

光伏

报告原因：定期报告点评

2021年4月15日

通威股份(600438.SH)

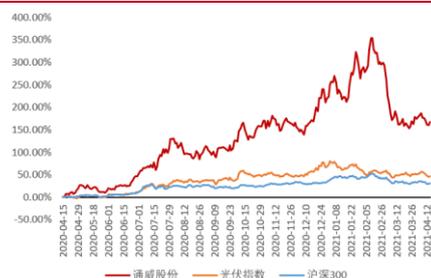
多晶硅量价齐升, 短板补齐稳定增长

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月15日

收盘价(元):	32.28
年内最高/最低(元):	55.50/29.34
流通A股/总股本(亿):	42.88/45.02
流通A股市值(亿):	1367.83
总市值(亿):	1435.99

基础数据：2020年3月31日

基本每股收益	0.86
摊薄每股收益:	0.80
每股净资产(元):	6.78
净资产收益率:	11.81%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

潘海涛：010-83496305

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司同时发布2020年年报和2021年一季报，2020年公司实现营业收入442.00亿元，同比+17.69%；实现归母净利润36.08亿元，同比+36.95%；实现扣非归母净利润24.09亿元，同比+4.06%。2021年Q1公司实现营业收入106.18亿元，同比+35.69%；实现归母净利润8.47亿元，同比+145.99%；实现扣非归母净利润7.96亿元，同比+151.86%。公司业绩基本符合市场预期。

事件点评

2020年Q4业绩受资产减值影响较大，2021年Q1受益硅料业务景气提升。公司2020年Q4实现营业收入125.22亿元，同比+31%，实现归母净利润2.75亿元，同比-29.67%，环比-88.14%，Q4净利润同环比大幅度下滑主要由于公司对于后续取得补贴指标可能性较小的光伏电站资产进行了2.22亿元的减值处理，以及因产线升级改造带来的3.99亿元固定资产报废损失，2020年Q4单季计提资产减值损失2.66亿元，占全年净值的99.34%；计减营业外支出4.60亿元，占全年总额的96.56%。2021年Q1单季公司实现归母净利润8.47亿元，同比+145.99%。由于一季度属于农业板块传统淡季，公司电池片业务受产业链供需影响盈利水平处于历史低位，我们估计2021年Q1公司业绩较大幅度增长主要来自于多晶硅价格持续上涨带来的该项业务的盈利水平上升。

硅料业务迎来量价齐升，盈利水平有望维持高位。2020年全年公司多晶硅出货量8.66万吨，同比增长35.79%，毛利率达到36.78%，相比2019年增长约8.4pct。硅料业务盈利能力大幅增长主要由于需求旺盛导致的多晶硅价格上涨，根据PV Infolink数据，截止2021年Q1末，单晶用料价格已达到约12.5万元/吨，相比2020年初上涨了71.23%，另外，公司不断提升精细化管理水平，实现了持续的降本增效，2020年新增产能生产成本为3.63万元/吨，比2019年平均生产成本降低了16.17%。我们预计2021年光伏装机需求较高，多晶硅供需将维持紧平衡，价格高位有望持续到Q4，且随着乐山二期、保山一期合计10万吨项目年底投产，公司将形成18万吨多晶硅产能，2021年全年公司硅料业务将迎来量价齐升。

电池端出货全球第一，大尺寸及新技术持续推进。2020年公司太阳能电池出货量继续维持全球第一的地位，电池及组件出货量达到22.16GW，



同比增长 66.23%，增速较高，单晶电池毛利率为 16.78%，同比下降约 5.7pct，主要由于上游涨价带来的成本压力难以顺利向下游传导，盈利受到挤压所致，当前盈利水平处于历史低位。2020 年公司眉山一期（7.5GW）21X 大尺寸项目顺利投产，眉山二期（7.5GW）、金堂一期（7.5GW）及与天合光能合作的金堂（15GW）21X 大尺寸电池项目均将于 2021 年投产，届时公司电池产能将超 55GW，其中 166 及以上尺寸占比超过 90%，产品结构进一步优化。公司还持续进行 HJT、Topcon 等新一代电池技术的研发及中试，以保证公司在电池业务的持续领先地位。

➤ **布局硅片补足短板，“渔光一体”电站规模超 2GW。**2020 年公司与天合光能合作启动两期共 15GW 单晶硅棒及切片项目，预计分别于 2021 年和 2022 年投产，补齐公司硅片供应短板。另外，截至 2020 年末公司已建成“渔光一体”光伏电站 45 座，累计装机并网规模超 2GW，逐步实现规模化布局。

➤ **深耕饲料及产业链业务，疫情期间维持正增长。**2020 年公司饲料及相关业务实现营收 208.51 亿元，同增 12.14%，在水产饲料行业产量受疫情影响出现下降的情况下公司水产饲料销量保持了正增长。公司继续深耕饲料相关业务，在质量管理模式、经营理念及盈利模式等方面持续创新，从客户需求出发实现产品差异化定位，品牌影响力进一步提升。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.58\1.63\1.88，对应公司 4 月 15 日收盘价 32.28 元，2021-2023 年 PE 分别为 20.40\19.75\17.18，维持“买入”评级。

风险提示

➤ 产业链价格波动风险；海内外政策变动风险；光伏行业技术迭代风险；汇率波动风险等。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	25,591.6	23,383.1	25,583.8	27,287.9	营业收入	44200.3	57902.4	68845.9	75317.4
现金	6,264.2	300.0	300.0	300.0	营业成本	36648.4	44121.6	53555.2	58325.8
应收账款	1,866.9	3,280.3	3,783.4	3,862.3	营业税金及附加	124.0	231.6	275.4	301.3
其他应收款	797.5	1,136.9	1,356.8	1,440.7	销售费用	778.0	1505.5	1790.0	1958.3
预付账款	1,113.5	1,489.1	2,088.1	2,855.0	管理费用	1808.6	2316.1	2753.8	3012.7
存货	2,773.1	3,384.7	4,108.3	4,474.3	研发费用	1035.3	1505.5	1790.0	1958.3
其他流动资产	12,776.5	13,792.2	13,947.2	14,355.6	财务费用	676.3	509.9	445.7	274.5
非流动资产	38,660.4	54,097.9	57,452.7	61,340.3	加：其他费用	303.5	200.0	200.0	200.0
长期投资	477.7	520.0	479.2	492.3	资产减值损失	-267.8	2.5	0.7	-1.0
固定资产	29,818.6	46,054.5	51,370.2	55,366.8	公允价值变动收益	4.9	0.3	-0.2	0.0
无形资产	1,663.7	1,552.8	1,449.3	1,352.7	投资净收益	1569.4	82.2	73.6	80.5
其他非流动资产	6,700.4	5,970.7	4,154.1	4,128.5	营业利润	4713.2	7992.2	8508.4	9768.1
资产总计	64,251.9	77,481.1	83,036.5	88,628.2	营业外收入	37.0	30.0	30.0	30.0
流动负债	22,380.5	21,921.6	24,095.4	25,395.4	营业外支出	476.4	10.0	10.0	10.0
短期借款	2,349.2	2,049.2	450.0	218.0	利润总额	4273.8	8012.2	8528.4	9788.1
应付账款	3,917.3	6,029.8	6,457.7	7,079.4	所得税	559.1	1201.8	1279.3	1468.2
其他流动负债	16,114.0	13,842.7	17,187.7	18,098.0	净利润	3714.7	6810.3	7249.1	8319.9
非流动负债	10,327.5	13,307.9	10,726.6	8,284.1	少数股东损益	106.8	119.4	154.9	187.6
长期借款	6,296.6	8,676.6	5,956.6	3,161.6	归属母公司净利润	3607.9	6690.9	7094.2	8132.3
其他非流动负债	4,030.9	4,631.4	4,770.0	5,122.5	EBITDA	9103.1	13032.5	14331.6	16100.8
负债合计	32,708.0	35,229.6	34,822.0	33,679.5	EPS (元)	0.9	1.5	1.6	1.8
少数股东权益	1,002.5	1,327.2	1,482.0	1,669.7	主要财务比率				
股本	4,501.5	4,501.5	4,501.5	4,501.5	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	16,105.7	20,746.9	20,714.3	20,719.7	成长能力				
留存收益	9,991.7	15,679.0	21,709.1	28,621.5	营业收入	17.69%	31.00%	18.90%	9.40%
归属母公司股东权益	30,541.4	40,927.4	46,924.9	53,842.8	营业利润	50.92%	69.57%	6.46%	14.81%
负债和股东权益	64,251.9	77,484.1	83,229.0	89,192.0	归属于母公司净利润	36.95%	85.45%	6.03%	14.63%
					获利能力				
					毛利率(%)	17.09%	23.80%	22.21%	22.56%
					净利率(%)	8.16%	11.56%	10.30%	10.80%
					ROE(%)	11.78%	16.12%	14.98%	14.99%
					ROIC(%)	16.55%	22.15%	15.00%	16.31%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.91%	45.47%	41.84%	37.76%
					净负债比率(%)	29.81%	49.27%	46.24%	47.59%
					流动比率	1.14	1.07	1.06	1.07

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,024.9	9,041.5	13,028.2	12,639.3
净利润	3,714.7	6,690.9	7,094.2	8,132.3
折旧摊销	2,479.0	3,224.9	3,787.5	4,299.9
财务费用	726.5	509.9	445.7	274.5
投资损失	-1,569.4	-82.2	-73.6	-80.5
营运资金变动	-7,591.1	-1,424.3	1,619.0	-173.6



其他经营现金流	5,265.1	122.3	155.4	186.7	速动比率	1.02	0.91	0.89	0.90
投资活动现金流	-4,740.3	-19,358.6	-8,852.8	-8,138.0	营运能力				
资本支出	0.0	-19,349.9	-8,999.7	-8,199.9	总资产周转率	0.80	0.82	0.86	0.88
长期投资	-38.0	-42.3	40.8	-13.1	应收账款周转率	32.24	36.05	30.13	31.07
其他投资现金流	-4,702.3	33.6	106.0	75.1	应付账款周转率	11.75	11.64	11.03	11.13
筹资活动现金流	5,795.4	4,083.7	-5,984.5	-4,331.0	每股指标(元)				
短期借款	-1,273.7	-300.0	-1,599.2	-232.0	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.49	1.58	1.81
长期借款	2,207.6	2,380.0	-2,720.0	-2,795.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	2.01	2.89	2.81
普通股增加	619.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	6.78	9.09	10.42	11.96
资本公积增加	10,433.0	4,641.2	-32.6	5.4	估值比率				
其他筹资现金流	-6,190.5	-2,637.5	-1,632.8	-1,309.4	P/E	38.0	21.7	20.5	17.9
现金净增加额	4,080.0	-6,233.4	-1,809.1	170.4	P/B	4.8	3.6	3.1	2.7
					EV/EBITDA	19.25	11.91	10.53	9.19

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
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

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

