增持 ——维持

日期：2021 年 04 月 14 日

行业：电气设备和新能源

分析师： 孙克遥

Tel： 021-53686135

E-mail： sunkeyao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据（2021 年 04 月 12 日）

报告日股价（元）	31.08
12mth A 股价格区间（元）	11.22-55.50
总股本（百万股）	4501.55
无限售 A 股/总股本	95.25%
流通市值（百万元）	133266.55
每股净资产（元）	6.93

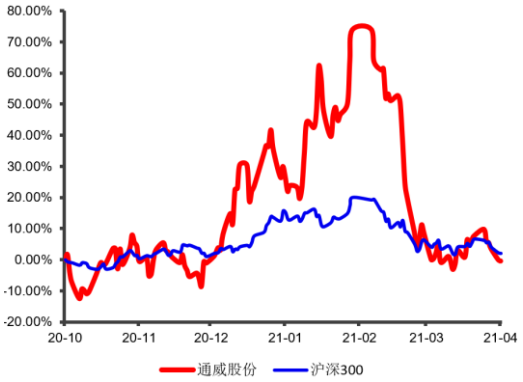
主要股东（2021Q1）

通威集团有限公司	44.39%

收入结构（2020A）

饲料	44.17%
太阳能电池及组件	35.07%
多晶硅及化工	14.80%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：

首次报告日期：

相关报告：

硅料大幅增厚业绩，电池片盈利有望改善

--20 年年报及 21 年一季报点评

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报。2020年全年公司实现营业收入442亿元，同比增长17.69%；实现归母净利润36.08亿元，同比增长36.95%；扣非后净利润24.09亿元，同比增长4.06%。全年经营性现金流30.25亿元，同比增长28.31%。公司拟每10股派发现金股利2.41元。

公司发布2021年一季报。2021Q1公司营业收入106.18亿元，同比增长35.69%，归母净利润8.47亿元，同比增长145.99%。21Q1经营性现金流16.85亿元，同比增长288.22%。

■ 事项点评

盈利能力拐点向上，计提减值拖累 20Q4 业绩

20Q4 公司营业收入 125.22 亿元，同比增 31%，环比减 3%；Q4 公司毛利率 18.37%，环比 20Q4 增 1.56 个百分点，弱剔除运费科目的调整，Q4 毛利率在 19%左右。21Q1 公司毛利率 20.75%，同比提升 3.78 个百分点，环比提升 2.38 个百分点，主要系公司硅料业务盈利水平大幅提高所致。20Q4 公司净利润同环比下滑，主要系公司 Q4 集中计提资产价值 2.66 亿元，全年累计计提减值 2.93 亿元。主要系光伏电站追加取得补贴可能性较小，出于谨慎计提减值。

硅料盈利水平大幅提升，供需偏紧格局有望持续

2020 年，公司全年硅料销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%，全年销售单吨均价约 6.9-7 万元/吨。公司晶硅业务毛利率 36.78%，同比增加 6.3 个百分点，在上半年价格低位及 Q3 洪水冲击的影响下逆势上涨，主要得益于公司精细化管理深入，生产成本持续改善。2020 年公司乐山一期和包头一期新产能的平均生产成本下降至 3.63 万元/吨，完全成本约 4.27 万元/吨。2020 年公司新项目启动建设，预计乐山二期、保山一期合计 10 万吨产能将于 21 年底前投产，22H1 逐步达产，届时公司将形成超过 18 万吨的高纯晶硅产能，包头二期 5 万吨项目预计 2022 年建成投产。随着技术工艺持续完善、产能规模扩大，公司在建项目达产后，成本水平将进一步优化。硅业分会数据显示最新硅料成交均价已近 13.5 万元/吨，新签订单普遍在 14 万元/吨以上，硅料环节盈利丰厚。2021 年-2022 年上半年行业新增有效产能较少，硅料价格有望维持高位。

电池片盈利底部望回暖，新技术持续开拓

2020 年公司电池及组件业务保持满产满销，全年产量 22.59GW，出货 22.16GW，同比增长 66.23%，其中 Q4 出货 8.65GW，环比提升

50%。全年出货量继续位居全球第一。20 年公司单晶电池毛利率 16.78%，业务整体毛利率 14.54%，同比下滑 5.67 个百分点，全年平均单瓦净利约 7 分，环比 Q3 下滑近 30%，主要系上游原材料及相关辅材价格上升所致。截至 2020 年末，公司电池片产能规模达 27.5GW，非硅成本已降至 0.2 元/W 以内，领先行业平均水平。公司启动了眉山二期、金堂一期项目，与天合合作的大尺寸项目也相继启动，预计 2021 年公司将形成 55GW 电池片产能，其中 166 及以上大尺寸占比超 90%。电池片当前盈利已经筑底，行业平均开工率下调库存水平稳定，公司在产品品质、成本及原料保障方面优势显著，21Q1 依旧满产满销。随着大尺寸产能的逐步落地及产业链价格博弈的逐步平衡，电池片环节盈利有望回暖。同时，公司继续加大对电池新技术的跟踪和研发投入，目前 HJT 电池最高转换效率已达到 25.18%，公司还将建设 1GW HJT 中试线，进一步完善设备选型、优化工艺技术、提升产品性价比。

可转债募集 120 亿，保障产能扩张

公司拟发行总额不超过 120 亿元的可转债，募集资金主要讲用于乐山及包头二期硅料项目、与天合合作的 15GW 单晶拉棒切方项目以及补充流动资金。公司遵循 2020-2023 年发展规划，目标于 2023 年实现 22-29 万吨的硅料产能目标，实现 80-100GW 的光伏电池片产能目标。公司再融资持续推进，保障产能扩张节奏以及合理的资产负债水平，紧抓行业发展红利。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2021年、2022年和2023年营业收入分别为619亿元、755.13亿元和903.46亿元，增速分别为40.04%、21.99%和19.64%；归母净利润分别为62.82亿元、81.32亿元和91.30亿元，增速分别为74.11%、29.45%和12.27%；全面摊薄每股EPS分别为1.4元、1.81元和2.03元，对应PE为22.27倍、17.20倍和15.32倍。**未来六个月，我们维持公司“增持”评级。**

■ 风险提示

全球光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，硅料和电池片价格不及预期、公司产能爬坡及技术进步不及预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	44200.27	61900.19	75513.18	90346.39
增长率(%)	17.69%	40.04%	21.99%	19.64%
归属母公司股东净利润	3607.92	6281.81	8132.11	9129.86
增长率(%)	36.95%	74.11%	29.45%	12.27%
每股收益(元)	0.80	1.40	1.81	2.03
市盈率(X)	38.78	22.27	17.20	15.32

数据来源：Wind 上海证券研究所 （2021 年 04 月 12 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	21677	28598	36073
应收和预付款项	2714	3920	4643	5654
存货	2773	3663	4432	5375
其他流动资产	12309	13067	13660	14326
长期股权投资	478	576	674	772
投资性房地产	103	103	103	103
固定资产和在建工程	32828	41353	46775	51895
无形资产和开发支出	1664	1799	1843	1933
商誉	636	636	636	636
其他非流动资产	5535	6271	4906	4605
资产总计	64252	91530	106362	122042
短期借款	2349	0	0	0
应付和预收款项	13364	15131	18897	23653
长期借款	6297	7297	10100	12001
其他负债	3309	3309	3309	3309
负债合计	32708	46772	54290	62371
股本	4502	4573	4573	4573
资本公积	16106	22052	22052	22052
留存收益	9066	15164	21057	27067
归属母公司股东权益	30541	43599	50713	58092
少数股东权益	1003	1189	1429	1700
股东权益合计	31544	44787	52142	59791
负债和股东权益合计	64252	91530	106362	122042

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	3025	9874	14560	17056
投资活动产生现金流量	-4740	-8422	-6788	-7392
融资活动产生现金流量	5795	13961	-852	-2189
现金流量净额	4043	15413	6920	7475

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	44200	61900	75513	90346
营业成本	36648	48414	58576	71040
营业税金及附加	124	188	221	269
营业费用	778	1176	1405	1680
管理费用	1809	2533	3090	3697
财务费用	676	82	62	-25
研发费用	1035	1826	2175	2485
资产减值损失	-268	-123	-154	-195
投资收益	1569	62	113	136
其他收益	304	310	378	452
营业利润	4713	7461	9652	10834
营业外收支净额	-439	-19	-19	-19
利润总额	4274	7441	9633	10815
所得税	559	973	1260	1415
净利润	3715	6468	8373	9400
少数股东损益	107	186	241	270
归属母公司股东净利润	3608	6282	8132	9130
财务比率分析	44200	61900	75513	90346

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.09%	21.79%	22.43%	21.37%
EBIT/销售收入	28.38	14.57	11.13	9.50
销售净利率	8.40%	10.45%	11.09%	10.40%
ROE	11.81%	14.41%	16.04%	15.72%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.14	1.87	1.88	1.83
速动比率	0.93	1.61	1.61	1.57
总资产周转率	0.69	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	41.33	3.43	4.75	4.34
存货周转率	13.22	13.22	13.22	13.22

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

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沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

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沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

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。