

**公司点评**
**通威股份 (600438)**
**电气设备 | 电源设备**
**硅料利润持续释放, 产能扩张坚定推进**

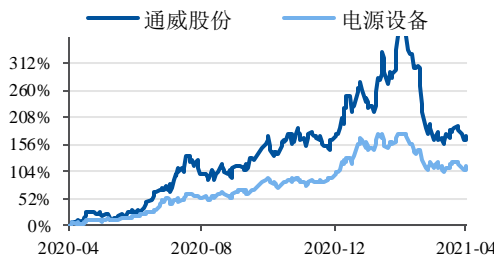
2021年04月14日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 39.8-42.1 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	31.90
52 周价格区间 (元)	11.42-55.50
总市值 (百万)	143599.39
流通市值 (百万)	136782.60
总股本 (万股)	450154.82
流通股 (万股)	428785.57

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
通威股份	2.57	-15.85	186.33
电源设备	-3.95	-11.9	114.8

**杨甫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

0731-84403345

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	37555.12	44200.27	53918.26	69305.12	79165.13
净利润 (百万元)	2634.57	3607.92	5254.76	7149.47	8701.71
每股收益 (元)	0.585	0.801	1.167	1.588	1.933
每股净资产 (元)	3.905	6.785	7.654	8.838	10.278
P/E	54.51	39.80	27.33	20.09	16.50
P/B	8.17	4.70	4.17	3.61	3.10

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

- 2020 年利润增幅 36.1%, 2021Q1 利润增幅 146%。**公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 年实现营收 442 亿元 (yoy+17.7%)、归属净利润 36.1 亿元 (yoy+37.0%)、扣非归属净利润 24.9 亿元 (yoy+4.1%)、经营活动现金净流量 30.25 亿 (yoy+28.31%)，加权 ROE 为 16.13% (同比下滑 0.01pcts)。2021 年一季度公司实现营收 106.2 亿元 (yoy+35.69%)、归属净利润 8.47 亿元 (yoy+145.99%)、扣非净利润 7.96 亿 (yoy+152%)、经营活动净现金流 16.85 亿元 (yoy+288.22%)。公司 2020 年利润略低于预期值 (41.1 亿)，主要为硅料、电池片生产设备改造拆除以及光伏电站未纳入补贴目录产生的减值损失 (约 6 亿元)。
- 降本增量, 硅料业务驱动毛利增长。**公司主营光伏多晶硅料、光伏电池片及农业饲料三大块业务。2020 年公司实现多晶硅料营收 65.39 亿元 (+26.28%)、光伏电池片及组件营收 155.0 亿元 (+14.54%)、饲料、食品及相关业务营收 208.51 亿元 (+12.14%)，毛利额变动幅度分别为 54.3%/-9.1%/-1.7%，高毛利率的多晶硅料业务构成扣非业绩增长主要驱动因素。2020 年硅料行业价格大幅起落，年内价格低点至 5.84 万元/吨、高点至 9.94 万元/吨，公司多晶硅料销售均价约 7.55 万元/吨 (下降 6.9%)，全年平均生产成本 3.87 万元/吨 (下降 10.6%)，销量达到 8.66 万吨 (+35.79%)。
- 产能持续扩张, 硅料及电池片再加码。**截止 2020 年末，公司已有硅料产能 8 万吨/年、电池片产能 27.5GW/年、饲料 1000 万吨/年。主要在建设的为年产 15 万吨硅料产能、年产 28GW 电池片产能。预计 2021 年硅料产能达到 18 万吨/年，电池片产能达到 55GW。根据公司此前公布的发展规划，预计 2022-2023 年硅料产能达到 22 万吨、22-29 万吨，电池片产能达到 60-80GW、80-100GW。除了产能增幅外，公司在成本和技术亦有优势积累，目前公司硅料新产能成本降至 3.63 万元/吨，perc 电池片非硅成本小于 0.2 元/w，HJT 研发产线达到 400MW 规模，最高转换效率达到 25.18%，并拟建设 1GW 级别的 HJT 中试产线。
- 一季度业绩高增长, 员工持股计划增持。**2021Q1 行业硅料价格持续上涨，从年初 8.4 万元/吨增至季末的 12.7 万元/吨，行业电池片价格有承压，166/210 电池片季末价格来到 0.85 元/瓦、0.91 元/瓦，降幅约

9%、6%。估算公司一季度硅料出货量约 2.3 万吨、电池片约 6GW，估算硅料单吨利润近 3 万元、电池片单瓦利润约 0.02 元，硅料业务估算利润 7 亿元，贡献大部分业绩增量。2021 年公司推出员工持股计划，计划金额 13.5 亿元，并按照 1:1 比例设立资管/信托产品，总额上限 27 亿元，截至最新披露情况，已累计投入资金 17.4 亿元，累计购买 5150 万股，占总股本比例 1.14%，持股均价 33.85 元/股。

- **盈利预测。**据公司公告，2021 年预计硅料业务销量超过 9 万吨，电池片业务销量超过 30GW，另有 1GW“鱼光一体”项目新增投建。考虑硅料价格持续走高，以及公司硅料、电池片产能扩张幅度，预计公司 2021-2023 年实现营收 539 亿元、693 亿元、791 亿元，实现净利润 52.5 亿、71.5 亿、87.0 亿，同比增幅为 46%、36%、22%，EPS 分别为 1.17 元/股、1.59 元/股、1.93 元/股，对应市盈率分别为 27 倍、20 倍、17 倍。公司是光伏硅料及光伏电池片环节的领军企业，具备较佳的成本控制能力和产能先发优势，对标今明两年的利润增速，合理市盈率 34-36 倍，合理区间 39.8-42.1 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**硅料价格大幅下降，光伏装机量不及预期，产能投放时点延后，电池片利润持续承压，新技术开发进程延后

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438