

增持

——维持

日期：2021年07月05日

行业：电气设备和新能源



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

分析师：孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870520010001

基本数据 (2021年07月01日)

报告日股价 (元)	43.2
12mth A 股价格区间 (元)	17.41-55.50
总股本 (百万股)	4501.55
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	194466.88
每股净资产 (元)	6.93

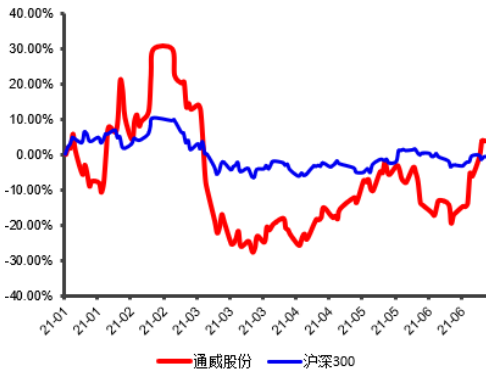
主要股东 (2021Q1)

通威集团有限公司	44.39%
----------	--------

收入结构 (2020A)

饲料	44.17%
太阳能电池及组件	35.07%
多晶硅及化工	14.80%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

# Q2 业绩高速增长，硅料扩产巩固龙头优势

## —21 年中报业绩预告及扩产公告点评

### ■ 公司动态事项

公司发布2021年半年度业绩预增公告。公司预计2021年上半年业绩28-30亿元，同比增长177%-197%；扣非后业绩预计28-30亿元，同比增长192%-213%。

另外，公司公告于乐山投资年产20万吨高纯晶硅项目。

### ■ 事项点评

#### Q2 盈利高速增长，硅料环节利润丰厚

公司预计2021年上半年业绩28-30亿元，对应Q2业绩19.53亿元-21.53亿元，同比增长193%-223%，环比增长130%-154%。公司单季度盈利水平高速增长，主要系Q2硅料价格高企，我们预计Q2公司硅料销量达2.4万吨，环比基本持平；平均售价达15-16万元/吨，环比增长76%-88%。由于硅料生产成本较为刚性，公司硅料环节利润显著增厚，Q2硅料单吨净利预计在7.5-8万元左右，环比增长150%-167%。

#### 硅料乐山扩产，低成本龙头竞争优势强化

公司公告在乐山市投资年产20万吨高纯晶硅项目，总投资额约140亿元人民币，项目分两期各10万吨建设，其中一期计划投资70亿元，预计2022年底前投产，二期项目根据市场及光伏产业发展情况择机启动。截至2020年底，公司已形成高纯晶硅产能8万吨，同时启动了乐山二期、保山一期合计10万吨产能建设，预计将于21年底前投产，届时公司将形成超过18万吨的高纯晶硅产能，另有包头二期5万吨项目预计2022年建成投产，预计22年底前公司将形成33万吨硅料产能，规模优势持续强化。2020年公司乐山一期和包头一期新产能的平均生产成本下降至3.63万元/吨，完全成本约4.27万元/吨，成本管控能力行业领先，长期核心竞争力得以保障。

#### 电池片盈利底部望回暖，新技术持续开拓

2021年在上游价格大幅上涨的背景下，公司电池片业务盈利水平受到挤压，21Q1单瓦净利约2-3分，Q2恐已难有盈利。目前看来，上游价格已经见顶，硅片大厂已率先降价，下游排产亦环比有所回升。公司电池片环节非硅成本已降至0.2元/W以内，行业领先。随着大尺寸产能的逐步落地及产业链价格博弈的逐步平衡，电池片环节盈利有望回暖。同时，公司继续加大对电池新技术的跟踪和研发投入，目前HJT电池最高转换效率已达到25.18%，公司还将建设1GW HJT中试线，进一步完善设备选型、优化工艺技术、提升产品性价比。

### ■ 盈利预测与估值

由于Q2硅料价格涨幅超预期，我们上调公司盈利预测。我们预计公司2021年、2022年和2023年营业收入分别为670.61亿元、780.97亿元和924.38亿元，增速分别为51.72%、16.46%和18.36%；归母净利润分别为84.13亿元、94.10亿元和105.79亿元，增速分别为133.19%、11.85%和12.42%；全面摊薄每股EPS分别为1.87元、2.09元和2.35元，对应PE为23.11倍、20.67倍和18.38倍。未来六个月，我们维持公司“增持”评级。

### ■ 风险提示

全球光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，硅料和电池片价格不及预期、公司产能爬坡及技术进步不及预期。

### ■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	44200.27	67061.22	78096.66	92437.60
增长率(%)	17.69%	51.72%	16.46%	18.36%
归属母公司股东净利润	3607.92	8413.15	9410.29	10579.40
增长率(%)	36.95%	133.19%	11.85%	12.42%
每股收益(元)	0.80	1.87	2.09	2.35
市盈率(X)	53.90	23.11	20.67	18.38

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2021年07月01日收盘价)

**■ 附表**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	23537	31211	39609
应收和预付款项	2714	4208	4775	5757
存货	2773	3831	4507	5410
其他流动资产	12309	13276	13765	14410
长期股权投资	478	576	674	772
投资性房地产	103	103	103	103
固定资产和在建工程	32828	41353	46775	51895
无形资产和开发支出	1664	1799	1843	1933
商誉	636	636	636	636
其他非流动资产	5535	6271	4906	4605
<b>资产总计</b>	<b>64252</b>	<b>94053</b>	<b>109287</b>	<b>125799</b>
短期借款	2349	0	0	0
应付和预收款项	13364	15826	19216	23805
长期借款	6297	7297	10100	12001
其他负债	3309	3309	3309	3309
<b>负债合计</b>	<b>32708</b>	<b>47741</b>	<b>54728</b>	<b>62583</b>
股本	4502	4573	4573	4573
资本公积	16106	22052	22052	22052
留存收益	9066	16336	22933	29739
归属母公司股东权益	30541	45091	53099	61493
少数股东权益	1003	1252	1530	1843
<b>股东权益合计</b>	<b>31544</b>	<b>46342</b>	<b>54629</b>	<b>63336</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>64252</b>	<b>94053</b>	<b>109287</b>	<b>125799</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	3025	12367	15694	18410
投资活动产生现金流量	-4740	-8417	-6784	-7389
融资活动产生现金流量	5795	13322	-1236	-2624
<b>现金流量净额</b>	<b>4043</b>	<b>17272</b>	<b>7674</b>	<b>8398</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>44200</b>	<b>67061</b>	<b>78097</b>	<b>92438</b>
营业成本	36648	50635	59565	71497
营业税金及附加	124	204	228	276
营业费用	778	1274	1453	1719
管理费用	1809	2744	3163	3698
财务费用	676	82	62	-25
研发费用	1035	1978	2234	2496
资产减值损失	-268	-123	-154	-195
投资收益	1569	67	117	139
其他收益	304	335	390	462
<b>营业利润</b>	<b>4713</b>	<b>9985</b>	<b>11166</b>	<b>12551</b>
营业外收支净额	-439	-19	-19	-19
<b>利润总额</b>	<b>4274</b>	<b>9966</b>	<b>11147</b>	<b>12532</b>
所得税	559	1304	1458	1639
<b>净利润</b>	<b>3715</b>	<b>8662</b>	<b>9689</b>	<b>10893</b>
少数股东损益	107	249	279	313
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>3608</b>	<b>8413</b>	<b>9410</b>	<b>10579</b>

**财务比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.09%	24.49%	23.73%	22.65%
EBIT/销售收入	28.38	11.48	9.81	8.31
销售净利率	8.40%	12.92%	12.41%	11.78%
ROE	11.81%	18.66%	17.72%	17.20%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.14	1.90	1.95	1.93
速动比率	0.93	1.64	1.68	1.67
总资产周转率	0.69	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	41.33	3.43	4.75	4.34
存货周转率	13.22	13.22	13.22	13.22

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。