

业绩符合预期，一体化优势显著

10月30日，公司发布三季报。2020年前三季度实现营业收入338.32亿（同比增加49.08%），实现归母净利润63.57亿元（+82.44%），扣非后为60.14亿元（+76.35%）；其中Q3实现营业收入136.91亿元（+59.53%），实现归母净利润22.40亿元（+51.93%），业绩基本符合预期。

核心观点

- **硅片盈利环比改善，组件以量补价。**分板块看，Q3硅片生产27.8亿片（其中外销15.7亿片，自用12.1亿片）；产量受子公司电力切换影响不及预期，但公司通过提前采购低价硅料和提高大尺寸出货比例实现了毛利率的环比改善，幅度预计为5pct左右，净利润贡献10亿上下；组件出货5.93GW（其中外销5.91GW，自用0.02GW），环比提升25%；受到上游及辅材环节涨价影响，毛利率环比下降5pct左右，预计净利润贡献10亿上下；剩余1.2亿主要来自发电和EPC板块。同时，公司Q3完成了越南光伏的收购，海外渠道进一步拓宽，未来组件市占率将进一步提升。
- **预收款大幅增加，Q4出货高速增长确定。**截止Q3末，公司预收款为62.5亿，单季度增加近30亿，主要因为Q4国内抢装，组件预收款在季度末快速增加，我们简单测算下国内组件的预付款订单规模或在100亿以上。考虑到国内订单流转周期较短，高预收款为Q4组件出货量提供坚实保证；公司通过存货备货（存货超过100亿）和上游长单协议，保证供应链稳定。
- **货币资金达245亿，现金流改善明显。**截止Q3末，公司货币资金高达245亿元，环比增加68亿；这一方面来自公司50亿可转债8月份顺利募集，另一方面来自经营现金流的改善；公司Q3经营活动现金流净额为59.2亿，净现比高达2.6倍，体现了公司较高的产业链地位。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2020-2022年每股收益分别为2.33/3.10/3.77元（原预测2020-2022年为2.33/2.81/3.44元，主要上调产品出货量），参考可比公司合理估值水平为2021年的30倍市盈率，对应目标价为93元，维持买入评级。

风险提示

- 光伏装机不及预期；产品价格下降超预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,988	32,897	53,686	79,897	90,172
同比增长(%)	34.4%	49.6%	63.2%	48.8%	12.9%
营业利润(百万元)	2,869	6,298	10,409	13,780	16,654
同比增长(%)	-28.2%	119.5%	65.3%	32.4%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,558	5,280	8,789	11,709	14,229
同比增长(%)	-28.2%	106.4%	66.5%	33.2%	21.5%
每股收益(元)	0.68	1.40	2.33	3.10	3.77
毛利率(%)	22.2%	28.9%	25.7%	23.7%	23.8%
净利率(%)	11.6%	16.0%	16.4%	14.7%	15.8%
净资产收益率(%)	16.7%	24.0%	27.8%	28.2%	26.1%
市盈率	92.8	45.0	27.0	20.3	16.7
市净率	14.4	8.6	6.7	5.0	3.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	75.99元
目标价格	93元
52周最高价/最低价	82.73/21.41元
总股本/流通A股(万股)	377,183/376,755
A股市值(百万元)	286,621
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.83	1.31	32.57	232.71
相对表现	12.32	-1.04	31.73	212.05
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 郑华航
021-63325888*6110
zhenghuahang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S086052010001

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

相关报告

超预期，抗压测试龙头锋芒毕露： 2020-08-31
产能扩张马不停蹄，一体化龙头稳健成长： 2020-04-23
拟收购宜则越南产能，内生外延扩张持续加： 2020-02-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：可比公司估值表（截止 2020 年 10 月 30 日收盘价）

	每股收益			市盈率		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
通威股份	0.61	1.10	1.27	49.97	27.80	24.14
中环股份	0.30	0.46	0.65	78.32	50.54	35.95
福斯特	1.24	1.60	2.01	61.08	47.49	37.70
晶盛机电	0.50	0.64	0.88	58.44	45.00	33.11
阳光电源	0.61	1.11	1.53	63.40	35.13	25.41
晶澳科技	0.78	1.00	1.43	48.83	38.27	26.83
调整后平均					41.00	30.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,708	19,336	25,673	37,761	53,772	营业收入	21,988	32,897	53,686	79,897	90,172
应收票据、账款及款项融资	8,453	9,208	14,495	21,572	24,347	营业成本	17,096	23,389	39,896	60,963	68,716
预付账款	609	1,031	1,611	2,397	2,705	营业税金及附加	117	178	285	423	478
存货	4,283	6,356	9,974	15,241	17,179	营业费用	1,017	1,330	913	1,318	1,443
其他	1,848	1,435	1,667	1,929	2,032	管理费用及研发费用	825	1,275	2,147	3,196	2,705
流动资产合计	22,901	37,367	53,420	78,900	100,035	财务费用	267	250	116	176	137
长期股权投资	733	1,074	1,000	1,250	1,500	资产、信用减值损失	728	563	820	700	700
固定资产	13,260	15,467	26,993	30,659	31,309	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	850	2,875	1,314	548	289	投资净收益	794	240	700	660	660
无形资产	226	245	361	380	365	其他	138	145	200	0	0
其他	1,688	2,276	859	729	599	营业利润	2,869	6,298	10,409	13,780	16,654
非流动资产合计	16,758	21,937	30,527	33,565	34,062	营业外收入	8	8	14	8	8
资产总计	39,659	59,304	83,947	112,465	134,097	营业外支出	10	59	50	40	40
短期借款	688	854	900	900	900	利润总额	2,867	6,247	10,373	13,748	16,622
应付票据及应付账款	8,507	13,714	21,943	33,530	37,794	所得税	301	690	1,266	1,677	2,028
其他	5,684	10,052	11,529	14,230	15,354	净利润	2,567	5,557	9,108	12,071	14,594
流动负债合计	14,878	24,620	34,372	48,660	54,047	少数股东损益	9	278	319	362	365
长期借款	2,659	2,509	6,409	8,569	10,219	归属于母公司净利润	2,558	5,280	8,789	11,709	14,229
应付债券	3,262	996	5,000	5,000	5,000	每股收益(元)	0.68	1.40	2.33	3.10	3.77
其他	2,036	2,885	1,528	1,528	1,528						
非流动负债合计	7,956	6,389	12,937	15,097	16,747	主要财务比率					
负债合计	22,834	31,009	47,309	63,757	70,794		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	373	666	985	1,347	1,712	成长能力					
实收资本(或股本)	2,791	3,772	3,772	3,772	3,772	营业收入	34.4%	49.6%	63.2%	48.8%	12.9%
资本公积	4,589	10,439	10,462	10,462	10,462	营业利润	-28.2%	119.5%	65.3%	32.4%	20.9%
留存收益	8,438	13,384	21,419	33,128	47,357	归属于母公司净利润	-28.2%	106.4%	66.5%	33.2%	21.5%
其他	633	33	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	16,825	28,295	36,638	48,709	63,302	毛利率	22.2%	28.9%	25.7%	23.7%	23.8%
负债和股东权益总计	39,659	59,304	83,947	112,465	134,097	净利率	11.6%	16.0%	16.4%	14.7%	15.8%
						ROE	16.7%	24.0%	27.8%	28.2%	26.1%
						ROIC	12.3%	19.8%	21.8%	21.3%	20.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	57.6%	52.3%	56.4%	56.7%	52.8%
净利润	2,567	5,557	9,108	12,071	14,594	净负债率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,083	1,236	3,009	4,418	5,278	流动比率	1.54	1.52	1.55	1.62	1.85
财务费用	267	250	116	176	137	速动比率	1.25	1.26	1.26	1.31	1.53
投资损失	(794)	(240)	(700)	(660)	(660)	营运能力					
营运资金变动	(1,985)	6,116	(204)	656	171	应收账款周转率	5.3	7.8	9.9	9.4	8.4
其它	36	(4,761)	155	254	95	存货周转率	5.1	4.4	4.9	4.8	4.2
经营活动现金流	1,173	8,158	11,484	16,915	19,615	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7
资本支出	(3,204)	(5,435)	(13,012)	(7,221)	(5,526)	每股指标(元)					
长期投资	(236)	(263)	74	(250)	(250)	每股收益	0.68	1.40	2.33	3.10	3.77
其他	270	2,946	743	660	660	每股经营现金流	0.42	2.16	3.04	4.48	5.20
投资活动现金流	(3,169)	(2,753)	(12,195)	(6,811)	(5,116)	每股净资产	4.36	7.32	9.45	12.56	16.33
债权融资	2,354	(1,765)	7,851	2,160	1,650	估值比率					
股权融资	51	6,831	23	0	0	市盈率	92.8	45.0	27.0	20.3	16.7
其他	(2,137)	(506)	(825)	(176)	(137)	市净率	14.4	8.6	6.7	5.0	3.9
筹资活动现金流	267	4,560	7,049	1,984	1,513	EV/EBITDA	53.6	29.0	16.7	12.3	10.2
汇率变动影响	38	(70)	-0	-0	-0	EV/EBIT	72.1	34.5	21.5	16.2	13.5
现金净增加额	(1,691)	9,895	6,337	12,088	16,011						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有隆基股份(601012)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

