

通威股份 (600438.SH)

可转债正式审核通过，硅料龙头加速产能释放

事件：公司发布《关于公开发行可转换公司债券申请获中国证监会发行审核委员会审核通过的公告》。

可转债发审会获证监会审核通过，加速公司光伏材料产能建设。12月6日，公司公开发行可转债申请正式获得证监会发审委通过，拟募集120亿元资金，其中56亿元用于乐山二期5万吨、包头二期5万吨多晶硅产能建设，29亿元用于15GW单晶硅片产能建设，另有35亿元用于补充公司流动资金。公司目前加速推动硅料及硅片产能建设，投资强度要求较高，可转债的顺利推进有望缓解公司资金压力，保障新增产能有序释放。

行业多晶硅龙头新建项目稳定释放，持续推动硅料降本增效。根据通威集团公众号的信息，11月30日永祥新能源二期5.1万吨硅料项目首批高纯晶硅成功出炉，产品一次性即达到领先水平，质量爬坡速度领先行业，预期产量爬坡速度也将得到进一步提升，加速实现量产供应，缓解行业当前硅料供需紧张格局。此外，在成本管控方面，该项目采用具备自主知识产权的“第六代永祥法”，可以将综合电耗降至45KWh/Kg-Si以内、热能消耗降至0、硅元素单耗降至1.04、质量提升至电子二级以上，大幅刷新行业先进指标，有望进一步推动硅料生产全成本下降。另外公司同期建设的1000吨电子级验证线也在按计划推进，该装置投产后有望将高纯晶硅产品质量上更进一步，向更高质量标准进行提升。

硅料龙头布局大规模产能扩张，巩固领先地位，长单锁定硅料需求，保障产能释放。公司作为行业领先的多晶硅企业，率先布局大规模产能扩张，目前公司拥有13万吨多晶硅产能，在建保山一期5万吨项目预计2021年底前投产，2022年包头二期5万吨及乐山三期10万吨项目有望相继投产，推动公司产能提升至33万吨，巩固领先地位。根据公司《公开发行可转换公司债券申请文件之二次反馈意见的回复》，目前包含内部使用的硅料在手订单，对应2022年为20.92万吨，对应2023年为23.36万吨，此外，公司与硅片行业新进入者如青海高景、内蒙双良等保持了密切的沟通与合作，将充分保障公司新增产能的释放。

加速电池片大尺寸转型，积极推动N型技术布局。电池片业务方面，公司加速向大尺寸转型，2021年6月公司210出货占比提升至37%，随着金堂一期项目产能的逐步爬坡，210尺寸出货占比有望进一步提升。随着在建电池片产能陆续投产，预计2022年公司电池总产能超过55GW，其中210电池产能将超过35GW。N型技术方面，公司围绕HJT、TOPCon两条技术路线均有布局。在异质结方面，公司2019年投产400MW试验线，最高转换效率达到25.18%，量产转换效率达到24.66%，目前公司已新增建设1GW异质结中试线，正加速产能爬坡过程。在TOPCon方面，公司2020年启动基于210尺寸的技术研发，量产转换效率达到24.10%，将加速推动1GW TOPCon中试线的建设，积极把握电池技术变革历史节点，保持行业领先地位。

业绩预测：预计公司2021~2023年实现归母净利润87.49/146.19/158.11亿元，对应PE估值23.1/13.9/12.8倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不及预期，公司产能不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	72,021	93,553	119,593
增长率 yoy (%)	36.4	17.7	62.9	29.9	27.8
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	8,749	14,619	15,811
增长率 yoy (%)	30.5	36.9	142.5	67.1	8.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.59	0.80	1.94	3.25	3.51
净资产收益率 (%)	14.8	11.8	22.0	27.3	23.0
P/E (倍)	76.9	56.1	23.1	13.9	12.8
P/B (倍)	12.1	6.6	5.2	3.8	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年12月7日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
12月7日收盘价(元)	44.98
总市值(百万元)	202,479.64
总股本(百万股)	4,501.55
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	66.40

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《通威股份(600438.SH): 业绩符合预期, 硅料龙头加速扩张》2021-10-26
- 《通威股份(600438.SH): 电池片盈利超预期, 硅料龙头地位巩固》2021-08-18
- 《通威股份(600438.SH): 上半年业绩高速增长, 加码硅料巩固龙头地位》2021-07-02

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13743	25592	31587	31032	42899
现金	2693	6264	3601	4678	5980
应收票据及应收账款	2129	1600	6735	5336	10610
其他应收款	805	798	1814	1578	2759
预付账款	390	1113	1336	1846	2222
存货	2416	2773	5057	4551	8286
其他流动资产	5310	13043	13043	13043	13043
非流动资产	33078	38660	52596	62280	74309
长期投资	440	478	565	663	744
固定资产	24536	29830	44613	54699	66750
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965
其他非流动资产	6392	6689	5613	5041	4850
资产总计	46821	64252	84182	93312	117208
流动负债	17843	22381	33537	28982	37792
短期借款	3623	2349	13560	7557	10785
应付票据及应付账款	8904	13329	11251	14357	15865
其他流动负债	5317	6702	8727	7067	11142
非流动负债	10889	10327	10196	9512	8953
长期借款	8301	6707	6575	5891	5333
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621
负债合计	28733	32708	43733	38494	46746
少数股东权益	511	1003	1159	1478	1843
股本	3883	4502	4502	4502	4502
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106
留存收益	7181	9992	16914	28848	42202
归属母公司股东权益	17577	30541	39290	53340	68620
负债和股东权益	46821	64252	84182	93312	117208

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2357	3025	4610	22617	16695
净利润	2682	3715	8905	14938	16176
折旧摊销	1996	2479	2756	3853	4929
财务费用	708	676	850	1006	1048
投资损失	-118	-1569	-79	-20	-144
营运资金变动	-2962	-2996	-7823	2839	-5314
其他经营现金流	52	720	-0	-0	-1
投资活动现金流	-4291	-4740	-16612	-13517	-16814
资本支出	4208	5487	13848	9587	11947
长期投资	-59	-1597	-87	-89	-82
其他投资现金流	-142	-851	-2851	-4019	-4948
筹资活动现金流	1441	5795	-1872	-2020	-1807
短期借款	-1653	-1274	0	0	0
长期借款	7611	-1595	-132	-684	-558
普通股增加	0	619	0	0	0
资本公积增加	-40	10433	0	0	0
其他筹资现金流	-4477	-2388	-1740	-1336	-1248
现金净增加额	-485	4043	-13874	7079	-1926

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37555	44200	72021	93553	119593
营业成本	30536	36648	55305	67860	90666
营业税金及附加	123	124	254	319	389
营业费用	975	778	1080	1403	1794
管理费用	1514	1809	2737	3555	4545
研发费用	1001	1035	1584	2058	2631
财务费用	708	676	850	1006	1048
资产减值损失	-5	-268	-75	-116	-153
其他收益	214	304	204	123	230
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
投资净收益	118	1569	79	20	144
资产处置收益	140	-1	-1	-1	-1
营业利润	3123	4713	10568	17610	19048
营业外收入	42	37	29	31	35
营业外支出	14	476	129	158	194
利润总额	3152	4274	10467	17482	18889
所得税	469	559	1562	2544	2713
净利润	2682	3715	8905	14938	16176
少数股东损益	48	107	156	319	365
归属母公司净利润	2635	3608	8749	14619	15811
EBITDA	5834	7150	13974	22242	24566
EPS (元)	0.59	0.80	1.94	3.25	3.51

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.4	17.7	62.9	29.9	27.8
营业利润(%)	30.4	50.9	124.2	66.6	8.2
归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	142.5	67.1	8.2
获利能力					
毛利率(%)	18.7	17.1	23.2	27.5	24.2
净利率(%)	7.0	8.2	12.1	15.6	13.2
ROE(%)	14.8	11.8	22.0	27.3	23.0
ROIC(%)	9.9	8.9	14.8	21.8	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	50.9	52.0	41.3	39.9
净负债比率(%)	70.9	27.4	53.1	25.5	22.2
流动比率	0.8	1.1	0.9	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	17.3	23.7	17.3	15.5	15.0
应付账款周转率	4.0	3.3	4.5	5.3	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.94	3.25	3.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	1.02	5.02	3.71
每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	8.73	11.85	15.24
估值比率					
P/E	76.9	56.1	23.1	13.9	12.8
P/B	12.1	6.6	5.2	3.8	3.0
EV/EBITDA	37.0	29.5	16.0	9.7	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 7 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com