

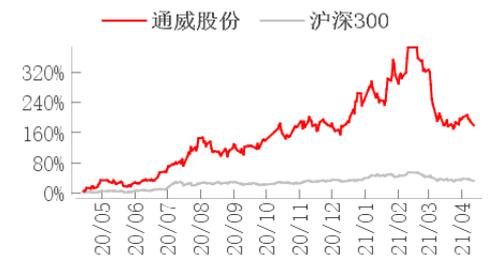
硅料景气度持续向上，HJT 电池布局有方



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月12日)	31.08元
目标价格	36.70元
52周最高价/最低价	55.5/11.26元
总股本/流通A股(万股)	450,155/428,786
A股市值(百万元)	139,908
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2021年04月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.94	-7.75	-21.02	179.06
相对表现	-7.26	-6.75	-21.79	161.97
沪深300	-1.68	-1	0.77	17.09



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 郑华航
021-63325888*6110
zhenghuahang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520100001

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩基本符合预期，四季度高增可期	2020-10-22
中报符合预期，下半年量价齐升	2020-08-11
手握成本优势不惧短期波动，坚定融资扩产龙头脱颖而出	2020-04-21

4月12日，公司发布2020年报和2021年一季报。2020年实现营业收入442亿元（同比增加17.69%），实现归母净利润36.08亿元（+36.95%）；2021Q1实现归母净利润8.47亿元（+145.99%），符合预期。同时，公司公告不超过120亿可转债预案，用于多晶硅产能扩张和15GW硅片项目。

核心观点

- **多晶硅20年量利齐升，21年持续紧缺。**2020年，公司多晶硅料出货8.66万吨（+36%），毛利率为36.78%（+11.88pct），贡献收入53亿元，实现量利齐升。多晶硅生产成本为3.87万元/吨（-11%），成本进一步优化。展望2021年，硅料全年紧缺确定性事件，最新致密料价格已达到125元/kg，相比去年低点翻倍以上。公司乐山二期、保山一期合计10万吨产能预计2021年底投产，硅料产能将超过18万吨，生产成本有望进一步下降。
- **大尺寸电池产能持续扩张，HJT布局顺利。**2020年，公司电池及组件出货22.16GW（+66.23%），实现收入155亿元（+26.31%），毛利率为14.54%（-5.7pct）。截止2020年底，公司电池产能为27.5GW，预计2021年底公司产能超过55GW，加速扩张，尺寸结构进一步优化；新技术方面，公司HJT电池目前最高效率已达到25.18%，并将建设1GW中试线，研发加码。
- **农牧业务收入大增，盈利承压，融资完善布局。**2020年，公司饲料等相关业务实现收入208.51亿（+12.14%），增速创近年新高，但毛利率为10.51%（-2.8pct），主要原因或为竞争策略和原料涨价影响，预计后续下跌空间不大。公司发布120亿可转债预案，主要用于硅料和硅片的产能扩张，合计投资约126亿。前者主要为了夯实公司世界硅王的地位，后者则是公司考虑现有环节的领先地位，适当拓展业务领域，挖掘新的利润增长点，完善产业链上下游协同。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为58.7/73.5/83.3亿元（原预测为57.2/69.9亿元，主要上调产品价格）。我们采用分部估值法，认为公司合理市值为1652亿元，对应目标价为36.70元，维持买入评级。

风险提示：光伏装机不及预期；行业竞争加剧。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	63,600	76,812	94,675
同比增长(%)	36.4%	17.7%	43.9%	20.8%	23.3%
营业利润(百万元)	3,123	4,713	7,097	8,949	10,128
同比增长(%)	30.4%	50.9%	50.6%	26.1%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,635	3,608	5,938	7,484	8,464
同比增长(%)	30.5%	36.9%	64.6%	26.0%	13.1%
每股收益(元)	0.59	0.80	1.32	1.66	1.88
毛利率(%)	18.7%	17.1%	20.6%	21.4%	20.4%
净利率(%)	7.0%	8.2%	9.3%	9.7%	8.9%
净资产收益率(%)	16.3%	15.0%	17.9%	19.0%	17.9%
市盈率	53.1	38.8	23.6	18.7	16.5
市净率	8.0	4.6	3.9	3.2	2.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：通威股份 2021 年分部业绩及估值结果

	营业收入	毛利率	净利润	P/E	分部市值
光伏业务	386	22.68%	55.8	28	1564
农牧业务	234	10.5%	3.5	25	88
合计	亿		59.4 亿		1652 亿

数据来源：Wind，东方证券研究所

光伏业务可比公司 2021 年平均估值水平为 28 倍，考虑到公司规划产能和成本控制能力，以及短期景气周期，对应 1564 亿市值；农牧业务按可比公司给予 25 倍 PE，对应 88 亿市值，合计为 1652 亿市值，对应目标价 36.70 元。

图 2：可比公司估值表（截止 2021 年 4 月 12 日）

	最新价格（元）	PE		
		2020A	2021E	2022E
海大集团	75.61	49.95	37.88	32.30
大北农	7.96	16.01	14.40	15.92
天马科技	8.06	32.24	24.42	17.52
农牧平均值			25	22
隆基股份	81.49	37.09	26.63	20.77
中环股份	28.12	78.31	34.08	24.61
阳光电源	64.33	48.25	33.19	24.75
爱旭股份	11.04	27.91	16.64	12.33
光伏平均值			28	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,693	6,264	9,014	10,886	13,445	营业收入	37,555	44,200	63,600	76,812	94,675
应收票据及应收账款	6,522	11,312	17,472	21,102	26,010	营业成本	30,536	36,648	50,477	60,400	75,383
预付账款	390	1,113	636	768	947	营业税金及附加	123	124	191	230	284
存货	2,416	2,773	4,038	4,832	6,031	营业费用	975	778	1,272	1,536	1,894
其他	1,723	4,129	4,090	4,518	5,096	管理费用及研发费用	2,515	2,844	4,198	5,185	6,343
流动资产合计	13,743	25,592	35,251	42,107	51,529	财务费用	708	676	566	712	843
长期股权投资	440	478	400	450	500	资产减值损失	48	293	150	150	150
固定资产	24,531	29,819	36,996	42,719	50,628	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
在建工程	3,538	2,933	933	530	452	投资净收益	118	1,569	150	150	150
无形资产	1,710	1,664	1,715	1,720	1,714	其他	354	302	200	200	200
其他	2,859	3,767	1,617	1,587	1,557	营业利润	3,123	4,713	7,097	8,949	10,128
非流动资产合计	33,078	38,660	41,661	47,007	54,851	营业外收入	42	37	20	30	40
资产总计	46,821	64,252	76,912	89,113	106,380	营业外支出	14	476	40	60	80
短期借款	3,623	2,349	6,483	4,297	3,000	利润总额	3,152	4,274	7,077	8,919	10,088
应付票据及应付账款	8,904	13,329	15,143	18,120	22,615	所得税	469	559	955	1,204	1,362
其他	5,317	6,702	6,568	7,063	7,965	净利润	2,682	3,715	6,122	7,715	8,726
流动负债合计	17,843	22,381	28,193	29,480	33,580	少数股东损益	48	107	184	231	262
长期借款	4,089	6,297	8,897	12,097	16,537	归属于母公司净利润	2,635	3,608	5,938	7,484	8,464
应付债券	4,212	410	410	410	410	每股收益(元)	0.59	0.80	1.32	1.66	1.88
其他	2,588	3,621	2,526	2,526	2,526						
非流动负债合计	10,889	10,327	11,832	15,032	19,472	主要财务比率					
负债合计	28,733	32,708	40,026	44,512	53,053		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	511	1,003	1,186	1,418	1,679	成长能力					
股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502	营业收入	36.4%	17.7%	43.9%	20.8%	23.3%
资本公积	5,673	16,106	16,106	16,106	16,106	营业利润	30.4%	50.9%	50.6%	26.1%	13.2%
留存收益	7,181	9,992	15,092	22,576	31,040	归属于母公司净利润	30.5%	36.9%	64.6%	26.0%	13.1%
其他	840	(58)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	18,088	31,544	36,886	44,601	53,327	毛利率	18.7%	17.1%	20.6%	21.4%	20.4%
负债和股东权益总计	46,821	64,252	76,912	89,113	106,380	净利率	7.0%	8.2%	9.3%	9.7%	8.9%
						ROE	16.3%	15.0%	17.9%	19.0%	17.9%
						ROIC	12.1%	12.6%	13.7%	14.5%	14.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.4%	50.9%	52.0%	50.0%	49.9%
净利润	2,682	3,715	6,122	7,715	8,726	净负债率	57.4%	16.9%	20.3%	14.4%	13.1%
折旧摊销	1,830	1,889	2,209	2,736	3,349	流动比率	0.77	1.14	1.25	1.43	1.53
财务费用	708	676	566	712	843	速动比率	0.63	1.02	1.11	1.26	1.35
投资损失	(118)	(1,569)	(150)	(150)	(150)	营运能力					
营运资金变动	(4,594)	(2,267)	(3,407)	(1,313)	(1,468)	应收账款周转率	26.5	32.2	35.2	27.4	27.6
其它	1,850	580	196	0	0	存货周转率	15.2	14.1	14.8	13.6	13.9
经营活动现金流	2,357	3,025	5,535	9,700	11,299	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
资本支出	(5,093)	(6,840)	(6,523)	(8,031)	(11,143)	每股指标(元)					
长期投资	(23)	(34)	81	(50)	(50)	每股收益	0.59	0.80	1.32	1.66	1.88
其他	825	2,133	150	150	150	每股经营现金流	0.61	0.67	1.23	2.15	2.51
投资活动现金流	(4,291)	(4,740)	(6,292)	(7,931)	(11,043)	每股净资产	3.90	6.78	7.93	9.59	11.47
债权融资	5,705	367	776	3,002	4,443	估值比率					
股权融资	(40)	11,052	0	0	0	市盈率	53.1	38.8	23.6	18.7	16.5
其他	(4,224)	(5,624)	2,731	(2,898)	(2,140)	市净率	8.0	4.6	3.9	3.2	2.7
筹资活动现金流	1,441	5,795	3,507	104	2,303	EV/EBITDA	25.2	19.6	14.5	11.5	10.0
汇率变动影响	7	(37)	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.3	26.5	18.6	14.8	13.0
现金净增加额	(485)	4,043	2,749	1,873	2,559						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn