

量利齐升，持续加码硅料产能布局

2022 年 03 月 18 日

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报，公司全年实现营收 108.32 亿元，同比增长 132.23%，归母净利润 57.24 亿元，同比增长 448.56%；其中，2021Q4 单季度实现营收 25.27 亿元，同比增长 51.52%，归母净利润 12.51 亿元，同比增长 128.95%，拟每 10 股派 6 元。业绩符合预期，主要受益于硅料市场供应紧缺，公司实现量利齐升。Q4 单季度业绩环比下降主要系 12 月下游硅片厂商库存调整、采购意愿降低导致，随着 2022 年光伏需求持续向好，根据公司公告，公司预计 22Q1 实现多晶硅料销售 3.7-3.8 万吨，同比增长 72.33%-76.98%。

➤ **2021 年硅料供不应求导致价格大幅上涨，公司实现量利齐升。**2021 年整体光伏市场需求持续增长，下游单晶硅片企业扩产提速、对高品质多晶硅需求增长明显，供不应求使得价格持续上涨。量：2021 年公司现有产线实现满负荷生产，多晶硅产量 8.66 万吨，同比+12.03%，占国内多晶硅产量的 17.75%，产量位于行业一梯队，实现销量 7.54 万吨，同比+0.7%。利：2021 年公司多晶硅毛利率高达 65.65%，同比增长 32.38Pcts，预计单吨净利 7.55 万元/吨，同比增长超 4 倍，其中 Q4 单吨净利达 10.7 万元/吨，目前，根据硅业分会数据，22Q1 硅料价格仍位于高位，预计公司今年单吨净利仍将维持较高水平。

➤ **加大力度布局硅料产业，产品结构持续优化。**目前，公司 4B 项目 3.5 万吨爬坡顺利，进度超市场预期，截至一季度末公司实际产能已达 12-13 万吨。2021 年底，公司与包头市政府签订合作框架，拟投资 332.5 亿元建设 30 万吨/年高纯工业硅项目+20 万吨/年有机硅项目+20 万吨/年高纯多晶硅项目+2.1 万吨/年半导体多晶硅项目。其中一期项目“10 万吨/年高纯多晶硅+1000 吨/年半导体多晶硅”有望于 2022 年 3 月开工建设，2023 年 Q2 建成投产。项目达成后，预计公司将具备 30 万吨工业硅、32 万吨光伏多晶硅、20 万吨有机硅和 2.1 万吨半导体硅产能。公司在持续加码光伏硅的同时，拓展布局工业硅、有机硅及半导体硅等领域，丰富产品结构，打造多元硅材料平台，有望提升盈利水平，稳固硅料行业领先地位。

➤ **研发持续投入，N 型料有望放量。**公司在研发方面持续投入，2021 年投入达 3.75 亿元，同比+690%，主要是用于 N 型料的研发投入。目前公司品质更高的 N 型料已经实现批量供给，并获得下游主流客户的验证通过。预计随着新一代 N 型电池片崛起，公司有望深度收益。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 208/170/194 亿元，归母净利润分别为 116/86/84 亿元，对应 PE 倍数 10x/13x/14x。公司是光伏硅料领先企业，目前估值仍处于低位，有望受益光伏行业高景气和硅料环节的高毛利，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**光伏装机需求不及预期，多晶硅价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10832	20759	17047	19398
增长率 (%)	132.2	91.6	-17.9	13.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5724	11643	8635	8386
增长率 (%)	448.6	103.4	-25.8	-2.9
每股收益 (元)	2.97	6.05	4.49	4.36
PE	20	10	13	14
PB	6.9	4.5	3.5	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

59.33 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理：叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：021-60876734

邮箱：yetianlin@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10832	20759	17047	19398
营业成本	3720	6635	6566	9206
营业税金及附加	98	187	153	175
销售费用	4	8	7	8
管理费用	105	181	163	194
研发费用	42	73	68	68
EBIT	6874	13676	10090	9748
财务费用	155	-37	-78	-114
资产减值损失	0	-20	-15	-10
投资收益	10	10	9	10
营业利润	6744	13720	10175	9878
营业外收支	-16	-21	-16	-11
利润总额	6728	13699	10159	9867
所得税	1004	2055	1524	1480
净利润	5723	11644	8635	8387
归属于母公司净利润	5724	11643	8635	8386
EBITDA	7376	14331	10836	10581

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4586	13421	21178	29483
应收账款及票据	3039	5119	4250	4852
预付款项	21	66	66	92
存货	2124	3252	2863	3521
其他流动资产	2578	1946	1944	1945
流动资产合计	12348	23804	30300	39893
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	6136	7187	8025	8691
无形资产	257	257	257	257
非流动资产合计	10124	10768	11322	11789
资产合计	22472	34573	41623	51682
短期借款	185	100	150	150
应付账款及票据	1451	2545	2518	3531
其他流动负债	3478	5925	5716	7825
流动负债合计	5114	8569	8384	11506
长期借款	0	0	100	150
其他长期负债	890	890	890	890
非流动负债合计	890	890	990	1040
负债合计	6004	9460	9374	12547
股本	1925	1925	1925	1925
少数股东权益	3	4	5	6
股东权益合计	16469	25113	32248	39135
负债和股东权益合计	22472	34573	41623	51682

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	132.23	91.65	-17.88	13.79
EBIT 增长率	385.94	98.96	-26.22	-3.39
净利润增长率	448.56	103.41	-25.84	-2.88
盈利能力 (%)				
毛利率	65.65	68.04	61.49	52.54
净利润率	52.84	56.09	50.66	43.24
总资产收益率 ROA	25.47	33.68	20.74	16.23
净资产收益率 ROE	34.76	46.37	26.78	21.43
偿债能力				
流动比率	2.41	2.78	3.61	3.47
速动比率	2.00	2.39	3.26	3.15
现金比率	0.90	1.57	2.53	2.56
资产负债率 (%)	26.72	27.36	22.52	24.28
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	1.00	1.30
存货周转天数	208.40	180.00	160.00	140.00
总资产周转率	0.48	0.60	0.41	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	6.05	4.49	4.36
每股净资产	8.55	13.04	16.75	20.33
每股经营现金流	1.37	6.88	5.41	5.75
每股股利	0.60	1.56	0.78	0.78
估值分析				
PE	20	10	13	14
PB	6.9	4.5	3.5	2.9
EV/EBITDA	14.89	7.04	8.61	8.04
股息收益率 (%)	1.01	2.63	1.31	1.31

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5723	11644	8635	8387
折旧和摊销	502	656	746	833
营运资金变动	-3670	900	1010	1825
经营活动现金流	2644	13237	10422	11069
资本开支	-1897	-1321	-1316	-1311
投资	-1700	0	0	0
投资活动现金流	-3586	-1310	-1307	-1301
股权募资	6104	0	0	0
债务募资	-1264	-85	150	50
筹资活动现金流	5105	-3092	-1359	-1463
现金净流量	4162	8835	7757	8305

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001