

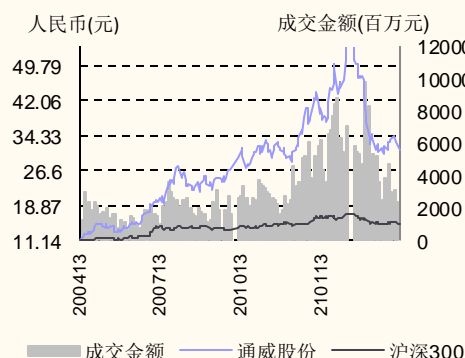
通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 31.08元

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)	1,399.08
年内股价最高最低(元)	54.09/11.14
沪深300指数	4948
上证指数	3413



相关报告

- 1.《资产减值拖累业绩, 今明年硅料迎量利齐升-通威股份2020年...》, 2021.4.6
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2020.8.10

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

硅料降本及扩产提速, 高景气中释放盈利弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	63,306	83,402	97,566
营业收入增长率	36.4%	17.7%	43.2%	31.7%	17.0%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	5,632	7,155	8,741
归母净利润增长率	30.5%	36.9%	56.1%	27.1%	22.2%
摊薄每股盈利(元)	0.68	0.80	1.25	1.59	1.94
净资产收益率(%)	14.99%	11.81%	15.79%	17.00%	17.44%
总股本(百万股)	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月12日, 公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年全年实现收入442亿元, 同比增长18%, 净利润36.08亿元, 同比增长37%。2021年Q1实现收入106.2亿元, 同比增长36%, 净利润8.5亿元, 同比增长146%, 接近Q1业绩预告上限, 符合预期。
- 公司同时发布可转债预案, 拟公开发行不超过120亿元可转债, 用于两个多晶硅项目和15GW硅片项目扩产。

经营分析

- **2020年多晶硅量利齐增, 生产成本持续降低:** 公司多晶硅实现收入约53亿元, 同比+46%, 出货8.66万吨, 同比+35.79%, 毛利率36.78%, 同比+12.3pct。2020年硅料含税均价约6.9万元/吨(2019年6.5万元/吨), 平均生产成本约3.87万元/吨(2019年4.33万元/吨), 同比下降11%, 其中新产能平均成本3.63万元/吨, 同比下降10%左右。目前公司单晶料占比已达到98%以上, 并能实现N型料的批量供给。
- **硅料供需偏紧局面将持续至2022年, 公司新产能释放持续增厚业绩:** 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延续至2022年。根据年报, 公司乐山二期、保山一期合计10万吨硅料产能将于2021年底前投产, 到今年年底公司产能将超过18万吨, 另外包头二期5万吨项目也将于2022年投产, 我们预计低成本新产能的释放将显著增厚公司明年业绩。
- **电池片出货继续高增, 年底产能将扩至55+GW, 新技术进展顺利; 2021电池片盈利能力有望触底回升:** 公司电池及组件实现收入155亿元, 同比+26%, 出货22.16GW, 同比+66.23%, 毛利率14.54%, 同比-5.7pct。截至2020年底, 公司电池片产能达到27.5GW, 随着眉山、金堂大尺寸项目投产, 预计2021年底将超过55GW。2020年公司PERC电池片量产平均转换效率达到23.44%, 非硅成本已达到0.2元/W以内, 同时公司加大对电池新技术的跟踪和研发投入, HJT电池研发产线最高转换效率达到25.18%, 预计2021年公司建设GW级HJT中试线, 进一步优化工艺、提升产品性价比。2021Q1电池片因同时受到上游原材料涨价及下游组件减产影响盈利承压, 随终端需求逐步恢复, 盈利能力有望触底回升。

盈利调整与投资建议

- 根据公司最新年报, 调整公司2021-2023年净利润预测至56.3、71.5、87.4亿元, 对应EPS分别为1.25、1.59、1.94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。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	27,535	37,555	44,200	63,306	83,402	97,566	货币资金	3,412	2,693	6,264	17,093	13,344	15,611
增长率		36.4%	17.7%	43.2%	31.7%	17.0%	应收账款	2,751	7,327	11,312	17,336	22,572	26,391
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-50,630	-67,286	-77,992	存货	1,586	2,416	2,773	4,161	5,530	6,410
% 销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	80.0%	80.7%	79.9%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,239	6,138	6,762
毛利	5,208	7,019	7,552	12,676	16,116	19,574	流动资产	8,745	13,743	25,592	43,829	47,585	55,174
% 销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	20.0%	19.3%	20.1%	% 总资产	22.7%	29.4%	39.8%	47.2%	47.1%	48.3%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-190	-250	-293	长期投资	523	547	581	592	602	613
% 销售收入	0.40%	0.33%	0.28%	0.30%	0.30%	0.30%	固定资产	25,134	28,277	32,981	43,871	48,218	53,851
营业费用	-863	-975	-778	-1,266	-1,585	-1,756	% 总资产	65.3%	60.4%	51.3%	47.2%	47.8%	47.2%
% 销售收入	3.1%	2.6%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	2,633	2,953	3,135	3,030	2,933	2,845
管理费用	-1,039	-1,514	-1,809	-2,469	-2,919	-3,415	非流动资产	29,739	33,078	38,659	49,063	53,364	59,024
% 销售收入	3.8%	4.0%	4.1%	3.9%	3.5%	3.5%	% 总资产	77.3%	70.6%	60.2%	52.8%	52.9%	51.7%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	7,351	9,562	12,210	资产总计	38,484	46,821	64,251	92,893	100,949	114,197
% 销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	11.6%	11.5%	12.5%	短期借款	6,785	4,765	4,883	19,345	13,918	13,033
财务费用	-316	-708	-676	-709	-1,003	-900	应付款项	8,078	11,033	16,410	20,437	26,231	30,440
% 销售收入	1.1%	1.9%	1.5%	1.1%	1.2%	0.9%	其他流动负债	3,896	2,045	1,087	1,533	1,967	2,330
资产减值损失	-47	-5	268	-80	-55	-41	流动负债	18,759	17,843	22,380	41,315	42,116	45,803
公允价值变动收益	-1	0	5	0	0	0	长期贷款	690	4,089	6,297	7,297	7,797	8,297
投资收益	76	118	1,569	200	200	200	其他长期负债	3,808	6,800	4,031	7,501	7,573	7,603
% 税前利润	3.1%	3.8%	36.7%	3.0%	2.3%	1.7%	负债	23,257	28,733	32,707	56,113	57,486	61,702
营业利润	2,395	3,123	4,713	6,762	8,705	11,469	普通股股东权益	14,738	17,577	30,541	35,656	42,091	50,112
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	10.7%	10.4%	11.8%	少数股东权益	489	511	1,003	1,123	1,371	2,383
营业外收支	3	28	-439	5	5	5	负债股东权益合计	38,484	46,821	64,251	92,893	100,949	114,198
税前利润	2,398	3,152	4,274	6,767	8,710	11,474	比率分析						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	10.7%	10.4%	11.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,015	-1,306	-1,721	每股指标						
所得税率	15.3%	14.9%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.52	0.68	0.80	1.25	1.59	1.94
净利润	2,031	2,682	3,715	5,752	7,403	9,753	每股净资产	3.80	4.53	6.78	7.92	9.35	11.13
少数股东损益	12	48	107	121	248	1,012	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	1.39	2.41	3.18
归属于母公司的净利润	2,019	2,635	3,608	5,632	7,155	8,741	每股股利	0.08	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
净利率	7.3%	7.0%	8.2%	8.9%	8.6%	9.0%	回报率						
							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	15.79%	17.00%	17.44%
							总资产收益率	5.25%	5.63%	5.62%	6.06%	7.09%	7.65%
							投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	9.21%	11.68%	13.27%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	43.23%	31.74%	16.98%
							EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	93.16%	30.07%	27.70%
							净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	56.09%	27.06%	22.17%
							总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	44.58%	8.67%	13.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	13.0	13.8	11.3	11.0	11.0	11.0
							存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	49.0	46.2	37.5	35.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	222.3	238.5	246.3	230.2	193.3	186.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	33.79%	25.88%	16.38%
							EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	10.4	9.5	13.6
							资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	60.41%	56.95%	54.03%

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	11	24	35	47	124
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	1.08	1.15	1.16	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。

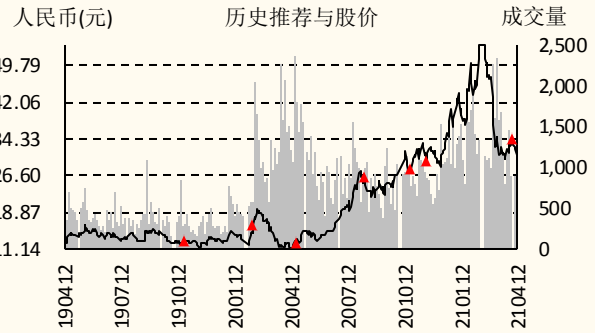
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-10-25	买入	12.25	17.28
2	2020-02-12	买入	14.90	17.64
3	2020-04-21	买入	12.75	N/A
4	2020-08-10	买入	25.60	32.00
5	2020-10-23	买入	27.68	32.00
6	2020-11-18	买入	29.48	40.00
7	2021-02-17	买入	54.06	N/A
8	2021-04-06	买入	33.50	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