通威股份（600438）

2021 年 H1 业绩预告点评：硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位

买入（维持）

2021 年 07 月 01 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	44,200	67,217	87,786	104,164
同比（%）	17.7%	52.1%	30.6%	18.7%
归母净利润（百万元）	3,608	7,333	9,231	10,045
同比（%）	36.9%	103.2%	25.9%	8.8%
每股收益（元/股）	0.84	1.63	2.05	2.23
P/E（倍）	51.42	26.56	21.10	19.39

投资要点

- **事件：**1）公司发布 21 年上半年业绩预告，21H1 公司实现归母净利润 28-30 亿元，同比增长 177%-197%，归母扣非净利润 28-30 亿元，同比增长 192%-213%，其中 Q2 实现归母净利润 19.5~21.5 亿元，同增 192.8%~222.8%，环增 130.2%~153.8%，实现扣非归母净利润 20.04~22.04 亿元。主要得益于多晶硅料供不应求，市场价格同比大幅提升；2）公司计划投资 140 亿元在乐山建设年产 20 万吨高纯晶硅项目，一期 10 万吨计划 22 年底投产。

- **硅料价格高涨，单吨利润达历史峰值。**公司 21 年 H1 预计多晶硅料出货量 4.8~4.9 万吨左右，销量 4.5~4.6 万吨左右。由于 21 年 10 月份前硅料均无新增产能，叠加需求快速增长，硅料价格今年以来快速上涨，预计公司 Q1 均价为 9 万元/吨，同增 32.4%，我们预计 Q2 均价为 16~17 万元/吨，同增 190%~210%，环增 77.8%~88.9%。Q2 硅料盈利水平达到历史峰值，按 3.8 万元/吨生产成本，4.6 万元/吨全成本计算，Q2 公司硅料毛利率达 74%左右，单吨净利润达 8.5 万元/吨，对应净利润约为 19.5 亿元。6 月中旬以来产业链博弈拐点已至，硅料价格见顶，预计下半年价格将略微下调，整体高位震荡，22 年随着新产能投放，硅料价格将进一步下跌，但均价我们预计在 10 万元/吨之上，盈利能力依然强劲。

- **电池片盈利底部，看好后续修复。**公司 21H1 我们预计电池片销量 13.5~14GW，同比+70%~80%，由于硅料硅片价格高涨，今年上半年电池片盈利受到严重挤压，我们预计上半年整体单瓦盈利仅 1 分左右，处于历史低点。一方面近期硅片价格开始松动，中环最新硅片报价下调 0.4-0.7 元/片，电池片厂商开工率上调；另一方面电池片低盈利状态已持续两个季度，有利于龙头肃清电池行业格局，看好下半年硅片价格下降及需求增长带来的盈利修复。

- **扩建20万吨硅料项目，强化龙头地位。**公司规划在乐山市投建年产 20 万吨高纯晶硅项目，总投资预计为 140 亿元，一期投资 70 亿元扩产 10 万吨，计划 22 年底投产。根据我们统计，公司 21 年、22 年底产能将分别达到 18、33 万吨，同比+125%、+83%，公司硅料加速扩产，且与隆基、晶科、晶澳、天合等一体化龙头签订长单锁料保证出货，龙头地位进一步强化。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到今年硅料价格超涨，我们上调公司 21-23 年归母净利润预期为 73.3/92.3/100.5 亿元（原预测 65.29/80.56/90.46 亿元），同比增长 103.2%/25.9%/8.8%，对应 EPS 为 1.63/2.05/2.23 元，我们给予 22 年 28XPE，对应目标价 57.4 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势

市场数据

收盘价(元)	43.27
一年最低/最高价	17.30/55.16
市净率(倍)	6.47
流通 A 股市值(百万元)	194781.99

基础数据

每股净资产(元)	6.93
资产负债率(%)	54.94
总股本(百万股)	4501.55
流通 A 股(百万股)	4501.55

相关研究

1、《通威股份（600438）：20 年报&21 年一季报点评：电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升，融资助力再扩张》2021-04-13
2、《通威股份（600438）：业绩预告点评：20 年出货高增，电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升》2021-04-06
3、《通威股份（600438）：员工持股计划彰显信心，硅料扩产再提速》2021-02-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：1）公司发布 21 年上半年业绩预告，21H1 公司实现归母净利润 28-30 亿元，同比增长 177%-197%，归母扣非净利润 28-30 亿元，同比增长 192%-213%，其中 Q2 实现归母净利润 19.5~21.5 亿元，同增 192.8%~222.8%，环增 130.2%~153.8%，实现扣非归母净利润 20.04~22.04 亿元。主要得益于多晶硅料供不应求，市场价格同比大幅提升；2）公司计划投资 140 亿元在乐山建设年产 20 万吨高纯晶硅项目，一期 10 万吨计划 22 年底投产。

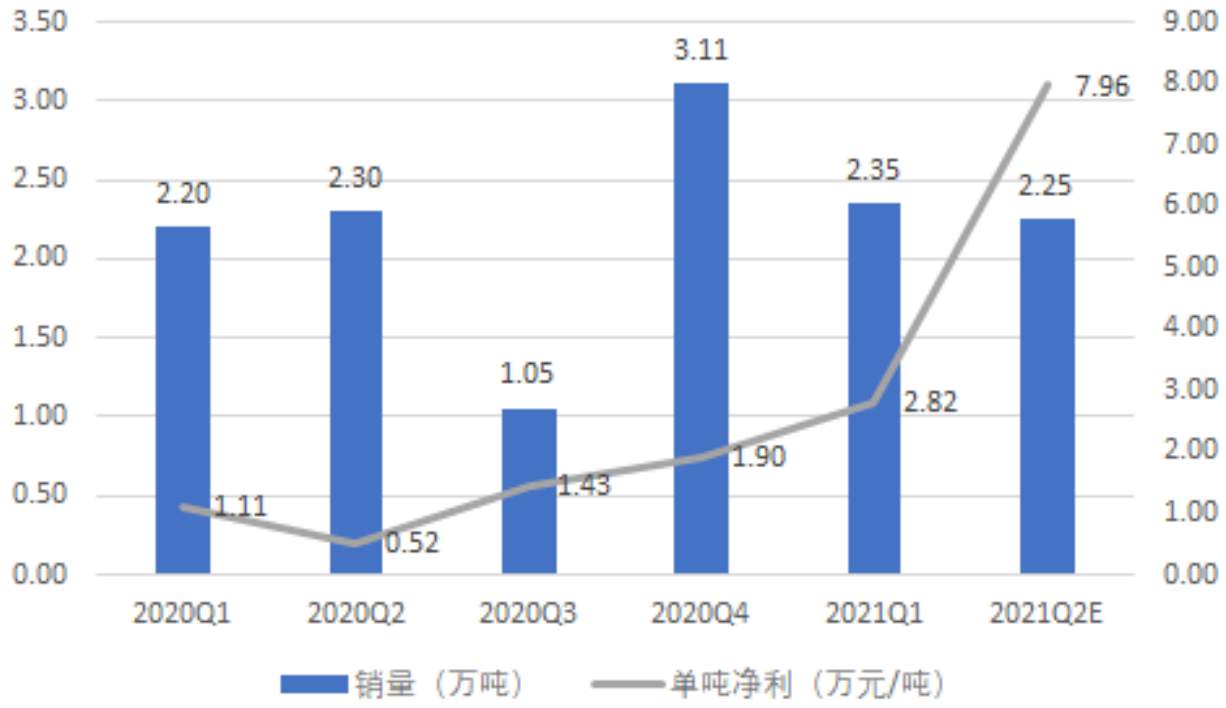
表 1：21H1 公司实现归母净利润 28-30 亿元，同比增长 177%-197%

通威股份	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2021Q1	2020Q2	同比	环比
营业收入	-	187.39	-	-	106.18	109.13	-	-
毛利率	-	16.42%	-	-	20.75%	16.03%	-	-
营业利润	-	12.19	-	-	10.55	7.95	-	-
利润总额	-	12.14	-	-	10.53	7.88	-	-
归属母公司净利润（亿元）	28-30	10.1	177%-197%	19.53-21.53	8.47	6.66	193%-223%	131%-154%
扣非归母净利润（亿元）	28-30	9.59	192%-213%	20.04-22.04	7.96	6.43	211%-243%	152%-177%
归母净利率	-	5.39%	-	-	7.98%	6.10%	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硅料价格高涨，单吨利润达历史峰值。公司 21 年 H1 我们预计多晶硅料出货量 4.8~4.9 万吨左右，销量 4.5~4.6 万吨左右，其中 Q2 销量 2.3 万吨左右，同比环比基本无变化。由于 21 年 10 月份前硅料均无新增产能，叠加需求快速增长，硅料价格今年以来快速上涨，我们预计公司 Q1 均价为 9 万元/吨，同增 32.4%，我们预计 Q2 均价为 16~17 万元/吨，同增 190%~210%，环增 77.8%~88.9%。Q2 硅料盈利水平达到历史峰值，按 3.8 万元/吨生产成本，4.6 万元/吨全成本计算，Q2 公司硅料毛利率达 74%左右，单吨净利润达 8.5 万元/吨，对应净利润约为 19.5 亿元。6 月中旬以来产业链博弈拐点已至，硅料价格见顶，我们预计下半年价格将略微下调，整体高位震荡，22 年随着新产能投放，硅料价格将进一步下跌，但均价预计在 10 万元/吨之上，盈利能力依然强劲。

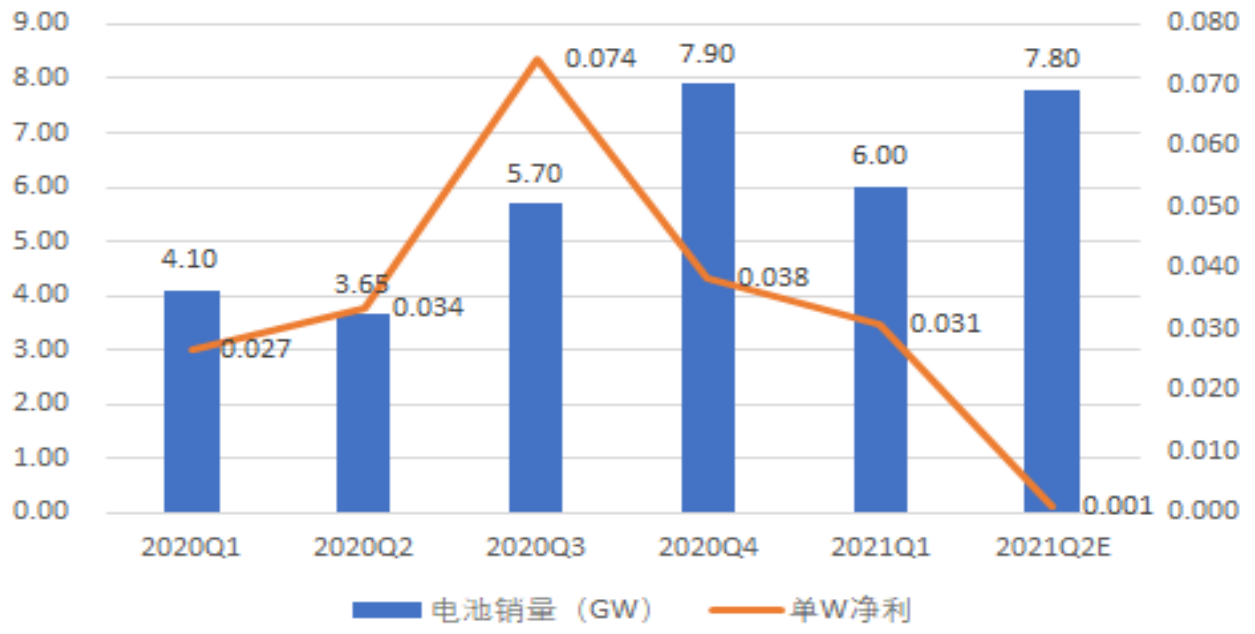
图 1：公司硅料季度销量（万吨）单吨净利（万元/吨）情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电池片盈利底部，看好后续修复。公司 21H1 我们预计电池片销量 13.5~14GW，同比+70%~80%，其中 Q2 出货预计 7.5~8GW，同比约 105%~115%，由于硅料硅片价格高涨，今年上半年电池片盈利受到严重挤压，我们预计上半年整体单瓦盈利仅 1 分左右，处于历史低点。一方面近期硅片价格开始松动，中环最新硅片报价下调 0.4-0.7 元/片，电池片厂商开工率上调；另一方面电池片低盈利状态已持续两个季度，有利于龙头肃清电池行业格局，看好下半年硅片价格下降及需求增长带来的盈利修复。

图 2：公司电池片季度销量（GW）及单瓦净利（元/W）情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扩建 20 万吨硅料项目，强化龙头地位。公司规划在乐山市投建年产 20 万吨高纯晶硅项目，总投资我们预计为 140 亿元，一期投资 70 亿元扩产 10 万吨，计划 22 年底投产。根据我们统计，公司 21 年、22 年底产能将分别达到 18、33 万吨，同比+125%、+83%，公司硅料加速扩产，且与隆基、晶科、晶澳、天合等一体化龙头签订长单锁料保证出货，龙头地位进一步强化。

表 2：公司产能规划情况（万吨）

单位：万吨	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
乐山老产能	1.5	2	2	2	2	2	2	2
乐山一期				3	3	3	3	3
包头一期				3	3	3	3	3
乐山二期						5	5	5
保山一期						5	5	5
包头二期							5	5
乐山三期								5
保山二期								5
乐山四期							10	10
设计产能	1.5	2	2	8	8	18	33	43

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑到今年硅料价格超涨，我们上调公司 21-23 年归母净利润预期为 73.3/92.3/100.5 亿元（原预测 65.29/80.56/90.46 亿元），同比增长 103.2%/25.9%/8.8%，对应 EPS 为 1.63/2.05/2.23 元，我们给予 22 年 28XPE，对应目标价 57.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

通威股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**25591.6**	**27922.8**	**35175.6**	**45342.1**
现金	6264.2	14017.7	6950.3	8799.1
应收账款	2397.8	5524.7	7215.3	11415.2
存货	2773.1	4159.8	5508.2	6764.5
其他流动资产	14156.5	4220.5	15501.8	18363.3
非流动资产	**38660.4**	**48364.5**	**53974.1**	**59476.4**
长期股权投资	477.7	515.7	553.7	591.7
固定资产	32827.5	42549.1	48176.1	53695.9
无形资产	1663.7	1608.2	1552.8	1497.3
其他非流动资产	3691.4	3691.4	3691.4	3691.4
资产总计	**64251.9**	**76287.3**	**89149.6**	**104818.6**
流动负债	**22380.5**	**24796.8**	**27473.8**	**32200.1**
短期借款	4882.9	4882.9	4882.9	4882.9
应付账款	13329.2	8319.6	7344.2	9019.4
其他流动负债	4168.4	11594.3	15246.7	18297.8
非流动负债	**10327.5**	**15827.5**	**20827.5**	**26127.5**
长期借款	6296.6	10296.6	14296.6	18296.6
其他非流动负债	4030.9	5530.9	6530.9	7830.9
负债合计	**32708.0**	**40624.3**	**48301.3**	**58327.5**
少数股东权益	1002.5	1088.6	1196.8	1314.7
归属母公司股东权益	30541.4	34574.5	39651.5	45176.4
负债和股东权益	**64251.9**	**76287.3**	**89149.6**	**104818.6**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3024.9	18595.7	1057.5	10168.0
投资活动现金流	-4740.3	-11542.3	-7971.0	-8298.9
筹资活动现金流	5795.4	700.2	-153.9	-20.3
现金净增加额	4043.3	7753.6	-7067.4	1848.8
折旧和摊销	2419.9	1824.8	2311.5	2746.5
资本开支	-7547.8	-11504.3	-7933.0	-8260.9
营运资本变动	-1965.7	9092.9	-10643.1	-2791.6
企业自由现金流	-2142.2	7272.3	-6445.1	2594.4

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**44200.3**	**67217.1**	**87786.2**	**104163.9**
减:营业成本	36648.4	50611.2	67016.2	82301.8
营业税金及附加	124.0	268.9	351.1	260.4
营业费用	778.0	1680.4	2019.1	1895.8
管理费用	1871.3	5735.3	7253.9	7346.9
财务费用	676.3	410.8	596.5	883.3
投资净收益	1569.4	209.2	150.0	150.0
其他	-958.4	65.3	356.6	265.9
营业利润	**4713.2**	**8785.1**	**11055.9**	**11891.6**
加:营业外净收支	-439.4	0.0	3.0	3.0
利润总额	**4273.8**	**8785.1**	**11058.9**	**11894.6**
减:所得税费用	559.1	1317.8	1658.8	1665.2
少数股东损益	106.8	134.4	169.2	184.1
归属母公司净利润	**3607.9**	**7332.9**	**9230.9**	**10045.2**
EBIT	4965.3	9245.7	11552.5	12674.8
EBITDA	7385.2	11070.5	13864.0	15421.4

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.84	1.63	2.05	2.23
每股净资产(元)	7.12	7.68	8.81	10.04
发行在外股份(百万股)	3882.6	4501.5	4501.5	4501.5
ROIC(%)	11.7%	19.2%	20.6%	18.2%
ROE(%)	11.8%	21.2%	23.3%	22.2%
毛利率(%)	17.1%	24.7%	23.7%	21.0%
EBIT Margin(%)	11.2%	13.8%	13.2%	12.2%
销售净利率(%)	8.2%	10.9%	10.5%	9.6%
资产负债率(%)	50.9%	53.3%	54.2%	55.6%
收入增长率(%)	17.7%	52.1%	30.6%	18.7%
净利润增长率(%)	36.9%	103.2%	25.9%	8.8%
P/E	51.42	26.56	21.10	19.39
P/B	6.07	5.37	4.68	4.11
EV/EBITDA	29.55	20.43	16.87	15.81

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn