产能领先释放充分受益硅料高景气，电池片技术路线清晰

——通威股份（600438）2021 年半年报点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

公司披露 2021 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 265.62 亿元，同比增长 41.75%；归属于上市公司股东的净利润 29.66 亿元，同比增长 193.50%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 29.95 亿元，同比增长 212.24%；经营活动现金净流入 30.80 亿元，同比增长 203.13%；基本每股收益 0.6588 元。

❖ 点评

硅料生产成本持续优化，产能利用率超 100%。截至 2021 年 6 月末，公司硅料年产能 8 万吨。上半年，公司硅料持续满产满销，产能利用率 126.50%，产量 5.06 万吨；公司平均生产成本 3.65 万元/吨，其中乐山一期 3 万吨及包头一期 3 万吨的新产能平均生产成本 3.37 万元/吨，相比今年一季度公司硅料平均生产成本 3.7 万元/吨继续优化。上半年公司硅料业务平均毛利率为 69.39%。硅料成本主要来源于折旧和电费成本，公司新产能单位投资成本逐年降低，相应折旧费用较少，且公司硅料产能均布局在四川乐山、内蒙包头、云南保山这类低电价地区，享有电价优势，此外，当前高耗能行业产能规模扩张有一定阻力，公司积极布局低电价地区产能，具有先发优势。预计乐山二期、保山一期合计 10 万吨项目将于 2021 年底前投产，公司将成为行业中较早进行新产能投放的硅料企业，充分受益行业高景气。

公司电池片业务技术布局领先，与硅料业务形成良好互补，可平滑硅料业务周期性波动。截至 2021 年 6 月末，公司电池片年产能 35GW，据公司公告，当前公司 1GW HJT 中试线已调试完毕，产线处于爬坡阶段，力争下半年建成 1GW Topcon 中试线，公司电池片技术布局在行业中处领先水平。上半年，公司电池及组件销量 14.93GW，同比增长 92.68%，实现满产满销，其中单晶电池毛利率 11.65%。由于硅片供应紧张和价格的持续上涨，电池行业开工率普遍下调，公司电池片业务毛利率明显下降。我们认为，2021 年，电池片环节盈利受上游涨价影响较大，预计 2022 年转好，展望 2022 年，上游硅片环节格局逐步分散化，或削弱其议价能力，且明年下半年，硅料环节供给将相对宽松，倘若硅料价格下调，电池片环节有望回归合理利润。硅料环节由于其投资金额较大、投产周期长，呈现出周期性强的特点，公司电池片、硅料业务间可形成良好互补，从整体上平滑硅料业务的周期性波动。

❖ 维持公司“增持评级”

预计公司 2021-2023 年分别实现归属母公司股东净利润 72.54、92.24、107.02 亿元，折合 EPS 分别为 1.60、2.04、2.36 元/股，对应 PE 分别为 30、24、20 倍，维持公司“增持”评级。

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司点评
所属行业	电力设备与新能源
报告时间	2021/8/18
前收盘价	47.97 元
公司评级	增持评级

分析师

白竣天
证书编号：S1100518070003
baijuntian@cczq.com

联系人

陈思同
证书编号：S1100120070004
chensitong@cczq.com

吴灿
证书编号：S1100121070005
wucan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

风险提示：原材料价格波动风险、下游需求不及预期、项目进度不及预期。

❖ 盈利预测与估值

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	44,200.27	62,952.89	73,511.8	84,193.6
增长率(%)	17.69	42.43	16.77	14.53
EBITDA（百万元）	9,103.12	10,390.23	12,916.1	14,719.1
净利润（百万元）	3,607.92	7,253.74	9,223.60	10,701.6
增长率(%)	36.95	101.05	27.16	16.02
EPS（元/股）	0.80	1.60	2.04	2.36
市盈率（P/E）	59.85	29.93	23.54	20.29
市净率（P/B）	7.07	6.09	5.16	4.38
市销率（P/S）	4.89	3.45	2.95	2.58
EV/EBITDA	19.20	20.85	16.26	13.78

资料来源：公司公告、川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/08/17

盈利预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,264.17	13,866.75	20,632.22	27,820.73
应收票据及应收账款	1,600.32	3,645.76	2,480.23	4,535.91
预付账款	1,113.46	818.93	1,406.95	1,143.57
存货	2,773.08	4,230.34	3,660.09	5,530.10
其他	13,840.53	14,816.94	14,769.08	15,178.57
流动资产合计	**25,591.55**	**37,378.71**	**42,948.55**	**54,208.88**
长期股权投资	477.74	477.74	477.74	477.74
固定资产	29,829.60	31,926.92	34,087.29	36,179.19
在建工程	2,997.90	3,498.95	3,749.48	3,874.74
无形资产	1,663.71	1,601.85	1,540.00	1,478.14
其他	3,691.45	3,705.59	3,837.10	3,968.60
非流动资产合计	**38,660.40**	**41,211.05**	**43,691.60**	**45,978.41**
资产总计	**64,251.95**	**78,589.76**	**86,640.15**	**100,187.29**
短期借款	2,349.15	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	13,329.25	14,276.26	17,399.00	20,107.13
其他	6,702.12	9,437.21	7,730.23	10,902.25
流动负债合计	**22,380.52**	**27,713.46**	**29,129.22**	**35,009.38**
长期借款	6,296.59	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付债券	410.10	400.00	400.00	400.00
其他	3,620.80	3,800.00	4,000.00	4,200.00
非流动负债合计	**10,327.48**	**14,200.00**	**14,400.00**	**14,600.00**
负债合计	**32,708.00**	**41,913.46**	**43,529.22**	**49,609.38**
少数股东权益	1,002.54	1,002.54	1,002.54	1,002.54
股本	4,501.55	4,525.65	4,525.65	4,525.65
资本公积	16,105.69	16,105.69	16,105.69	16,105.69
留存收益	26,097.37	31,148.11	37,582.74	45,049.72
其他	(16,163.21)	(16,105.69)	(16,105.69)	(16,105.69)
股东权益合计	**31,543.95**	**36,676.29**	**43,110.93**	**50,577.91**
负债和股东权益总计	**64,251.95**	**78,589.76**	**86,640.15**	**100,187.29**

现金流量表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,714.74	7,253.74	9,223.60	10,701.63
折旧摊销	2,479.05	1,463.49	1,650.96	1,844.70
财务费用	726.48	575.11	649.36	559.72
投资损失	(1,569.38)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(7,424.82)	(435.58)	2,479.87	1,676.83
其它	5,098.86	(31.86)	0.00	0.00
经营活动现金流	**3,024.93**	**8,824.90**	**14,003.80**	**14,782.88**
资本支出	6,085.60	3,820.80	3,800.00	3,800.00
长期投资	37.99	0.00	0.00	0.00
其他	(10,863.84)	(7,757.07)	(7,800.00)	(7,800.00)
投资活动现金流	**(4,740.25)**	**(3,936.27)**	**(4,000.00)**	**(4,000.00)**
债权融资	11,589.54	17,000.00	17,200.00	17,400.00
股权融资	9,477.67	(493.47)	(649.33)	(559.69)
其他	(15,271.84)	(13,792.57)	(19,789.00)	(20,434.67)
筹资活动现金流	**5,795.37**	**2,713.96**	**(3,238.33)**	**(3,594.36)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**4,080.05**	**7,602.58**	**6,765.47**	**7,188.51**

利润表

单位:百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**44,200.27**	**62,952.89**	**73,511.82**	**84,193.68**
营业成本	**36,648.41**	**49,689.90**	**57,236.73**	**65,584.76**
营业税金及附加	124.05	212.44	231.62	261.89
营业费用	778.03	944.29	1,102.68	1,262.91
管理费用	1,808.58	1,888.59	2,205.35	2,525.81
研发费用	1,035.33	1,259.06	1,470.24	1,683.87
财务费用	676.33	575.11	649.36	559.72
资产减值损失	(267.77)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.86	(31.86)	0.00	0.00
投资净收益	1,569.38	0.00	0.00	0.00
其他	(2,890.11)	63.73	0.00	0.00
营业利润	**4,713.19**	**8,351.64**	**10,615.84**	**12,314.72**
营业外收入	37.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	476.39	14.00	14.00	14.00
利润总额	**4,273.79**	**8,337.64**	**10,601.84**	**12,300.72**
所得税	559.05	1,083.89	1,378.24	1,599.09
净利润	**3,714.74**	**7,253.74**	**9,223.60**	**10,701.63**
少数股东损益	106.82	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**3,607.92**	**7,253.74**	**9,223.60**	**10,701.63**
每股收益（元）	0.80	1.60	2.04	2.36

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	17.69%	42.43%	16.77%	14.53%
营业利润	50.92%	77.20%	27.11%	16.00%
归属于母公司净利润	36.95%	101.05%	27.16%	16.02%
获利能力				
毛利率	17.09%	21.07%	22.14%	22.10%
净利率	8.16%	11.52%	12.55%	12.71%
ROE	11.81%	20.33%	21.90%	21.59%
ROIC	17.82%	24.06%	27.81%	32.02%
偿债能力				
资产负债率	50.91%	53.33%	50.24%	49.52%
净负债率	16.88%	8.54%	-7.96%	-20.60%
流动比率	1.14	1.35	1.47	1.55
速动比率	1.02	1.20	1.35	1.39
营运能力				
应收账款周转率	23.70	24.00	24.00	24.00
存货周转率	17.04	17.98	18.63	18.32
总资产周转率	0.80	0.88	0.89	0.90
每股指标（元）				
每股收益	0.80	1.60	2.04	2.36
每股经营现金流	0.67	1.96	3.11	3.28
每股净资产	6.78	7.88	9.30	10.95
估值比率				
市盈率	59.85	29.93	23.54	20.29
市净率	7.07	6.09	5.16	4.38
EV/EBITDA	19.20	20.85	16.26	13.78
EV/EBIT	26.15	24.27	18.64	15.76

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399