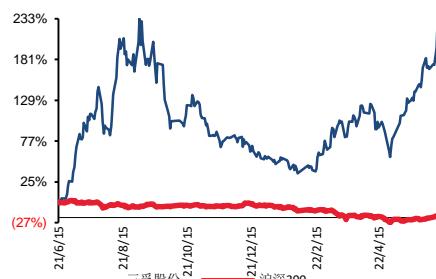




基础化工 农化制品

## 乘三氯氢硅景气东风，行业龙头产能扩建脚步加快

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	273/273
总市值/流通(百万元)	14,791/14,791
12个月最高/最低(元)	77.89/23.07

相关研究报告:

证券分析师: 于庭泽

E-MAIL: yutz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080002

**事件:**公司发布《年产 7.22 万吨三氯氢硅扩建项目可行性研究报告》，宣布在现有三氯氢硅产能的基础上进行扩建，其中三氯氢硅 7.22 万吨/年，四氯化硅 2.88 万吨/年，项目建设期半年，投产 2 个月后，装置负荷达到 50%，投产 4 个月后，装置负荷达到 100%。

#### 点评:

**产能扩建脚步加快，行业龙头地位稳固。**公司主营为“两硅两钾”产品。现有三氯氢硅产能 6.5 万吨/年、高纯四氯化硅 3 万吨/年、氢氧化钾 5.6 万吨/年、硫酸钾 10 万吨/年；年底项目建成后，公司三氯氢硅产能将超过 13 万吨，一跃成为国内最大的三氯氢硅生产企业，行业龙头地位将进一步稳固。

**三氯氢硅、四氯化硅高景气，产能释放后营收有望进一步提升。**2021 年，受下游需求增长驱动，主营产品大幅提高，公司三氯氢硅全年营收 5.30 亿元 (+121.6%)，销量 5.95 万吨 (-2.4%)，均价 8905 元/吨 (+127.1%)；高纯四氯化硅全年营收 1.70 亿元 (+219.0%)，销量 1.66 万吨 (+82.6%)，均价 10245 元/吨 (+74.7%)。扩建项目投产后，公司三氯氢硅、四氯化硅产销量将大幅提高，营收有望进一步提升。

**光伏产业发展迅速，带动三氯氢硅价格不断上涨。**随着光伏产业的持续回暖，多晶硅及硅片行业需求量继续加大，产能释放脚步加快，作为生产多晶硅的重要原材料，三氯氢硅的需求也不断增加，价格大幅上涨，根据百川盈孚数据，光伏级三氯氢硅自 3 月份以来从 18000 元/吨上涨至 27000 元/吨，涨幅明显。根据上海有色网统计数据，今明两年国内多晶硅新投产能将达到 100 万吨，对于光伏及三氯氢硅新增需求将超过 20 万吨，由于光伏级三氯氢硅工艺要求较高，产能释放缓慢，预计今明两年三氯氢硅供需依旧紧平衡甚至紧缺，行业有望持续维持高景气度。

**首次覆盖给予“买入”评级。**公司大力发展循环经济，深耕“两硅两钾”，随着新产能投放，跻身国内三氯氢硅龙头企业，当前时点下游多晶硅新增产能密集投放，公司有望充分受益行业高景气；电子特气项目、硅烷偶联剂等新建项目也陆续进入正式生产阶段，产品矩阵进一步完善。我们预计公司 22-24 年实现归母净利润 6.19 亿/7.50 亿/9.42 亿，EPS2.26/2.75/3.45 元，对应 PE23.9/19.7/15.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**多晶硅需求低于预期、项目推进不达预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1598.9	2561.4	3470.7	4529.2
(+/-%)	58.9%	60.2%	35.5%	30.5%
净利润(百万元)	335.7	618.8	750.3	942.4
(+/-%)	244.8%	84.4%	21.2%	25.6%
摊薄每股收益(元)	1.72	2.26	2.75	3.45
市盈率(PE)	31.5	23.9	19.7	15.7

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	202.9	213.4	309.0	520.4	937.0	营业收入	1006.3	1598.9	2561.4	3470.7	4529.2
应收和预付款项	47.5	119.2	160.9	222.1	291.6	营业成本	795.4	1057.8	1575.3	2238.6	2966.6
存货	60.7	144.9	204.4	290.5	385.0	营业税金及附加	10.9	17.6	28.2	38.2	49.8
其他流动资产	255.6	124.7	199.8	270.8	353.4	销售费用	11.2	14.3	25.6	34.7	45.3
流动资产合计	749.1	1017.7	1508.3	2144.6	3048.4	管理费用	40.1	51.2	89.6	121.5	158.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	-2.4	-0.1	10.7	11.0	9.7
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-0.5	-1.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	288.3	508.7	641.3	854.8	1042.8	投资收益	6.46	6.34	6.50	6.50	6.50
在建工程	294.6	602.2	602.2	602.2	602.2	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	132.3	137.3	373.6	586.2	777.6	营业利润	113.9	392.5	725.9	880.6	1106.5
长期待摊费用	1.9	1.2	1.0	0.8	0.6	其他非经营损益	1.1	-2.4	1.0	1.0	1.0
其他非流动资产	60.4	39.8	39.8	39.8	39.8	利润总额	113.9	392.5	725.9	880.6	1106.5
资产总计	1528.0	2321.7	3180.9	4243.2	5526.1	所得税	18.3	55.1	108.1	131.3	165.2
短期借款	0.0	27.3	30.0	30.0	30.0	净利润	96.7	334.9	618.8	750.3	942.4
应付和预收款项	87.2	196.6	292.8	416.0	551.3	少数股东损益	-0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0
长期借款	70.1	148.5	168.5	188.5	208.5	归母股东净利润	97.4	335.7	618.8	750.3	942.4
其他负债	38.6	50.9	50.9	50.9	50.9						
负债合计	281.4	737.8	997.7	1309.8	1650.3						
股本	150.2	195.2	273.3	273.3	273.3						
资本公积	388.4	387.9	387.9	387.9	387.9						
留存收益	689.3	972.1	1493.3	2243.6	3185.9						
归母公司股东权益	1227.8	1555.1	2154.4	2904.7	3847.1						
少数股东权益	18.9	28.7	28.7	28.7	28.7						
股东权益合计	1246.7	1583.9	2183.2	2933.5	3875.8						
负债和股东权益	1528.0	2321.7	3180.9	4243.2	5526.1						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	180.1	254.5	537.1	745.9	949.8	毛利率	21.0%	33.8%	38.5%	35.5%	34.5%
投资性现金流	(276.2)	(278.2)	(443.5)	(543.5)	(543.5)	销售净利率	9.7%	21.0%	24.2%	21.6%	20.8%
融资性现金流	50.8	17.6	1.9	9.0	10.3	销售收入增长率	-13.0%	58.9%	60.2%	35.5%	30.5%
现金增加额	(45.4)	(6.0)	95.5	211.4	416.6	EBIT 增长率	-5.7%	251.8%	87.7%	21.0%	25.2%
						净利润增长率	-9.6%	244.8%	84.4%	21.2%	25.6%
						ROE	7.9%	21.6%	28.7%	25.8%	24.5%
						ROA	6.4%	14.5%	19.5%	17.7%	17.1%
						ROIC	7.0%	18.9%	26.0%	23.8%	22.9%
						EPS (X)	0.6	1.72	2.26	2.75	3.45
						PE (X)	83.5	31.5	23.9	19.7	15.7
						PB (X)	6.6	6.8	6.9	5.1	3.8
						PS (X)	8.1	6.6	5.8	4.3	3.3
						EV/EBITDA (X)	54.6	18.5	10.1	8.1	6.4

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： [kefu@tpyzq.com](mailto:kefu@tpyzq.com)

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。