

## 通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

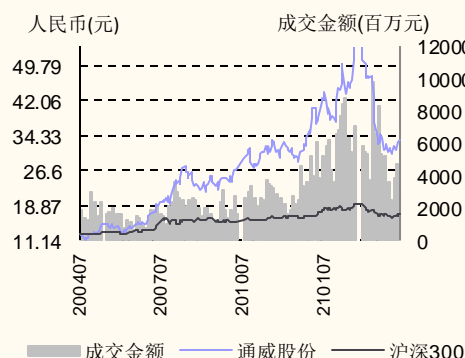
公司点评

市场价格(人民币): 33.50元

## 资产减值拖累业绩, 今年硅料迎量利齐升

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	45.02
已上市流通A股(亿股)	42.88
总市值(亿元)	1,508.02
年内股价最高最低(元)	54.09/11.14
沪深300指数	5162
上证指数	3484



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	44,200	59,537	79,341
营业收入增长率	5.5%	36.4%	17.7%	34.7%	33.3%
归母净利润(百万元)	2,019	2,635	3,608	5,679	7,525
归母净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	44.88%	32.51%
摊薄每股盈利(元)	0.52	0.68	0.80	1.26	1.67
净资产收益率(%)	13.70%	14.99%	17.37%	21.96%	22.98%
总股本(百万股)	3,882	3,883	4,502	4,502	4,502

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月2日, 公司发布2020年业绩快报及2021年Q1业绩预告。2020年全年实现收入442亿元, 同比增长17.69%, 净利润36.08亿元, 同比增长36.95%; 其中Q4单季实现收入125亿元, 环比下降3.23%, 净利润2.75亿元, 环比下降88.16%, 符合市场预期。预计2021年Q1净利润8-9亿元, 同比增长132%-161%; 扣非净利润7.5-8.5亿元, 同比增长137%-169%, 略超近期下修后的市场预期。

## 评论

- 硅料、电池片出货大幅增长, 资产减值拖累2020年业绩:** 2020年公司多晶硅实现出货8.66万吨(同比+35.79%), 电池及组件实现出货22.16GW(同比+66.23%)。公司年底对多晶硅老线部分设备和部分光伏电站资产计提减值损失, 导致四季度业绩环比大幅下滑, 剔除减值影响后, 预计公司四季度净利润约7.5-8.5亿。
- 硅料供需偏紧局面持续演绎, Q2销售均价有望上移, 明年供需格局仍难反转:** 2021年初受益于供给紧缺引发的硅料价格持续上涨(Q1涨幅达50%), 公司Q1单季度业绩同比大幅提升。4月初致密料报价12万元/吨以上, 随着越来越多硅片新产能的释放, 预计Q2硅料价格大概率将保持高位震荡, 二季度硅料成交价中枢有望上移, 带动公司Q2业绩环比持续增长。根据我们测算, 2022年硅料有效产能约71万吨(同比增长30%, 对应组件产量约245GW), 远低于硅片需求释放速度, 且与终端需求预期增幅基本匹配, 预计硅料供需偏紧的局面将在2022年延续。公司乐山和云南各有4万吨新产能将于今年底投产, 在今年底硅料价格大概率维持高位、2022年供需平衡的背景下, 预计新产能的投放将显著增厚公司明年业绩。
- 光伏玻璃降价超预期, 终端需求或加速恢复, 电池片盈利有望修复:** 3月份在上游涨价和下游调低开工率的双重压力下, 电池片盈利受到严重挤压, 部分产线已开始安排减产, 短期盈利底部基本确认。4月初3.2/2.0mm光伏玻璃大幅降价12/10元/平, 对应单玻/双玻组件含税成本分别下降0.06/0.1元/W, 我们预计成本端让利有望传导至组件端、进而促进终端需求加速恢复。随着Q2组件排产情况好转, 公司电池片盈利能力有望逐渐修复。

## 盈利调整与投资建议

- 根据公司业绩公告, 下调公司2020年净利润预测至36.08亿元(-8%), 维持2021-2022E净利润预测56.8、75.3亿元不变, 对应EPS分别为0.80, 1.26, 1.67元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情超预期恶化, 产品价格表现不及预期, 需求恢复速度不及预期。

## 相关报告

- 《战略合作再下一城, 员工持股绑定核心利益-通威股份公司点评》, 2021.2.17
- 《一体化合作落地, 硅料长单锁定出货-通威&天合事件点评》, 2020.11.18
- 《电池片盈利领先同业, Q4硅料出货迎量价齐升-通威股份2020...》, 2020.10.23
- 《盈利能力回归, 硅料电池高景气中释放大弹性-通威股份2020半年...》, 2020.8.10
- 《景气波动促行业洗牌, 静待硅料电池盈利回暖-通威股份2019&...》, 2020.4.24

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人  
yuwendian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	26,089	27,535	37,555	44,200	59,537	79,341	货币资金	2,923	3,412	2,693	4,862	5,358	7,141
增长率		5.5%	36.4%	17.7%	34.7%	33.3%	应收账款	1,648	2,751	2,935	3,490	4,530	6,023
主营业务成本	-21,024	-22,327	-30,536	-36,156	-47,253	-62,741	存货	1,768	1,586	2,416	2,942	3,826	5,070
% 销售收入	80.6%	81.1%	81.3%	81.8%	79.4%	79.1%	其他流动资产	1,045	996	1,308	1,290	1,350	1,519
毛利	5,066	5,208	7,019	8,044	12,284	16,600	流动资产	7,384	8,745	13,743	12,584	15,064	19,753
% 销售收入	19.4%	18.9%	18.7%	18.2%	20.6%	20.9%	% 总资产	28.9%	22.7%	29.4%	22.0%	23.4%	26.4%
营业税金及附加	-104	-111	-123	-137	-185	-246	长期投资	397	523	547	558	568	579
% 销售收入	0.40%	0.40%	0.33%	0.31%	0.31%	0.31%	固定资产	13,734	25,134	28,277	39,042	43,812	49,869
营业费用	-830	-863	-975	-1,149	-1,429	-1,904	% 总资产	53.8%	65.3%	60.4%	68.3%	68.2%	66.5%
% 销售收入	3.2%	3.1%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	无形资产	2,368	2,633	2,953	3,509	3,434	3,363
管理费用	-1,551	-1,039	-1,514	-1,724	-2,084	-2,777	非流动资产	18,165	29,739	33,078	44,581	49,220	55,204
% 销售收入	5.9%	3.8%	4.0%	3.9%	3.5%	3.5%	% 总资产	71.1%	77.3%	70.6%	78.0%	76.6%	73.6%
息税前利润 (EBIT)	2,581	3,195	4,407	4,134	7,637	10,673	<b>资产总计</b>	<b>25,548</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>57,165</b>	<b>64,284</b>	<b>74,957</b>
% 销售收入	9.9%	11.6%	11.7%	9.4%	12.8%	13.5%	短期借款	4,237	6,785	4,765	7,260	6,113	4,471
财务费用	-157	-316	-708	-678	-824	-776	应付款项	4,165	8,078	11,033	10,608	12,663	15,960
% 销售收入	0.6%	1.1%	1.9%	1.5%	1.4%	1.0%	其他流动负债	894	3,896	2,045	2,307	2,682	3,268
资产减值损失	-103	-47	-5	-674	-59	-72	流动负债	9,297	18,759	17,843	20,175	21,458	23,699
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0	长期贷款	1,008	690	4,089	5,089	5,589	6,089
投资收益	53	76	118	1,600	200	200	其他长期负债	1,539	3,808	6,800	10,503	10,546	10,574
% 税前利润	2.2%	3.1%	3.8%	36.5%	2.9%	2.0%	<b>负债</b>	<b>11,843</b>	<b>23,257</b>	<b>28,733</b>	<b>35,767</b>	<b>37,593</b>	<b>40,362</b>
营业利润	2,437	2,395	3,123	4,382	6,954	10,024	<b>普通股股东权益</b>	<b>13,339</b>	<b>14,738</b>	<b>17,577</b>	<b>20,766</b>	<b>25,812</b>	<b>32,704</b>
营业利润率	9.3%	8.7%	8.3%	9.9%	11.7%	12.6%	少数股东权益	366	489	511	632	880	1,892
营业外收支	6	3	28	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>25,548</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>57,165</b>	<b>64,284</b>	<b>74,957</b>
税前利润	<b>2,442</b>	<b>2,398</b>	<b>3,152</b>	<b>4,387</b>	<b>6,959</b>	<b>10,029</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.4%	8.7%	8.4%	9.9%	11.7%	12.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-401	-367	-469	-658	-1,044	-1,504	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.4%	15.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.52	0.52	0.68	0.80	1.26	1.67
净利润	2,041	2,031	2,682	3,729	5,915	8,525	每股净资产	3.44	3.80	4.53	5.35	6.65	8.42
少数股东损益	29	12	48	121	248	1,012	每股经营现金净流	0.75	0.80	0.60	2.32	2.67	3.66
归属于母公司的净利润	<b>2,012</b>	<b>2,019</b>	<b>2,635</b>	<b>3,608</b>	<b>5,667</b>	<b>7,514</b>	每股股利	0.08	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
净利率	7.7%	7.3%	7.0%	8.2%	9.5%	9.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	15.08%	13.70%	14.99%	17.38%	21.95%	22.97%
							总资产收益率	7.88%	5.25%	5.63%	6.31%	8.82%	10.02%
							投入资本收益率	11.37%	9.67%	9.26%	8.38%	13.93%	17.00%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	24.92%	5.54%	36.39%	17.69%	34.70%	33.26%
							EBIT增长率	97.03%	0.66%	31.14%	21.37%	84.72%	39.75%
							净利润增长率	96.35%	0.33%	30.51%	36.96%	57.05%	32.59%
							总资产增长率	19.39%	50.63%	21.66%	22.09%	12.45%	16.60%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	9.6	13.0	13.8	13.0	12.0	12.0
							存货周转天数	27.3	27.4	23.9	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	30.3	49.0	46.2	65.0	55.0	50.0
							固定资产周转天数	170.6	222.3	238.5	289.5	243.6	210.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	16.95%	26.69%	57.35%	73.37%	54.53%	33.62%
							EBIT利息保障倍数	16.4	8.2	4.8	6.1	9.3	13.7
							资产负债率	46.36%	60.43%	61.37%	62.57%	58.48%	53.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	15	27	36	113
增持	0	2	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.12	1.18	1.20	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

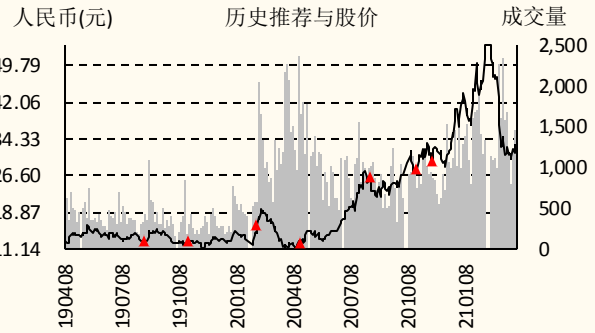
最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-15	买入	12.80	15.40
2	2019-10-25	买入	12.25	17.28
3	2020-02-12	买入	14.90	17.64
4	2020-04-21	买入	12.75	N/A
5	2020-08-10	买入	25.60	32.00
6	2020-10-23	买入	27.68	32.00
7	2020-11-18	买入	29.48	40.00
8	2021-02-17	买入	54.06	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402