>4710</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	4098	4083	9831	16845	26417
营业成本	3972	4048	8909	14630	23066
营业税金及附加	20	15	36	62	97
营业费用	117	60	147	337	528
管理费用	94	138	197	387	660
研发费用	119	110	295	505	793
财务费用	18	76	50	45	40
资产减值损失	(524)	(42)	(80)	(50)	(45)
公允价值变动收益	0	1	20	20	20
其他收益	134	22	20	20	15
投资收益	23	(272)	35	30	25
<b>营业利润</b>	(609)	(656)	192	899	1249
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	19	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	(624)	(668)	180	887	1237
所得税	28	33	22	129	182
少数股东损益	0	(98)	23	108	151
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(652)</b>	<b>(603)</b>	<b>136</b>	<b>650</b>	<b>904</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	-0%	141%	71%	57%
营业利润	127%	8%	-129%	368%	39%
归母净利润	115%	-8%	-123%	379%	39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.1%	0.9%	9.4%	13.2%	12.7%
净利率	-15.9%	-14.8%	1.4%	3.9%	3.4%
ROE	-24.4%	-26.2%	5.5%	21.3%	24.0%
ROIC	-20.9%	-20.4%	6.4%	20.4%	22.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.4%	66.4%	77.0%	80.4%	83.3%
净负债比率	3.7%	5.2%	2.9%	2.0%	1.4%
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.2
速动比率	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
存货周转率	10.8	7.4	8.4	7.6	7.5
应收账款周转率	4.4	5.1	7.7	7.0	6.7
应付账款周转率	1.9	1.4	2.0	1.8	1.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.55	-0.51	0.11	0.55	0.76
每股经营净现金	0.38	-0.08	1.82	2.44	3.63
每股净资产	2.27	1.95	2.05	2.57	3.16
每股股利	0.24	0.00	0.03	0.16	0.23
<b>估值比率</b>					
PE	-14.6	-15.8	71.0	14.8	10.7
PB	3.6	4.1	3.9	3.1	2.6
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。