

# 硅料业务维持高毛利，高价有望贯穿全年

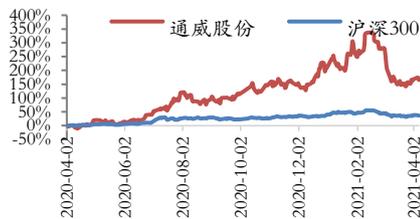
投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-07

主要观点：

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 33.00       |
| 近12个月最高/最低(元) | 55.50/11.22 |
| 总股本(百万股)      | 4,502       |
| 流通股本(百万股)     | 4,288       |
| 流通股比例(%)      | 95.25       |
| 总市值(亿元)       | 1,486       |
| 流通市值(亿元)      | 1,415       |

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：盛炜

执业证书号：S0010120070044

电话：15202169908

邮箱：shengwei@hazq.com

## 相关报告

- 《华安新能源\_行业周报\_光伏行业拐点初现，静待需求复苏》2021-3-28
- 《华安新能源\_行业周报\_价格博弈接近后期，基本面处于底部阶段》2021-4-5

## ● 公司2020年&2021年一季度业绩情况

**1) 2020 年报：**2020 年公司实现营收 442 亿元，同比+17.69%，归母净利润 36.08 亿元，同比+36.95%，扣非归母净利润 24.09 亿元，同比+4.06%，归母净利率 8.16%，同比+1.15pcts。分季度看，2020Q4 公司实现营收 125.22 亿元，同比+31.39%，归母净利润 2.75 亿元，同比-29.67%，扣非归母净利润 4.96 亿元，同比+117%。公司对 2 万吨多晶硅老产能进行了升级改造，计提减值 2.88 亿元；下属三个光伏发电项目由于未纳入补贴目录，计提减值准备 2.22 亿元。实际公司 2020 年四季度经营性业绩预计达到 10 亿元。**2) 2021 年一季报：**2021Q1 公司预计实现归母净利润 8 亿元-9 亿元，同比增长 132%-161%，扣非归母净利润 7.5 亿元-8.5 亿元，同比增长 137%-169%。主要系 2021 年以来，受益于下游需求的增长，高纯晶硅供应紧张，价格行情持续上涨；同时，太阳能电池出货量较去年同期有较大幅度增长。

## ● 硅料价格持续上涨，硅料业务维持高毛利，电池业务承压

硅料 2020 年出货量达到 8.66 万吨，同比增长 35.8%；电池出货量 22.16GW，同比增长 66.2%。受益于去年四季度以来硅料价格持续增长，根据 PVinfo 报价 20Q4/21Q1 除税价格分别为 7.7/8.6 亿元/吨，预计硅料对应毛利率 48%/53%。电池片由于硅片价格上涨，成本上升导致毛利率承压。

## ● 投资建议

预计公司 2021/2022 年净利润 51/67 亿元，对应 EPS 1.20/1.57 元。

## ● 风险提示

需求及价格上涨不及预期；海外复工复产不及预期；疫情影响加重。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 37555 | 44215 | 48520 | 68260 |
| 收入同比(%)   | 36.4% | 17.7% | 9.7%  | 40.7% |
| 归属母公司净利润  | 2635  | 3608  | 5128  | 6728  |
| 净利润同比(%)  | 30.5% | 36.9% | 42.1% | 31.2% |
| 毛利率(%)    | 18.7% | 25.5% | 21.0% | 19.7% |
| ROE(%)    | 15.0% | 17.9% | 21.3% | 21.8% |
| 每股收益(元)   | 0.61  | 0.84  | 1.20  | 1.57  |
| P/E       | 21.37 | 39.22 | 27.59 | 21.03 |
| P/B       | 3.20  | 7.01  | 5.88  | 4.59  |
| EV/EBITDA | 11.36 | 15.06 | 18.66 | 14.81 |

资料来源：wind，华安证券研究所

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 会计年度            | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>    | 13743 | 9056  | 11719 | 16363 | <b>营业收入</b>     | 37555 | 44215 | 48520 | 68260 |
| 现金             | 2693  | 1353  | 2921  | 4496  | 营业成本            | 30536 | 32936 | 38324 | 54800 |
| 应收账款           | 1672  | 1832  | 2067  | 2903  | 营业税金及附加         | 123   | 133   | 146   | 211   |
| 其他应收款          | 805   | 833   | 961   | 1349  | 销售费用            | 975   | 1163  | 1286  | 1798  |
| 预付账款           | 390   | 379   | 449   | 648   | 管理费用            | 1514  | 1742  | 1902  | 2693  |
| 存货             | 2416  | 2617  | 3202  | 4463  | 财务费用            | 708   | 384   | 835   | 1163  |
| 其他流动资产         | 5767  | 2042  | 2118  | 2504  | 资产减值损失          | -5    | -124  | -70   | -78   |
| <b>非流动资产</b>   | 33078 | 41331 | 49067 | 56220 | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 440   | 608   | 788   | 987   | 投资净收益           | 118   | 236   | 408   | 562   |
| 固定资产           | 24534 | 31979 | 39056 | 46372 | <b>营业利润</b>     | 3123  | 5179  | 5998  | 7795  |
| 无形资产           | 1710  | 2127  | 2467  | 2829  | 营业外收入           | 42    | -325  | 25    | 45    |
| 其他非流动资产        | 6394  | 6617  | 6755  | 6032  | 营业外支出           | 14    | 502   | 5     | 1     |
| <b>资产总计</b>    | 46821 | 50386 | 60786 | 72583 | <b>利润总额</b>     | 3152  | 4352  | 6018  | 7839  |
| <b>流动负债</b>    | 17843 | 17454 | 23368 | 28204 | 所得税             | 469   | 652   | 788   | 1027  |
| 短期借款           | 3623  | 870   | 4598  | 275   | <b>净利润</b>      | 2682  | 3700  | 5230  | 6812  |
| 应付账款           | 3609  | 4465  | 5289  | 7337  | 少数股东损益          | 48    | 93    | 102   | 84    |
| 其他流动负债         | 10611 | 12120 | 13481 | 20592 | <b>归属母公司净利润</b> | 2635  | 3608  | 5128  | 6728  |
| <b>非流动负债</b>   | 10889 | 12144 | 11399 | 11549 | EBITDA          | 5402  | 9168  | 7456  | 8934  |
| 长期借款           | 4089  | 3765  | 3531  | 3764  | EPS (元)         | 0.61  | 0.84  | 1.20  | 1.57  |
| 其他非流动负债        | 6800  | 8379  | 7869  | 7785  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 28733 | 29598 | 34767 | 39753 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 511   | 604   | 705   | 789   |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 3883  | 3883  | 3883  | 3883  |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 5673  | 5673  | 5673  | 5673  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 8022  | 10630 | 14528 | 21256 |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权       | 17577 | 20185 | 24083 | 30811 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 46821 | 50386 | 60786 | 72583 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |        |       |       |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |        |       |       |
| 会计年度           | 2019  | 2020   | 2021E | 2022E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2357  | 15008  | 8800  | 14123 |
| 净利润            | 2635  | 3608   | 5128  | 6728  |
| 折旧摊销           | 1996  | 1979   | 1777  | 1854  |
| 财务费用           | 754   | 415    | 457   | 404   |
| 投资损失           | -118  | -236   | -408  | -562  |
| 营运资金变动         | -2962 | 6054   | 1548  | 5398  |
| 其他经营现金流        | 5651  | 742    | 3878  | 1631  |
| <b>投资活动现金流</b> | -4291 | -13092 | -9301 | -8662 |
| 资本支出           | -4137 | -13088 | -9003 | -8794 |
| 长期投资           | -61   | -168   | -180  | -199  |
| 其他投资现金流        | -93   | 164    | -118  | 331   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1441  | -2256  | 2069  | -3886 |
| 短期借款           | -1653 | -2753  | 3729  | -4323 |
| 长期借款           | 3399  | -324   | -234  | 233   |
| 普通股增加          | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -40   | 0      | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -264  | 822    | -1425 | 204   |
| <b>现金净增加额</b>  | -485  | -1340  | 1568  | 1575  |

| 主要财务比率          |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度            | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  |
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 36.4%  | 17.7%  | 9.7%   | 40.7%  |
| 营业利润            | 30.4%  | 65.8%  | 15.8%  | 29.9%  |
| 归属于母公司净利        | 30.5%  | 36.9%  | 42.1%  | 31.2%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 18.7%  | 25.5%  | 21.0%  | 19.7%  |
| 净利率 (%)         | 7.0%   | 8.2%   | 10.6%  | 9.9%   |
| ROE (%)         | 15.0%  | 17.9%  | 21.3%  | 21.8%  |
| ROIC (%)        | 9.3%   | 19.0%  | 12.7%  | 15.3%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 61.4%  | 58.7%  | 57.2%  | 54.8%  |
| 净负债比率 (%)       | 158.8% | 142.4% | 140.3% | 125.8% |
| 流动比率            | 0.77   | 0.52   | 0.50   | 0.58   |
| 速动比率            | 0.61   | 0.35   | 0.35   | 0.40   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.80   | 0.88   | 0.80   | 0.94   |
| 应收账款周转率         | 22.46  | 24.14  | 23.47  | 23.51  |
| 应付账款周转率         | 8.46   | 7.38   | 7.25   | 7.47   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.61   | 0.84   | 1.20   | 1.57   |
| 每股经营现金流         | 0.55   | 3.50   | 2.05   | 3.29   |
| 每股净资产           | 4.10   | 4.71   | 5.62   | 7.19   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 21.37  | 39.22  | 27.59  | 21.03  |
| P/B             | 3.20   | 7.01   | 5.88   | 4.59   |
| EV/EBITDA       | 11.36  | 15.06  | 18.66  | 14.81  |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 陈晓, 华安证券新能源与汽车首席分析师, 十年汽车行业从业经验, 经历整车厂及零部件供应商, 德国大众、大众中国、泰科电子。

**联系人:** 盛炜, 三年买方行业研究经验, 墨尔本大学金融硕士, 研究领域覆盖风电光伏板块。

**分析师:** 宋伟健, 五年汽车行业研究经验, 上海财经大学硕士, 研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件, 涵盖新能源车及传统车。

**联系人:** 别依田, 上海交通大学锂电博士, 获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作, 六年锂电研究经验, 覆盖锂电产业链。

**分析师:** 滕飞, 四年产业设计和券商行业研究经验, 法国 KEDGE 高商金融硕士, 电气工程与金融专业复合背景, 覆盖锂电产业链。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。