

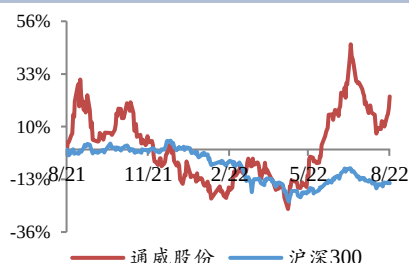
硅料量价齐升，电池片新技术投产在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价(元) 57.17
近12个月最高/最低(元) 67.75/34.45
总股本(百万股) 4,502
流通股本(百万股) 4,502
流通股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 2,574
流通市值(亿元) 2,574

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 1.公司1-2月经营数据亮眼，硅料仍是紧缺环节 2022-03-10
- 2.硅料业务保持高盈利，电池片盈利有望触底回升 2021-10-26

主要观点：

● 事件

公司2022H1实现营业收入603.39亿元，同比增长127.16%，归母净利润122.24亿元，同比增长312.17%。其中2022Q2公司实现营业收入356.54亿元，同比增长123.61%，归母净利润70.29亿元，同比增长231.83%，创历史最高单季利润额。

● 硅料：产能有序落地，享受量价齐升

上半年公司乐山二期（5万吨）、保山一期（5万吨）产能陆续释放，公司实现高纯晶硅产量10.73万吨，同比增长112.15%，产能利用率达到119.28%，预计22年出货可达27万吨以上。伴随国内外新能源政策支持进一步加码、二季度以来部分厂家检修停产以及产业链下游硅片环节持续扩产的大背景，我们认为硅料价格在2022H2-2023H1有望持续保持在相对较高位置。公司将充分享受硅料高价红利，下半年业绩依旧值得期待。

● 电池片：盈利改善，N型电池年内量产落地，值得期待

公司上半年电池片出货量达21.79GW，同比增长54.55%，盈利情况同比改善，单瓦盈利提升至0.03-0.05元。伴随下半年金堂二期8GW、眉山三期8.5GW陆续投产，预计年底公司产能规模将超过70GW，出货量达45GW。公司积极布局电池新技术，8.5GW Topcon 电池产线预计将于2022年底建成投产，平均转换效率达24.7%。HJT电池最高研发效率以达到25.67%，替代银的金属化技术取得阶段性突破。

● 公司产能持续扩张，一体化成本优势布局组件

8月17日晚，公司公告拟建设包头三期、保山二期各20万吨硅料产能，预计2024年投产；乐山三期12万吨项目预计2023年下半年投产；预计公司硅料产能23年/24年底达到35万吨/75万吨。眉山32GW高效晶硅电池项目一期16GW预计将于2023年投产，届时公司电池产能将达到86GW。凭借硅料与电池片龙头地位带来的成本优势，公司也积极纵向布局组件业务，有望打开新的业务增长极。

● 投资建议

基于硅料的高价位将超预期，我们上调公司22-24年归母净利润为240/204/156亿元，对应PE 11x/13x/17x。维持“买入”评级。

● 风险提示

国内外新能源政策不及预期，硅料环节持续扩产行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63,491	120,966	131,514	141,692
收入同比 (%)	43.6%	90.5%	8.7%	7.7%
归属母公司净利润	8,208	23,991	20,423	15,578
净利润同比 (%)	127.5%	192.3%	-14.9%	-23.7%
毛利率 (%)	27.7%	39.2%	31.7%	25.2%
ROE (%)	21.9%	41.8%	26.9%	17.3%
每股收益 (元)	1.82	5.33	4.54	3.46
P/E	24.66	10.73	12.60	16.52
P/B	5.40	4.48	3.39	2.86
EV/EBITDA	14.66	6.73	7.92	9.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,749	53,689	55,293	75,151	营业收入	63,491	120,966	131,514	141,692
现金	3,002	9,729	10,788	21,907	营业成本	45,918	73,592	89,822	106,051
应收账款	2,916	4,677	3,578	5,315	营业税金及附加	276	556	588	643
其他应收款	612	2,073	846	2,299	销售费用	919	2,419	3,288	3,542
预付账款	1,607	2,575	3,143	3,710	管理费用	2,948	6,048	6,050	6,518
存货	5,683	7,869	8,672	10,858	财务费用	637	398	93	(18)
其他流动资产	14,930	26,766	28,268	31,061	资产减值损失	(129)	88	238	163
非流动资产	59,501	70,486	85,114	97,234	公允价值变动收益	6	-	-	-
长期投资	456	464	457	457	投资净收益	43	81	88	95
固定资产	37,299	44,982	53,488	61,404	营业利润	10,834	34,423	27,979	20,882
无形资产	2,411	2,761	3,310	3,760	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	19,335	22,279	27,860	31,613	营业外支出	464	500	100	100
资产总计	88,250	124,175	140,408	172,385	利润总额	10,390	33,943	27,899	20,802
流动负债	28,360	46,330	45,087	61,061	所得税	1,648	5,382	4,424	3,299
短期借款	1,375	1,175	975	775	净利润	8,742	28,561	23,475	17,504
应付账款	8,151	11,191	12,417	15,456	少数股东损益	534	4,570	3,052	1,925
其他流动负债	18,833	33,964	31,695	44,829	归属母公司净利润	8,208	23,991	20,423	15,578
非流动负债	18,234	11,734	7,734	7,734	EBITDA	14,839	38,491	32,044	25,381
长期借款	11,441	7,441	3,441	3,441	EPS (元)	2	5	5	3
其他非流动负债	6,793	4,293	4,293	4,293					
负债合计	46,593	58,063	52,821	68,794					
少数股东权益	4,154	8,724	11,775	13,701					
股本	4,502	4,502	4,502	4,502					
资本公积	16,108	16,108	16,108	16,108					
留存收益	16,893	36,779	55,202	69,280					
归属母公司股东权益	37,503	57,388	75,811	89,889					
负债和股东权益	88,250	124,175	140,408	172,385					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,618	33,125	26,227	29,733	成长能力				
净利润	8,742	28,561	23,475	17,504	营业收入	43.6%	90.5%	8.7%	7.7%
折旧摊销	3,252	3,689	4,137	4,600	营业利润	129.9%	217.7%	-18.7%	-25.4%
财务费用	705	458	288	198	归属于母公司净利	127.5%	192.3%	-14.9%	-23.7%
投资损失	(43)	(81)	(88)	(95)	获利能力				
营运资金变动	(5,894)	(43)	(1,588)	7,435	毛利率 (%)	27.7%	39.2%	31.7%	25.2%
其他经营现金流	15,492	29,145	25,067	10,160	净利率 (%)	12.9%	19.8%	15.5%	11.0%
投资活动现金流	(13,591)	(15,135)	(18,681)	(16,716)	ROE (%)	21.9%	41.8%	26.9%	17.3%
资本支出	(13,851)	(15,137)	(18,700)	(16,737)	ROIC (%)	16.3%	37.7%	24.7%	15.8%
长期投资	177	(79)	(69)	(74)	偿债能力				
其他投资现金流	84	81	88	95	资产负债率 (%)	52.8%	46.8%	37.6%	39.9%
筹资活动现金流	2,902	(11,263)	(6,488)	(1,898)	净负债比率 (%)	111.9%	87.8%	60.3%	66.4%
短期借款	(974)	(200)	(200)	(200)	流动比率	1.01	1.16	1.23	1.23
长期借款	5,144	(4,000)	(4,000)	-	速动比率	0.69	0.88	0.90	0.95
普通股增加	-	-	-	-	营运能力				
资本公积增加	2	-	-	-	总资产周转率	0.83	1.14	0.99	0.91
其他筹资现金流	(1,271)	(7,063)	(2,288)	(1,698)	应收账款周转率	31.87	31.87	31.87	31.87
现金净增加额	(3,083)	6,727	1,059	11,119	应付账款周转率	7.61	7.61	7.61	7.61

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。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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 15%；
- 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。