

收入符合预期，混改翻开新篇章

华泰研究

2021年3月14日 | 中国内地

年报点评

工业/电力设备与新能源

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

35.20

研究员

SAC No. S0570517060002
SFC No. BPHY554

黄斌, PhD

billhuang@htsc.com

研究员

SAC No. S0570518080007

孙纯鹏

sunchunpeng@htsc.com

联系人

SAC No. S0570119030038

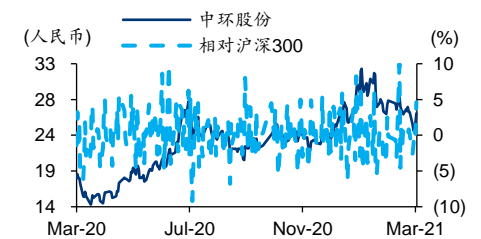
张志邦

zhangzhibang@htsc.com
+8601056793931

基本数据

目标价(人民币)	35.20
收盘价(人民币 截至3月12日)	26.40
市值(人民币百万)	80,069
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,829
52周价格范围(人民币)	14.29-32.34
BVPS(人民币)	6.33

股价走势图



资料来源: Wind

大尺寸硅片加速普及，混改翻开新篇章

20年公司实现营收190.57亿元(同比+12.9%)，归母净利10.9亿元(同比+20.5%)，公司营收基本符合预期(196.4亿元)。报告期内，公司定增及混改落地，加速光伏G12大硅片普及。我们预计21-23年EPS为0.64/0.95/1.29元，给予目标价35.2元，维持“买入”评级。

大尺寸硅片产能持续投放，技改释放设备产能潜力

据年报披露，截止20Q4单晶硅片总产能已达到55GW，我们预计21、22年年末总产能将达85GW、135GW；组件方面，公司持续推动叠瓦组件的科研投入和技术研发，协同G12 PERC电池制造商加速叠瓦组件应用，叠瓦组件产品已实现全新一代产品下线，20年末叠瓦组件产能达4GW。子公司MAXEON在纳斯达克上市，目前已将SunPower的IBC技术、叠瓦技术与G12相结合。公司通过技改释放设备产能潜力，推动全流程工业4.0应用范围，在降低硅片人工成本同时，也为后续的硅片薄片化推广奠定基础。

半导体产品扩品类拓客户，20年出货量持续提升

半导体硅片业务收入13.5亿元，同比增长23%；毛利率23.08%，较19年有所下降2.59pct，预计系宜兴8英寸产线投产处在爬坡期。目前已具备3-12英寸全尺寸半导体硅片产品的量产供应能力。20年公司半导体硅片出货面积同比增长30%，全年仍处于供不应求状态，公司针对75万片8英寸抛光片和月产15万片12英寸抛光片生产线的定增方案已于20年7月份获核准，目标实现8英寸半导体105万片/月，12英寸62万片/月。随着新产能逐步释放，公司产能规模和市场拓展领先地位稳固。

Q4毛利率小幅改善，大尺寸硅片或为助力原因

公司20年毛利率18.85%(同比-0.64pct)，根据PVinfolink数据，2020年致密料平均价格较19年维持稳定，单晶硅片平均价格同比-13.5%，硅片环节利润承压，此外，20年会计准则下销售相关运费计入营运成本，也一定程度拖累了公司毛利率水平。值得注意的是，20Q4公司毛利率环比Q3提升0.64pct，我们认为大尺寸硅片产能爬坡和良率提升是重要因素。

定增、混改落地，企业经营活力有望提升，维持“买入”评级

公司作为光伏硅片龙头，持续受益行业增长和自身竞争力提升。考虑到硅片行业进入产能释放期，市场竞争加剧，我们降低21/22年EPS至0.64/0.95元(前值为0.78/0.98元)，引入23年EPS1.29元，可比公司21年Wind一致预期平均PE37.6x，考虑公司在半导体和光伏领域的领先技术和前瞻布局，给予55倍PE，目标价35.2元(前值39.0元)，维持“买入”评级。

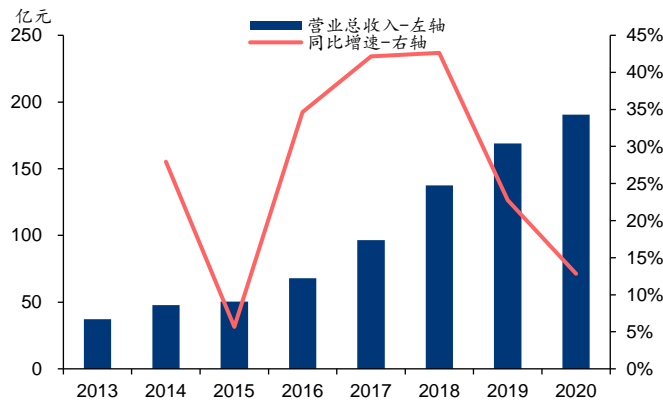
风险提示：产能投放进度不及预期；光伏硅片销售不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	16,887	19,057	32,152	40,426	50,316
+/-%	22.76	12.85	68.72	25.73	24.46
归属母公司净利润(人民币百万)	903.66	1,089	1,947	2,873	3,902
+/-%	42.93	20.51	78.79	47.55	35.83
EPS(人民币，最新摊薄)	0.30	0.36	0.64	0.95	1.29
ROE(%)	6.14	5.25	8.70	11.33	13.40
PE(倍)	88.61	73.53	41.13	27.87	20.52
PB(倍)	6.01	4.17	3.79	3.34	2.88
EV EBITDA(倍)	23.44	22.51	18.27	13.37	10.56

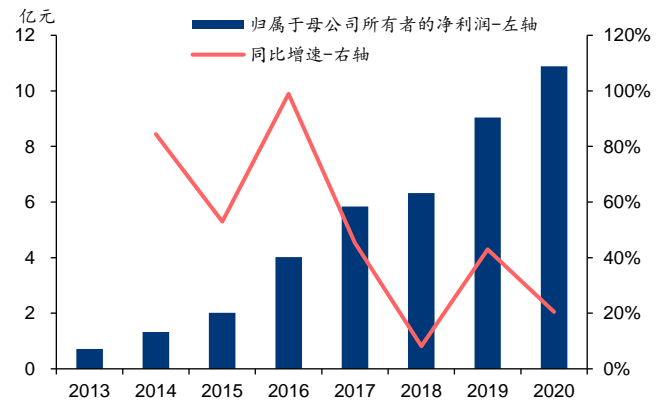
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 2013-2020 营业收入及同比增速



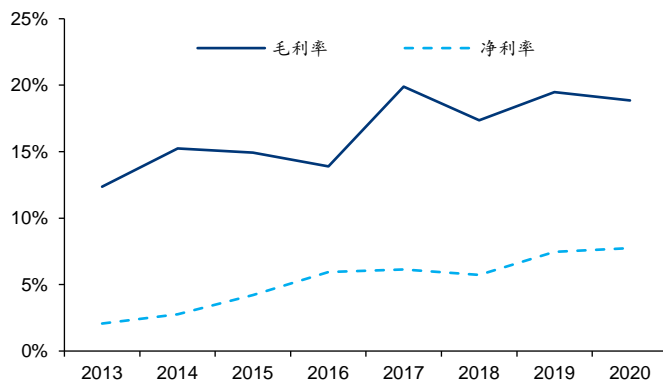
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 2013-2020 归母净利润及同比增速



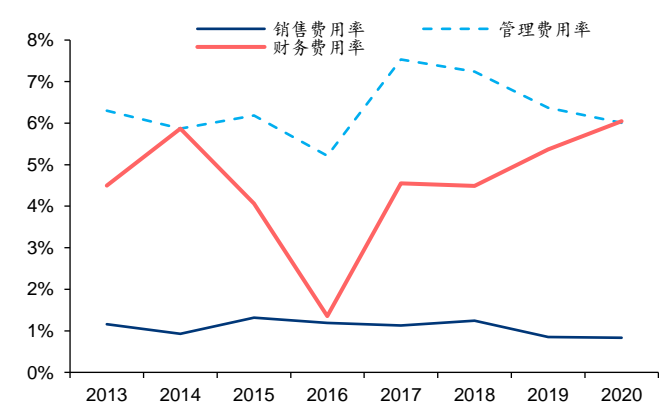
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 2013-2020 毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

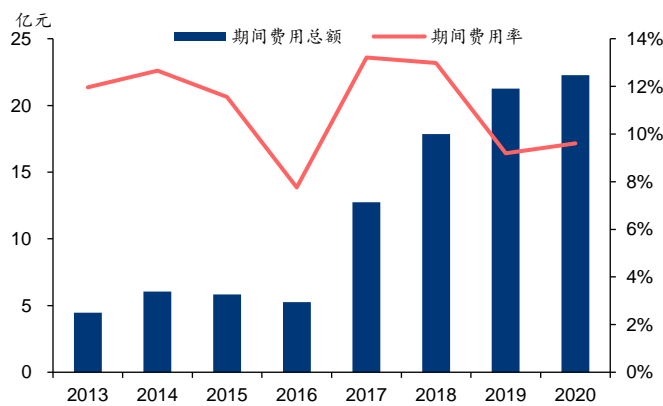
图表4: 2013-2020 期间费用率变化情况



注: 为保证数据可比性, 本表中管理费用率为包含研发费用口径。

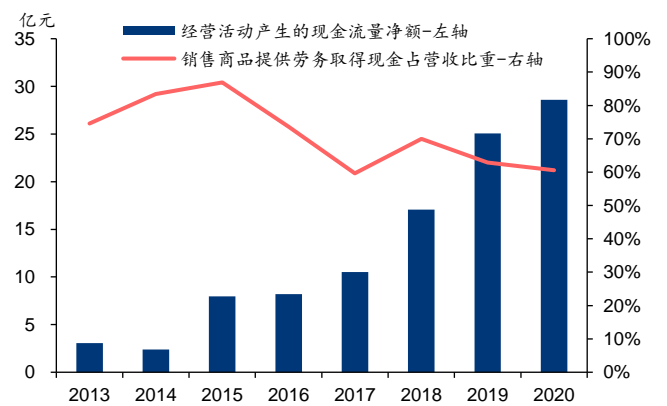
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 2013-2020 期间费用情况



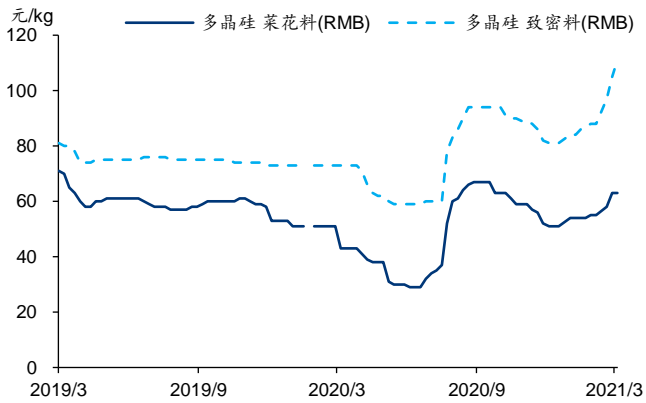
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 2013-2020 经营性现金流情况



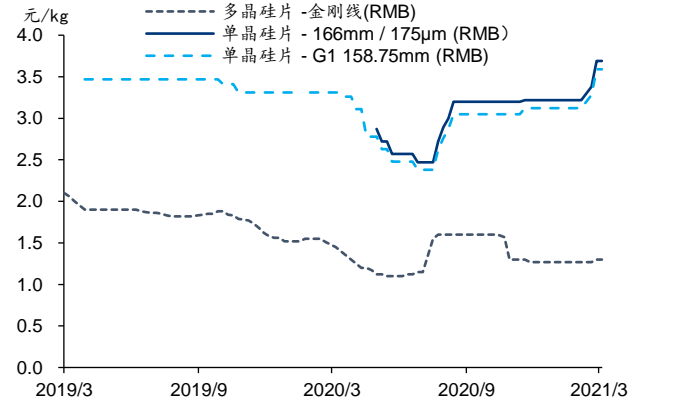
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表7: 2019年至今硅料价格情况



资料来源: PV InfoLink, 华泰研究

图表8: 2019年至今硅片价格情况



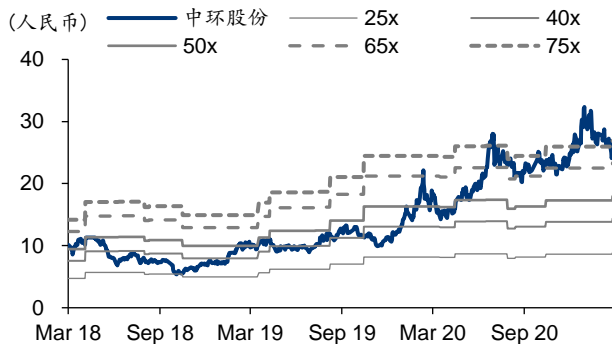
资料来源: PV InfoLink, 华泰研究

图表9: 可比公司估值表(截至2021年3月12日)

代码	证券简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601012 CH	隆基股份	91.08	1.47	2.25	3.04	3.75	61.96	40.42	29.92	24.27
300316 CH	晶盛机电	33.21	0.50	0.66	0.93	1.21	66.42	50.66	35.70	27.42
600438 CH	通威股份	33.69	0.68	1.03	1.24	1.52	49.65	32.77	27.15	22.16
600703 CH	三安光电	27.11	0.32	0.32	0.47	0.67	84.72	83.88	57.71	40.42
	平均值		0.74	1.07	1.42	1.79	65.69	51.93	37.62	28.57
002129 CH	中环股份	26.40	0.30	0.36	0.64	0.95	88.61	73.53	41.13	27.87

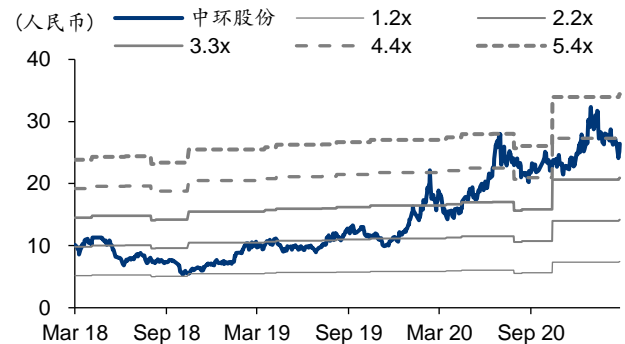
注: 除中环股份外, 其余标的的盈利预测均采用wind一致预期
注: 中环股份20年EPS为实际值, 其他公司20年EPS为Wind预期值
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表10: 中环股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 中环股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	16,215	16,085	16,479	12,841	22,965
现金	7,727	7,516	0.00	0.00	0.00
应收账款	2,451	2,084	5,061	3,922	7,259
其他应收账款	219.26	93.28	434.03	228.97	596.22
预付账款	740.47	838.29	1,825	1,524	2,645
存货	1,554	2,144	5,318	3,902	7,454
其他流动资产	3,522	3,410	3,840	3,263	5,011
非流动资产	32,904	42,635	59,404	63,312	69,673
长期投资	1,813	3,174	4,547	5,878	7,230
固定投资	20,490	25,273	38,442	40,327	44,360
无形资产	2,493	3,333	3,693	4,081	4,500
其他非流动资产	8,108	10,854	12,722	13,026	13,583
资产总计	49,119	58,720	75,882	76,152	92,638
流动负债	15,589	17,330	29,134	28,195	41,475
短期借款	4,423	1,692	4,459	6,155	4,876
应付账款	2,991	4,513	8,546	8,439	13,340
其他流动负债	8,175	11,125	16,129	13,601	23,259
非流动负债	12,981	13,308	15,990	13,338	11,258
长期借款	10,725	11,225	13,906	11,254	9,175
其他非流动负债	2,255	2,084	2,084	2,084	2,084
负债合计	28,570	30,638	45,124	41,533	52,733
少数股东权益	6,451	8,874	9,605	10,653	12,096
股本	2,785	3,033	3,033	3,033	3,033
资本公积	7,719	12,389	12,389	12,389	12,389
留存公积	2,815	3,766	6,232	9,856	14,872
归属母公司股东权益	14,098	19,207	21,154	23,966	27,808
负债和股东权益	49,119	58,720	75,882	76,152	92,638

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	2,507	2,859	9,525	8,991	14,240
净利润	1,261	1,476	2,677	3,921	5,346
折旧摊销	1,976	2,152	2,607	3,384	3,876
财务费用	906.86	1,029	987.42	1,215	1,312
投资损失	(287.54)	(303.13)	(295.34)	(299.23)	(297.29)
营运资金变动	(1,604)	(1,697)	3,570	797.17	4,035
其他经营现金	254.63	202.20	(21.20)	(26.45)	(31.53)
投资活动现金	(5,273)	(7,426)	(19,059)	(6,966)	(9,908)
资本支出	4,643	3,657	18,003	5,960	8,885
长期投资	(114.93)	(2,370)	(1,373)	(1,331)	(1,352)
其他投资现金	(744.22)	(6,139)	(2,430)	(2,336)	(2,375)
筹资活动现金	4,184	4,135	(1,440)	(4,222)	(3,052)
短期借款	469.81	(2,731)	2,767	1,696	(1,279)
长期借款	3,388	499.35	2,682	(2,652)	(2,080)
普通股增加	0.00	247.77	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.50	4,670	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	324.26	1,449	(6,889)	(3,266)	307.13
现金净增加额	1,437	(525.78)	(10,975)	(2,196)	1,279

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,887	19,057	32,152	40,426	50,316
营业成本	13,596	15,464	26,117	32,271	39,747
营业税金及附加	75.12	127.28	158.89	207.93	266.83
营业费用	143.18	158.68	337.09	412.52	502.53
管理费用	501.62	643.70	996.72	1,172	1,359
财务费用	906.86	1,029	987.42	1,215	1,312
资产减值损失	(99.39)	(25.31)	(39.08)	(38.67)	(0.92)
公允价值变动收益	0.00	69.81	17.45	21.82	27.27
投资净收益	287.54	303.13	295.34	299.23	297.29
营业利润	1,441	1,631	2,931	4,312	6,034
营业外收入	27.98	71.34	131.76	155.35	96.61
营业外支出	11.33	10.50	8.34	9.59	9.94
利润总额	1,457	1,692	3,054	4,458	6,121
所得税	196.08	216.60	377.11	537.08	775.03
净利润	1,261	1,476	2,677	3,921	5,346
少数股东损益	357.58	386.52	730.14	1,048	1,444
归属母公司净利润	903.66	1,089	1,947	2,873	3,902
EBITDA	4,226	4,506	6,166	8,451	10,554
EPS (人民币, 基本)	0.30	0.36	0.64	0.95	1.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.76	12.85	68.72	25.73	24.46
营业利润	193.69	13.23	79.66	47.14	39.92
归属母公司净利润	42.93	20.51	78.79	47.55	35.83
获利能力 (%)					
毛利率	19.49	18.85	18.77	20.17	21.00
净利率	5.35	5.71	6.06	7.11	7.76
ROE	6.14	5.25	8.70	11.33	13.40
ROIC	8.62	7.75	8.30	11.63	15.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.17	52.18	59.47	54.54	56.92
净负债比率 (%)	61.02	45.80	76.02	65.38	49.30
流动比率	1.04	0.93	0.57	0.46	0.55
速动比率	0.73	0.60	0.26	0.19	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.35	0.48	0.53	0.60
应收账款周转率	4.72	6.51	4.02	4.02	4.02
应付账款周转率	1.94	2.30	2.30	2.30	2.30
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.64	0.95	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	2.12	3.14	2.96	4.70
每股净资产(最新摊薄)	4.40	6.33	6.97	7.90	9.17
估值比率					
PE (倍)	88.61	73.53	41.13	27.87	20.52
PB (倍)	6.01	4.17	3.79	3.34	2.88
EV EBITDA (倍)	23.44	22.51	18.27	13.37	10.56

免责声明

分析师声明

本人, 黄斌、孙纯鹏, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄斌、孙纯鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司