

评级： 买入

核心观点

王帅

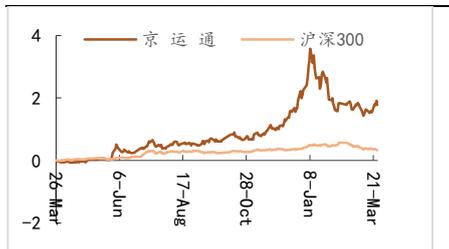
首席分析师

SAC 执证编号：S0110520090004

wangshuai@sczq.com.cn

电话：86-10-5651 1892

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	8.82
一年内最高/最低价(元)	14.51/2.92
市盈率(当前)	48.39
市净率(当前)	2.32
总股本(亿股)	24.15
总市值(亿元)	212.97

资料来源：聚源数据

相关研究

.
. .
.

- **事件：**公司实现营业收入 40.56 亿元，同比增长 97.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.40 亿元，同比增长 67.09%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.21 亿元，实现基本每股收益 0.22 元，业绩符合预期。
- **业绩大幅增长，毛利率水平仍有提升空间。**2020 年，受益于光伏行业快速发展、公司大尺寸单晶炉的研发成功和大尺寸硅片产能的投产，公司业绩实现较快增长，实现营业收入 40.56 亿元，同比增长 95.17%。公司整体毛利率水平为 32.58%，同比有所下降。公司硅片环节毛利率水平为 16.66%，低于同行平均水平，其主要原因是 2020 年上半年乌海新材料产业园硅片项目处于产能爬坡阶段，2020 年下半年产能逐步提升后，该业务毛利率水平已提升至正常水平，未来随着公司硅片生产精细化管理水平的提升，毛利率有望进一步提升。
- **受益于行业单晶技术渗透率提升，公司单晶硅炉出货量快速增加。**2020 年光伏行业下游需求旺盛，全球装机量超 130GW。高景气需求下各大硅片厂家纷纷扩产，全球硅片产能由 2019 年的 185GW 提升至 2020 年 280GW，同比增长 51%，单晶渗透率进一步提高，单晶市场占有率由 2019 年的 65% 提升至 2020 年的 85%。公司的单晶炉产品水平行业领先，在下游旺盛需求下，2020 年公司单晶硅炉销售量达 472 台，销售量同比增长 1,866.67%。公司高端装备业务实现营业收入 61,203.22 万元，较去年同期大幅增长 1,860.31%。
- **纵向拓展产业链，加速大尺寸硅片布局。**公司业务涵盖高端装备、新材料、新能源发电和节能环保四大产业。在光伏产业链上，除了上游装备和下游组件外，近年来公司开始加速硅片环节布局，2020 年公司硅片产能约 7GW，硅片出货量 10.16 亿片，同比增长 135%，公司新材料业务实现营业收入 18.14 亿元，较去年同期大幅增长 216.01%。2021 年，公司将重点推动乐山一期 12GW 拉棒切方项目和乌海 10GW 高效单晶硅棒项目，大尺寸电池的提前布局和先进产能的投建，使公司继续保持产品在市场端的竞争力，推动光伏组件进入高功率时代。
- **自主研发，紧抓行业技术迭代机遇。**“大尺寸”硅片提效降本已成行业共识。大尺寸高功率组件的使用能够大幅降低下游支架、线缆、逆变器使用量，从而有效降低光伏发电度电成本。预计 2021 年，大尺寸硅片的市场占有率将会呈现爆发式增长，硅片大尺寸趋势将进一步强化。2020 年，公司自主研发出了 JD-1600 炉和金刚线切片产品，适用于生产 12 英寸硅棒和 210 硅片等产品，同时将产业链向硅片制造环节延伸，加速大尺寸硅片布局，未来公司有望充分享受技术变革红利，抢占市场机遇，卡位优势赛道。

-
- **计提减值，2021 年轻装上阵。**公司对 2020 年各类存货、应收款项、固定资产等资产进行了全面清查，对各类存货的可变现净值、应收款项回收的可能性、固定资产等资产的可变现性进行了充分的评估和分析。本次计提减值减少公司 2020 年度净利润 5113 万元，减值完成后公司有望轻装上阵，走上大尺寸单晶发展快车道。
 - **投资建议：**我们预计 2021 年/2022 年/2023 年公司归母净利润为 12.35/20.33 /27.82 亿元，对应当前 PE 分别为 14.2/8.6/6.3，给予买入评级。
 - **风险提示：**2021 年下游装机需求不达预期；公司扩产增速不达预期；上游硅料价格波动导致成本大幅增加。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4290.3	7193.8	16187.1	25045.6	经营活动现金流	370.8	373.1	(1028.1)	53.7
现金	575.1	0.0	0.0	0.0	净利润	440.1	1235.2	2033.9	2782.6
应收账款	2183.9	4291.4	9727.0	15072.6	折旧摊销	617.2	681.6	828.8	880.6
其它应收款	27.5	54.6	123.8	191.8	财务费用	444.7	261.7	461.1	639.8
预付账款	73.9	158.7	379.3	597.9	投资损失	(9.5)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
存货	593.4	1258.1	3006.7	4739.0	营运资金变动	(1134.9)	(1658.0)	(4260.5)	(4169.5)
其他	603.4	1196.4	2711.9	4202.2	其它	5.7	31.7	74.3	73.2
非流动资产	12579.2	15044.2	15864.4	16632.8	投资活动现金流	(327.4)	(2950.0)	(1450.0)	(1450.0)
长期投资	0.7	0.7	0.7	0.7	资本支出	(438.9)	(3150.0)	(1650.0)	(1650.0)
固定资产	11373.5	13713.4	14420.6	15087.0	长期投资	1373.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	204.6	334.1	450.7	555.6	其他	(1261.7)	200.0	200.0	200.0
其他	552.6	552.6	552.6	552.6	筹资活动现金流	(542.6)	2001.9	2478.1	1396.3
资产总计	16869.5	22238.0	32051.5	41678.5	短期借款	809.1	5465.0	8774.8	11421.0
流动负债	4142.5	9251.4	17367.2	24774.8	长期借款	(152.7)	(1395.8)	0.0	0.0
短期借款	809.1	5465.0	8774.8	11421.0	其他	(340.9)	(996.5)	(370.6)	(610.2)
应付账款	1054.0	2265.0	5413.0	8531.6	现金净增加额	(499.2)	(575.1)	0.0	0.0
其他	220.7	474.3	1133.5	1786.6					
非流动负债	5030.4	5030.4	5030.4	5030.4	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	565.3	565.3	565.3	565.3	成长能力				
其他	100.8	100.8	100.8	100.8	营业收入	97.2%	98.3%	126.7%	55.0%
负债合计	9173.0	14281.8	22397.7	29805.3	营业利润	94.5%	178.3%	65.8%	37.2%
少数股东权益	116.0	136.8	171.1	218.1	归属母公司净利润	67.1%	180.7%	64.7%	36.8%
归属母公司股东权益	7580.6	7819.3	9482.7	11655.1	获利能力				
负债和股东权益	16869.5	22238.0	32051.5	41678.5	毛利率	32.6%	26.9%	23.0%	21.6%
					净利率	10.9%	15.4%	11.2%	9.9%
					ROE	5.8%	15.8%	21.4%	23.9%
					ROIC	7.9%	10.5%	12.9%	14.1%
利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
营业收入	4056.2	8042.9	18230.5	28249.2	资产负债率	54.4%	64.2%	69.9%	71.5%
营业成本	2734.9	5877.0	14045.1	22137.1	净负债比率	16.4%	27.1%	29.1%	28.8%
营业税金及附加	30.3	60.0	136.1	210.9	流动比率	1.04	0.78	0.93	1.01
营业费用	31.3	62.0	140.5	217.7	速动比率	0.89	0.64	0.76	0.82
研发费用	154.9	281.5	638.1	988.7	营运能力				
管理费用	157.2	311.7	706.4	1094.6	总资产周转率	0.24	0.36	0.57	0.68
财务费用	432.0	261.7	461.1	639.8	应收账款周转率	2.15	2.48	2.60	2.28
资产减值损失	(51.11)	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	2.10	2.91	3.01	2.61
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	34.6	200.0	200.0	200.0	每股收益	0.22	0.62	1.02	1.40
营业利润	499.1	1389.0	2303.2	3160.3	每股经营现金	0.19	0.19	-0.52	0.03
营业外收入	1.0	0.5	0.5	0.5	每股净资产	3.80	3.92	4.76	5.85
营业外支出	0.7	0.7	0.7	0.7	估值比率				
利润总额	499.5	1388.8	2303.0	3160.1	P/E	39.9	14.2	8.6	6.3
所得税	51.9	132.7	234.8	330.5	P/B	2.32	2.25	1.85	1.51
净利润	447.5	1256.1	2068.2	2829.6					
少数股东损益	7.4	20.8	34.3	46.9					
归属母公司净利润	440.1	1235.2	2033.9	2782.6					
EBITDA	1520.2	2332.4	3593.1	4680.6					
EPS (元)	0.22	0.62	1.02	1.40					

分析师简介

王帅，电力设备与新能源行业首席分析师，哈尔滨工业大学热能工程专业博士，具有3年证券从业经历，7年产业公司高管经历，熟悉产业公司日常运作，对产业趋势、技术发展有很好的判断力。曾获第十届、第十一届新财富最佳分析师电力设备与新能源行业第一名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现