

通威股份 (600438)

公司研究/点评报告

硅料景气持续，产能扩张坚定

—通威股份 (600438) 2021 年半年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 08 月 18 日

一、事件概述

8 月 18 日，公司发布 2021 年半年报：报告期内实现营业收入 265.62 亿元，同比+41.75%；实现归母净利润 29.66 亿元，同比+193.5%；实现扣非后归母净利润 29.95 亿元，同比+212.24%；EPS 0.66 元，加权平均 ROE 9.31%。其中 2021Q2：营业收入 159.44 亿元，同比+46.10%，环比+50.17%；归母净利润 21.18 亿元，同比+218.1%，环比+149.99%；扣非后归母净利润 21.98 亿元，同比+241.93%，环比+176.12%。

二、分析与判断

➤ 业绩高增，费用率稳定

上半年业绩高增，接近此前业绩预告上限。上半年综合毛利率 24.24%，同比+7.82 pct，主要为硅料处于景气周期、量价提升，叠加公司产业协同、管理优化所致。上半年光伏业务毛利率 33.13%，农牧业务毛利率 9.61%。费用率变化不大，上半年费用率 9.6%，同比-0.34 pct（销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.52%、4.05%、2.96%、1.06%，同比分别-0.88 pct、+0.59 pct、+0.49 pct、-0.54 pct）。

➤ 硅料：景气持续量价齐升，产能扩张坚定

上半年硅料实现满产满销，产能利用率高达 126.5%，销量约 5 万吨，其中 Q2 销量 2.6 万吨，平均出货价格 16-17 万元/吨。公司成本优势继续加强，上半年硅料生产成本 3.65 万元/吨（乐山一期及包头一期项目平均生产成本 3.37 万元/吨）。凭借成本与规模优势，公司未来产能扩张坚定，新产能释放进度快于竞争对手，充分享受行业高景气。预计乐山二期 5 万吨、保山一期 5 万吨将于 2021 年底投产，包头二期 5 万吨将于 2022 年内投产，同时规划乐山 20 万吨新产能，一期 10 万吨预计 2022 年底投产。预计 2022 年底公司产能达 33 万吨，进一步夯实硅料龙头地位。

➤ 电池片：产业协同带来盈利一枝独秀，继续引领技术创新

在上半年硅料紧缺大背景下，受上下游价格挤压以及开工率降低带来成本上升，电池片企业普遍盈利较差。公司电池片通过与硅料业务协同、充分保障硅片稳定供应，电池继续满产满销，Q2 电池出货 7GW，单晶电池单 W 净利 3.5 分以上，非硅成本全面低于 0.2 元/W，在二季度电池企业普遍亏损的情况下公司盈利能力一枝独秀，进一步拉开差距。产品结构上持续优化，166 及以上大尺寸出货占比达到 65%，6 月 210 尺寸产品出货量占比已提升至 37%。产能方面，扩产稳步推进，预计 2022 年公司电池产能总规模超过 55GW，其中 210 大尺寸电池产能规模将超过 35GW。新型电池技术路线上，公司异质结与 TOPCon 齐头并进，量产推进走在行业前列。金堂 1GW 异质结中试线已调试完毕，进入产能爬坡阶段，TOPCon 下半年新增 1GW 中试线，预计年底投产。公司专业化电池厂行业地位进一步增强。

三、投资建议

基于硅料涨价超预期以及公司扩产加速，我们调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 77.85、115.56、135.9 亿元（前预测值分别 56.21、67.1、82.51 亿元），同比增速 115.8%、48.4%、17.6%，当前股价对应 PE 分别为 28、19、16 倍。参考当前 CS 光伏产业 58 倍 PE-TTM，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏需求不及预期，产品价格下跌超预期，技术路线变化，资产减值及报废损失

推荐

维持评级

当前价格： 47.97 元

交易数据 2021-8-17

近 12 个月最高/最低(元)	54.09/21.92
总股本(百万股)	4,502
流通股本(百万股)	4,502
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,159
流通市值(亿元)	2,159

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号： S0100120120042

电话： 021-60876734

邮箱： dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

- 1.通威股份(600438):硅料全年高景气持续，融资扩产提速
- 2.【民生电新】通威股份(600438)点评报告：与天合共同投资光伏产业链，深化战略布局

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	44,200	65,808	86,375	109,185
增长率 (%)	17.7	48.9	31.3	26.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,608	7,785	11,556	13,590
增长率 (%)	36.9	115.8	48.4	17.6
每股收益 (元)	0.86	1.73	2.57	3.02
PE (现价)	56	28	19	16
PB	7.1	5.8	4.5	3.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	44,200	65,808	86,375	109,185
营业成本	36,648	50,330	63,983	80,945
营业税金及附加	124	184	242	306
销售费用	778	1,500	2,868	4,040
管理费用	1,809	2,303	3,023	3,821
研发费用	1,035	1,645	2,246	3,276
EBIT	3,806	9,844	14,014	16,797
财务费用	676	570	514	535
资产减值损失	(268)	(205)	105	(240)
投资收益	1,569	150	100	100
营业利润	4,713	9,268	13,757	16,179
营业外收支	(439)	0	0	0
利润总额	4,274	9,268	13,757	16,179
所得税	559	1,390	2,064	2,427
净利润	3,715	7,877	11,693	13,752
归属于母公司净利润	3,608	7,785	11,556	13,590
EBITDA	6,285	13,172	18,325	21,893
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	10762	21535	34524
应收账款及票据	1600	3948	5183	6551
预付款项	1113	654	768	971
存货	2777	4327	4514	5327
其他流动资产	811	901	980	2621
流动资产合计	25592	35159	47413	65040
长期股权投资	478	678	778	878
固定资产	29830	39030	47830	53030
无形资产	1664	1607	1552	1500
非流动资产合计	38660	49686	58276	61480
资产合计	64252	84845	105688	126520
短期借款	2349	3226	5268	6726
应付账款及票据	13329	20132	25593	28331
其他流动负债	130	130	130	130
流动负债合计	22381	33496	42547	48527
长期借款	6297	8797	9797	11797
其他长期负债	1504	1504	1504	1504
非流动负债合计	10327	12827	13827	15827
负债合计	32708	46324	56374	64355
股本	4502	4502	4502	4502
少数股东权益	1003	1095	1233	1395
股东权益合计	31544	38521	49314	62166
负债和股东权益合计	64252	84845	105688	126520

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	17.7	48.9	31.3	26.4
EBIT 增长率	11.7	158.7	42.4	19.9
净利润增长率	36.9	115.8	48.4	17.6
盈利能力				
毛利率	17.1	23.5	25.9	25.9
净利润率	8.2	11.8	13.4	12.4
总资产收益率 ROA	5.6	9.2	10.9	10.7
净资产收益率 ROE	11.8	20.8	24.0	22.4
偿债能力				
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.3
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.2
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	11.2	12.5	12.4	12.0
存货周转天数	25.5	25.4	24.8	25.2
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.7	2.6	3.0
每股净资产	6.8	8.3	10.7	13.5
每股经营现金流	0.7	3.7	4.9	4.7
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	55.9	27.7	18.7	15.9
PB	7.1	5.8	4.5	3.6
EV/EBITDA	30.2	14.9	10.3	8.1
股息收益率	0.5	0.4	0.4	0.4

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,715	7,877	11,693	13,752
折旧和摊销	2,722	3,072	4,365	4,805
营运资金变动	(2,996)	5,269	5,473	1,675
经营活动现金流	2,974	16,636	22,160	21,020
资本开支	5,354	14,001	12,800	8,200
投资	182	(48)	(1)	(1)
投资活动现金流	(4,740)	(14,141)	(12,880)	(9,841)
股权募资	6,420	0	0	0
债务募资	1,293	2,500	1,000	500
筹资活动现金流	5,795	1,913	1,414	170
现金净流量	4,030	4,407	10,694	11,349

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。