

公司研究

硅料供不应求，电池满产满销，公司盈利实现高增

——通威股份（600438.SH）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布2021年半年度报告，2021H1实现营业收入265.62亿元，同比增长41.75%，实现归母净利润29.66亿元，同比增长193.50%，处于业绩预告的上位区间（预计实现归母净利润28~30亿元，同比增长177%~197%）。

硅料供不应求，电池片满产满销，“渔光一体”电站持续落地，光伏业务维持高速发展态势。（1）硅料业务，公司2021H1实现产量5.06万吨，在销售价格维持高位的情况下平均生产成本进一步下降（乐山一期及包头一期项目平均生产成本从2020年的3.63万元/吨下降至2021H1的3.37万元/吨），**平均毛利率达69.39%**；（2）电池片业务，在硅片供应紧张和原材料价格持续上涨的背景下，公司凭借优秀的产品品质、成本优势和供应商合作继续保持满产满销，2021H1电池及组件销量14.93GW（同比+92.68%），单晶电池毛利率11.65%；（3）光伏发电业务，2021H1末公司建成“渔光一体”电站46座，累计并网规模超2.4GW，实现发电量15.24亿度（2020H1实现发电量9.71亿度）。

持续加码硅料扩产，成本控制能力领先背景下业绩有望维持高增。碳中和背景下公司再度加码硅料扩产，**22年底硅料产能将达到33万吨**，提前完成公司2023年发展规划（原计划2023年实现硅料产能22~29万吨）。2021年7月起硅料价格步入缓跌通道，但供需形势仍偏紧对价格有支撑，年底价格有望维持在180元/kg以上；在2022年光伏需求有望超过200GW的背景下，2022H2硅料供需有望重回紧平衡态势，对硅料价格起到一定支撑作用，**我们判断2022年底硅料价格有望维持在100元/kg以上，全年硅料均价有望维持在110元/kg以上**，在公司成本控制能力优异的背景下将为公司的盈利能力起到显著的支撑作用。

电池片产能稳步扩张，两种技术路线齐头并进。公司与天合光能合作的15GW电池项目正稳步推进，预计22年底公司电池产能总规模超55GW，其中210尺寸超35GW。此外，公司在新增1GW异质结中试线的基础上，计划对现有部分PERC产线进行技改提升，力争2021年下半年建成1GW TOPCon中试线，两种技术路线共同研发推进也有利维持公司在电池片技术环节的领先优势。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司21-23年实现归母净利润79.76/108.73/116.30亿元，对应EPS1.77/2.42/2.58元，当前股价对应21-23年PE为27/20/19倍。公司作为硅料绝对龙头扩产节奏行业领先，未来市占率将进一步提升，且在大尺寸电池/组件环节的布局也有望给公司盈利带来额外增量，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏行业装机不及预期；公司产能投放、产品销售量不及预期；产能过剩价格战激烈程度高于预期；公司技术路线选错或产能扩张无法紧跟趋势。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	60,618	78,036	89,953
营业收入增长率	36.39%	17.69%	37.14%	28.74%	15.27%
净利润(百万元)	2,635	3,608	7,976	10,873	11,630
净利润增长率	30.51%	36.95%	121.06%	36.32%	6.97%
EPS(元)	0.68	0.80	1.77	2.42	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	21.31%	23.69%	21.44%
P/E	71	60	27	20	19
P/B	10.6	7.1	5.8	4.7	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-17

买入（维持）

当前价：47.97元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

联系人：陈无忌

021-52523693

chenwuji@ebsec.com

联系人：和霖

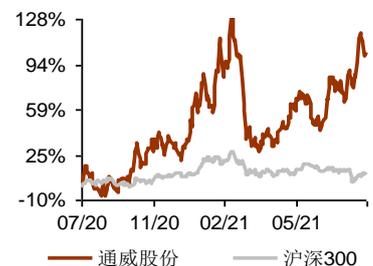
021-52523853

helin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	45.02
总市值(亿元)	2159.39
一年最低/最高(元)	21.51/55.50
近3月换手率	155.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.72	-0.38	-7.70
绝对	-5.09	-5.09	-5.09

资料来源：Wind

相关研报

硅料价格高位运行，公司2021及22年业绩有望维持高增——通威股份（600438.SH）2021年半年度业绩预增公告点评（2021-07-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37,555	44,200	60,618	78,036	89,953
营业成本	30,536	36,648	46,875	59,255	70,832
折旧和摊销	1,988	2,420	2,860	3,136	3,414
税金及附加	123	124	182	234	270
销售费用	975	778	849	1,093	900
管理费用	1,514	1,809	2,425	3,121	3,148
研发费用	1,001	1,035	849	1,561	1,349
财务费用	708	676	587	692	639
投资收益	118	1,569	100	100	100
营业利润	3,123	4,713	9,188	12,518	13,329
利润总额	3,152	4,274	9,213	12,543	13,414
所得税	469	559	1,198	1,631	1,744
净利润	2,682	3,715	8,016	10,913	11,670
少数股东损益	48	107	40	40	40
归属母公司净利润	2,635	3,608	7,976	10,873	11,630
EPS(元)	0.68	0.80	1.77	2.42	2.58

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,357	3,025	3,632	7,185	11,623
净利润	2,635	3,608	7,976	10,873	11,630
折旧摊销	1,988	2,420	2,860	3,136	3,414
净营运资金增加	5,858	2,134	9,688	9,547	5,431
其他	-8,124	-5,137	-16,892	-16,370	-8,852
投资活动产生现金流	-4,291	-4,740	-2,853	-4,400	-4,400
净资本支出	-4,137	-5,354	-4,500	-4,500	-4,500
长期投资变化	440	478	0	0	0
其他资产变化	-594	136	1,647	100	100
融资活动现金流	1,441	5,795	230	-695	-5,793
股本变化	0	619	0	0	0
债务净变化	5,591	-1,477	1,573	2,054	-2,118
无息负债变化	-115	5,452	1,935	1,609	1,418
净现金流	-485	4,043	1,010	2,090	1,430

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.7%	17.1%	22.7%	24.1%	21.3%
EBITDA 率	15.0%	15.5%	20.8%	20.9%	19.3%
EBIT 率	9.7%	9.9%	16.1%	16.9%	15.5%
税前净利润率	8.4%	9.7%	15.2%	16.1%	14.9%
归母净利润率	7.0%	8.2%	13.2%	13.9%	12.9%
ROA	5.7%	5.8%	10.7%	12.6%	12.3%
ROE (摊薄)	15.0%	11.8%	21.3%	23.7%	21.4%
经营性 ROIC	9.6%	9.8%	17.0%	18.9%	18.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	51%	48%	46%	41%
流动比率	0.77	1.14	1.38	1.66	2.04
速动比率	0.63	1.02	1.26	1.53	1.88
归母权益/有息债务	1.35	2.64	2.84	3.02	4.14
有形资产/有息债务	3.34	5.24	5.37	5.42	6.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	46,821	64,252	74,691	86,861	94,557
货币资金	2,693	6,264	7,274	9,364	10,794
交易性金融资产	0	1,532	0	0	0
应收帐款	1,672	1,069	1,637	2,107	2,429
应收票据	457	531	606	780	900
其他应收款 (合计)	805	798	1,212	1,561	1,799
存货	2,416	2,773	3,019	3,528	4,222
其他流动资产	5,310	10,522	18,731	25,699	29,274
流动资产合计	13,743	25,592	34,406	45,213	51,823
其他权益工具	153	153	153	153	153
长期股权投资	440	478	478	478	478
固定资产	24,531	29,819	30,855	31,672	32,256
在建工程	3,538	2,933	3,100	3,225	3,319
无形资产	1,710	1,664	2,100	2,522	2,929
商誉	636	636	636	636	636
其他非流动资产	1,056	1,547	1,547	1,547	1,547
非流动资产合计	33,078	38,660	40,285	41,648	42,734
总负债	28,733	32,708	36,216	39,878	39,178
短期借款	3,623	2,349	3,866	4,920	1,302
应付账款	3,609	3,917	4,688	5,926	7,083
应付票据	5,295	9,412	9,375	8,888	8,500
预收账款	1,571	35	606	780	900
其他流动负债	1,124	130	130	130	130
流动负债合计	17,843	22,381	24,982	27,296	25,358
长期借款	4,089	6,297	7,297	8,297	9,297
应付债券	4,212	410	0	0	0
其他非流动负债	544	782	1,111	1,459	1,697
非流动负债合计	10,889	10,327	11,234	12,582	13,820
股东权益	18,088	31,544	38,475	46,983	55,379
股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502
公积金	6,237	17,031	17,829	18,356	18,356
未分配利润	6,617	9,066	15,160	23,100	31,456
归属母公司权益	17,577	30,541	37,432	45,900	54,256
少数股东权益	511	1,003	1,043	1,083	1,123

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.60%	1.76%	1.40%	1.40%	1.00%
管理费用率	4.03%	4.09%	4.00%	4.00%	3.50%
财务费用率	1.88%	1.53%	0.97%	0.89%	0.71%
研发费用率	2.66%	2.34%	1.40%	2.00%	1.50%
所得税率	15%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.19	0.24	0.53	0.73	0.78
每股经营现金流	0.61	0.67	0.81	1.60	2.58
每股净资产	4.53	6.78	8.32	10.20	12.05
每股销售收入	9.67	9.82	13.47	17.34	19.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	71	60	27	20	19
PB	10.6	7.1	5.8	4.7	4.0
EV/EBITDA	35.9	33.3	18.3	14.3	13.3
股息率	0.4%	0.5%	1.1%	1.5%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE