

## 硅料产能持续扩张，电池片盈利可观

——通威股份（600438）点评报告

买入（维持）

2021年08月19日

### 报告关键要素：

公司发布 21 年中报，21H1 实现营收 265.62 亿元，同比+41.75%；归母净利润 29.66 亿元，同比+193.5%。业绩增长原因主要系光伏板块经营规模扩大、产品价格提升所致。

### 投资要点：

**硅料成本大幅下降，产能持续快速扩张：**公司硅料满产满销，产能利用率达 126.5%。截至 21H1 底，公司已形成高纯晶硅年产能 8 万吨。上半年公司实现硅料出货量 5.06 万吨，其中 Q2 出货 2.6 万吨，98%以上为单晶料。在工业硅价格大幅上涨的情况下，公司硅料生产成本仍大幅下降，体现了公司强大的降本能力。21H1 公司平均生产成本降至 3.57 万元/吨，其中新产能成本在 3.2-3.4 万元/吨。产能方面，公司维持高速扩产节奏，预计 21 年底产能达到 18 万吨，22 年底 33 万吨，出货量预计 22 万吨。

**电池片满产保持盈利，发力 N 型、大尺寸未来可期：**公司上半年实现电池片及组件销量 14.93GW，同比增长 92.68%，其中单晶 12.3GW。在上半年硅片偏紧的情况下，公司保持满产，单晶电池毛利率达到 11.65%，远高于行业平均水平。公司电池片盈利水平高的原因，一方面是高开工率摊薄成本；另一方面，公司各类型电池片成本全面降至 0.2 元/W 以下，成本水平保持行业领先地位。公司大尺寸电池出货量显著增加，6 月 210 尺寸产品出货量占比已提升至 37%。随着金堂一期项目产能的逐步爬坡，下半年 210 尺寸出货占比将进一步提升。此外，公司大力研发 N 型电池，HJT 良率已经达到 98%-99%，预计公司明年 N 型电池有望放量。

**农牧板块维持稳定，渔光一体持续发展：**公司上半年农业板块整体稳定，实现饲料销量 216.56 万吨，同比下降 7.17%，营收 98.95 亿元，同比+16.59%，净利润约 1.5 亿元。在电站方面，公司坚持渔光一体项目的运营，目前电站容量超过 2.4GW，Q2 实现约 1.6 亿元利润。

**盈利预测与投资建议：**基于对下半年及未来硅料价格持乐观态度，我们上调公司盈利预测。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 731.79/920.28/1161.72 亿元，归母净利润分别为 87.78/114.64/135.66 亿元，EPS 分别为 1.95/2.55/3.01 元/股。维持买入评级。

**风险因素：**硅料、电池片价格不及预期；上游原材料价格大幅上涨；新产能投产不及预期；N 型电池进度不及预期。

### 基础数据

总股本(百万股)	4,501.55
流通A股(百万股)	4,501.55
收盘价(元)	47.45
总市值(亿元)	2,135.98
流通A股市值(亿元)	2,135.98

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

### 相关研究

硅料高景气，电池片大幅扩产增厚利润  
万联证券研究所 20201023-公司跟踪报告  
-AAA-通威股份（600438）跟踪报告  
万联证券研究所 20200828-公司跟踪报告  
-AAA-赢合科技（300457.SZ）跟踪报告

### 分析师：

江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

### 研究助理：

郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	44200.27	73178.90	92028.18	116172.33
增长比率(%)	18	66	26	26
净利润(百万元)	3607.92	8778.35	11464.00	13566.29
增长比率(%)	37	143	31	18
每股收益(元)	0.80	1.95	2.55	3.01
市盈率(倍)	59.20	24.33	18.63	15.74
市净率(倍)	6.99	4.66	3.04	2.12

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>44200</b>	<b>73179</b>	<b>92028</b>	<b>116172</b>
%同比增速	18%	66%	26%	26%
营业成本	36648	55133	67343	86541
毛利	7552	18046	24685	29631
%营业收入	17%	25%	27%	26%
税金及附加	124	241	304	383
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	778	1683	2301	2672
%营业收入	2%	2%	3%	2%
管理费用	1809	2634	3497	4182
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	1035	1756	2761	3137
%营业收入	2%	2%	3%	3%
财务费用	676	874	1259	1498
%营业收入	2%	1%	1%	1%
资产减值损失	-268	-389	-200	-200
信用减值损失	-25	0	0	0
其他收益	304	366	414	523
投资收益	1569	263	322	407
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	-1	37	46	58
<b>营业利润</b>	<b>4713</b>	<b>11134</b>	<b>15147</b>	<b>18546</b>
%营业收入	11%	15%	16%	16%
营业外收支	-439	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4274</b>	<b>11134</b>	<b>15147</b>	<b>18546</b>
%营业收入	10%	15%	16%	16%
所得税费用	559	1592	2119	2586
净利润	3715	9542	13027	15960
%营业收入	8%	13%	14%	14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3608</b>	<b>8778</b>	<b>11464</b>	<b>13566</b>
%同比增速	37%	143%	31%	18%
少数股东损益	107	763	1563	2394
EPS (元/股)	0.80	1.95	2.55	3.01

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.80	1.95	2.55	3.01
BVPS	6.78	10.18	15.59	22.36
PE	59.20	24.33	18.63	15.74
PEG	1.30	0.17	0.61	0.86
PB	6.99	4.66	3.04	2.12
EV/EBITDA	28.38	14.20	10.82	8.61
ROE	12%	19%	16%	13%
ROIC	8%	14%	14%	12%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	17948	17201	26041
交易性金融资产	1532	1532	1532	1532
应收票据及应收账款	1600	3690	4300	5368
存货	2773	4192	5147	6592
预付款项	1113	1166	1537	2036
合同资产	989	818	1201	1624
其他流动资产	11320	11993	12398	12894
流动资产合计	25592	41339	43316	56086
长期股权投资	478	528	628	728
固定资产	29830	42196	66690	95305
在建工程	2998	7998	15998	20998
无形资产	1664	1978	2173	2368
商誉	636	636	636	636
递延所得税资产	416	416	416	416
其他非流动资产	2640	2679	2719	2759
<b>资产总计</b>	<b>64252</b>	<b>97769</b>	<b>132575</b>	<b>179295</b>
短期借款	2349	10000	10000	15000
应付票据及应付账款	13329	17979	22417	29057
预收账款	35	1576	1657	1895
合同负债	2303	1732	2468	3399
应付职工薪酬	736	1191	1433	1834
应交税费	220	414	484	621
其他流动负债	5757	13965	14279	19794
流动负债合计	22381	36857	42738	56600
长期借款	6297	9297	12297	12297
应付债券	410	410	410	410
递延所得税负债	312	312	312	312
其他非流动负债	3309	3309	3309	3309
<b>负债合计</b>	<b>32708</b>	<b>50185</b>	<b>59066</b>	<b>72927</b>
归属于母公司的所有者权益	30541	45818	70180	100645
少数股东权益	1003	1766	3329	5723
<b>股东权益</b>	<b>31544</b>	<b>47584</b>	<b>73510</b>	<b>106368</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>64252</b>	<b>97769</b>	<b>132575</b>	<b>179295</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3025</b>	<b>16952</b>	<b>22055</b>	<b>28300</b>
投资	182	-50	-100	-100
资本性支出	-5354	-15138	-24589	-23078
其他	432	213	272	357
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4740</b>	<b>-14975</b>	<b>-24417</b>	<b>-22821</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	6420	0	0	0
银行贷款增加(减少)	14436	10651	3000	5000
筹资成本	-1299	-945	-1384	-1639
其他	-13761	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5795</b>	<b>9706</b>	<b>1616</b>	<b>3361</b>
<b>现金净流量</b>	<b>4043</b>	<b>11683</b>	<b>-747</b>	<b>8840</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场