

通威股份 (600438.SH)

2021年硅料有望维持高盈利，异质结最高转换效率达到 25.18%

事件：通威股份发布 2020 年年报和 2021 年一季度报。

2020 年全年业绩稳定增长，一季度业绩符合预期。根据公告，公司 2020 年实现收入 442 亿元，同比增长 17.69%，实现归属母公司净利润 36.08 亿元，同比增长 36.95%；2021 年一季度实现收入 106.18 亿元，同比增长 35.69%，实现归属母公司净利润 8.47 亿元，同比增长 145.99%。分季度来看，公司盈利能力季度环比提升，2020 年 Q4 毛利率为 18.37%，2021 年 Q1 毛利率为 20.75%，环比提升 2.38pcts。**硅料产能稳定释放，推动硅料环节集中度提升。**截止 2020 年底，公司多晶硅料产能为 8 万吨，产量达到 8.6 万吨，产能利用率为 107.74%。目前公司在建多晶硅料产能超过 15 万吨，其中乐山二期和保山一期合计 10 万吨预计在 2021 年底投产，届时公司多晶硅料产能有望超过 18 万吨。公司新产能布局领先行业，随着公司新产能释放，公司在多晶硅料环节格局有望得到优化。

2021 年全年硅料有望保持高盈利，成本持续下降。2021 年，由于多晶硅料供给有限，多晶硅料价格从年初以来持续上行，截止 2021 年 4 月 7 日，根据硅业分会数据，国内单晶复投料价格区间在 13.0-13.8 万元/吨，成交均价为 13.48 万元/吨，周环比上涨 2.28%；单晶致密料价格区间在 12.8-13.5 万元/吨，成交均价为 13.10 万元/吨，周环比上涨 2.34%。从全年维度来看，今年多晶硅料成交价格有望持续维持高位。2020 年，公司多晶硅料成本持续下降，2020 年全年平均生产成本降至 3.87 万元/吨，其中新产能降至 3.63 万元/吨。随着公司新产能投产，有望推动成本持续下降，叠加 2021 年多晶硅料高景气，全年多晶硅料板块盈利有望超预期。

电池片产能加速释放，异质结最高转换效率达到 25.18%。截止 2020 年底，公司电池片产能为 27.5GW，其中 24.5GW 为单晶电池片，总体来看，随着公司的产能释放，公司单晶 perc 电池片非硅成本已经达到 0.2 元/w 以内。公司目前在积极布局眉山二期 7.5GW，金堂一期 7.5GW 及与天合合作的金堂 15GW 产能，预计到 2021 年底，公司电池片产能将超过 55GW。2020 年公司电池片及组件出货 22.16GW，同比增长 66.23%。2021 年，公司电池片有望出货超过 30GW，维持高速增长。公司积极布局 TOPCON、异质结等新技术，公司 HJT 研发线在 2019 年 6 月正式运行，目前 HJT 电池片最高转换效率已经达到 25.18%，公司将建设 1GW HJT 中试线，在研发产线基础上进一步完善设备选型、优化工艺技术、提升产品性价比。

发布可转债预案，加速产能一体化建设。公司发布《公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，公司计划募集 120 亿元，用于乐山二期、包头二期和 15GW 拉晶切片项目的扩产。公司加速硅片环节布局，旨在打通产能一体化，成本和产品竞争力持续提升。

盈利预测：预计公司 2021~2023 年实现归母净利润 58.28/73.41/81.10 亿元，对应估值 24.9/19.7/17.9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不及预期，产业链价格不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	37,555	44,200	64,101	73,662	103,543
增长率 yoy (%)	36.4	17.7	45.0	14.9	40.6
归母净利润 (百万元)	2,635	3,608	5,828	7,341	8,110
增长率 yoy (%)	30.5	36.9	61.5	26.0	10.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.59	0.80	1.29	1.63	1.80
净资产收益率 (%)	14.8	11.8	16.0	18.9	17.5
P/E (倍)	55.0	40.2	24.9	19.7	17.9
P/B (倍)	8.7	4.7	4.0	3.4	2.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
04 月 12 日收盘价	31.08
总市值(百万元)	139,908.12
总股本(百万股)	4,501.55
其中自由流通股(%)	95.25
30 日日均成交量(百万股)	61.05

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《通威股份 (600438.SH)：三季度业绩符合预期，电池片盈利保持领先》2020-10-23
- 《通威股份 (600438.SH)：上半年业绩基本符合预期，看好下半年行业高景气带来价格回升》2020-08-09
- 《通威股份 (600438.SH)：业绩基本符合预期，定增预案落地加码电池片产能》2020-04-21



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13743	25592	29133	26564	41209	营业收入	37555	44200	64101	73662	103543
现金	2693	6264	3205	3683	5177	营业成本	30536	36648	51171	56792	82950
应收票据及应收账款	2129	1600	5819	3686	10120	营业税金及附加	123	124	226	251	337
其他应收款	805	798	1527	1144	2611	营业费用	975	778	1128	1297	1823
预付账款	390	1113	1067	1439	2083	管理费用	1514	1809	2623	3014	4237
存货	2416	2773	4472	3569	8175	研发费用	1001	1035	1501	1725	2425
其他流动资产	5310	13043	13043	13043	13043	财务费用	708	676	825	927	1070
非流动资产	33078	38660	48284	51419	66548	资产减值损失	-5	-268	-75	-116	-153
长期投资	440	478	565	663	744	其他收益	214	304	304	304	304
固定资产	24536	29830	40302	43838	58989	公允价值变动收益	0	5	1	1	2
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965	投资净收益	118	1569	149	160	144
其他非流动资产	6392	6689	5613	5041	4850	资产处置收益	140	-1	-1	-1	-1
资产总计	46821	64252	77417	77983	107757	营业利润	3123	4713	7154	10235	11301
流动负债	17843	22381	30053	23797	44518	营业外收入	42	37	29	31	35
短期借款	3623	2349	12341	5531	17979	营业外支出	14	476	129	158	194
应付票据及应付账款	8904	13329	9413	12018	15633	利润总额	3152	4274	7053	10108	11142
其他流动负债	5317	6702	8298	6249	10907	所得税	469	559	1053	1471	1600
非流动负债	10889	10327	9819	8574	8617	净利润	2682	3715	6001	8637	9542
长期借款	8301	6707	6198	4953	4997	少数股东损益	48	107	173	1296	1431
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621	归属母公司净利润	2635	3608	5828	7341	8110
负债合计	28733	32708	39872	32371	53135	EBITDA	5834	7150	10362	14190	16240
少数股东权益	511	1003	1175	2471	3902	EPS (元)	0.59	0.80	1.29	1.63	1.80
股本	3883	4502	4502	4502	4502						
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106						
留存收益	7181	9992	14656	21556	29433						
归属母公司股东权益	17577	30541	36369	43141	50720						
负债和股东权益	46821	64252	77417	77983	107757						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2357	3025	1342	16224	9379
净利润	2682	3715	6001	8637	9542
折旧摊销	1996	2479	2601	3295	4207
财务费用	708	676	825	927	1070
投资损失	-118	-1569	-149	-160	-144
营运资金变动	-2962	-2996	-7936	3525	-5295
其他经营现金流	52	720	-0	-0	-1
投资活动现金流	-4291	-4740	-12076	-6270	-19191
资本支出	4208	5487	9537	3037	15047
长期投资	-59	-1597	-87	-89	-82
其他投资现金流	-142	-851	-2626	-3321	-4226
筹资活动现金流	1441	5795	-2318	-2666	-1141
短期借款	-1653	-1274	0	0	0
长期借款	7611	-1595	-508	-1246	44
普通股增加	0	619	0	0	0
资本公积增加	-40	10433	0	0	0
其他筹资现金流	-4477	-2388	-1810	-1421	-1185
现金净增加额	-485	4043	-13051	7288	-10953

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.4	17.7	45.0	14.9	40.6
营业利润(%)	30.4	50.9	51.8	43.1	10.4
归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	61.5	26.0	10.5
获利能力					
毛利率(%)	18.7	17.1	20.2	22.9	19.9
净利率(%)	7.0	8.2	9.1	10.0	7.8
ROE(%)	14.8	11.8	16.0	18.9	17.5
ROIC(%)	9.9	8.9	11.0	15.9	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	50.9	51.5	41.5	49.3
净负债比率(%)	70.9	27.4	53.8	25.7	42.4
流动比率	0.8	1.1	1.0	1.1	0.9
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.1
应收账款周转率	17.3	23.7	17.3	15.5	15.0
应付账款周转率	4.0	3.3	4.5	5.3	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.29	1.63	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	0.30	3.60	2.08
每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	8.08	9.58	11.27
估值比率					
P/E	55.0	40.2	24.9	19.7	17.9
P/B	8.7	4.7	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	27.1	21.4	15.9	11.1	10.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com