通威股份（600438）中报点评

硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位

买入（维持）

2021 年 08 月 18 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	44,200	68,588	88,680	104,274
同比（%）	17.7%	55.2%	29.3%	17.6%
归母净利润（百万元）	3608	8475	10133	10567
同比（%）	36.9%	134.9%	19.6%	4.3%
每股收益（元/股）	0.84	1.88	2.25	2.35
P/E（倍）	56.39	25.20	21.08	20.21

投资要点

- **2021H1 公司归母净利润 29.66 亿元，同比增长 193.5%，好于我们的预期：**公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 265.62 亿元，同比增长 41.8%；实现归母净利润 29.66 亿元，同比增长 193.5%，达到业绩预告上限。2021H1 毛利率为 24.2%，同比上升 7.8pct，2021Q2 毛利率 26.6%，同比上升 10.5pct，环比上升 5.8pct，主要是多晶硅料供不应求、市场价格同比大幅提升所致。
- **硅料价格高涨，单吨利润达历史峰值。**由于 2021 年底前硅料行业无新增产能，叠加需求快速增长，硅料价格快速上涨，我们估计公司上半年均价为 13-14 万元/吨，同增 114%-130%。同时公司凭借产能利用率提升叠加单耗下降，2021H1 生产成本在硅粉价格上涨的背景下，环比下降 0.15 万元/吨至 3.65 万元/吨。价格上升叠加成本下降，2021H1 公司硅料业务毛利率 69.39%，盈利水平达到历史峰值。当前时点，因下游需求提升推动硅料价格再次上涨，我们预计 2021 年下半年价格整体高位震荡，2022 年随着新产能投放，硅料价格将有所下跌，但由于我们预计 2022 年全球装机需求同比增长 35%+，均价在 10 万元/吨之上，盈利能力依然强劲。
- **硅料产能持续扩张，成本及品质持续改善，强化龙头地位。**根据公司公告，公司 2021 年、2022 年底产能将分别达到 18、33 万吨，同比+125%、+83%。公司硅料加速扩产，且与隆基股份、晶科能源、晶澳科技、天合光能等一体化龙头签订长单锁料保证出货，我们预计 2022 年公司市占率提升至 25%左右，龙头地位进一步强化。
- **电池片盈利底部，看好下半年需求增长和结构改善带来的盈利修复。**公司 2021H1 电池及组件销量 14.93GW，同增 92.68%，保持满产满销。上半年公司电池片销量 13.5-14GW，同增 70%-80%，单晶电池片毛利率 11.65%，其中 2021Q2 销 7.8GW 左右，同环比+114%/+30%。由于硅料硅片价格高涨，电池片盈利受到严重挤压，上半年整体单瓦盈利仅 1 分左右，处于历史低点，但公司电池片盈利仍好于行业，主要原因：1）公司电池片非硅成本全面降至 2 毛以内；2）166 及以上大尺寸出货占比 65%，其中 6 月 210 出货占比提升至 37%。下半年看，行业需求增长带来量的提升推动盈利修复，同时大尺寸出货占比进一步提升推动盈利结构改善。
- **电池片扩产产能陆续落地，N 型试验持续推进。**根据公司公告，公司 2021 年、2022 年底产能将分别达到 48.1、55.6GW，同比+75%、+16%，到 2022 年底公司 210 大尺寸产能超 35GW，占比 64%左右。另外，公司持续推进 N 型电池技术的研发试验，166 尺寸的 HJT 小试线转换效率 25.18%，上半年新增建设 1GW 大试线调试完毕，产能爬坡中；210 尺寸的 TOPCon 小试线转换效率 24.10%，下半年新增 1GW 中试线，计划年底建成投产。公司通过工艺提升和国产材料替代来提升 N 型电池片性价比，引领行业发展。
- **盈利预测与投资评级：**基于硅料价格超涨，公司盈利能力较强，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预期为 84.75/101.33/105.67 亿元（原预测 73.3/92.3/100.5 亿元），同比增长 134.9%/19.6%/4.3%，对应 EPS 为 1.88/2.25/2.35 元，我们给予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 67.2 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.45
一年最低/最高价	21.51/55.50
市净率(倍)	6.62
流通 A 股市值(百万元)	213598.46

基础数据

每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	56.68
总股本(百万股)	4501.55
流通 A 股(百万股)	4501.55

相关研究

1、《通威股份（600438）：2021 年 H1 业绩预告点评：硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位》2021-07-01

2、《通威股份（600438）：20 年报&21 年一季报点评：电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升，融资助力再扩张》2021-04-13

威股份（600438）：业绩预告点评：20 年出货高增，电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升》2021-04-06

东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

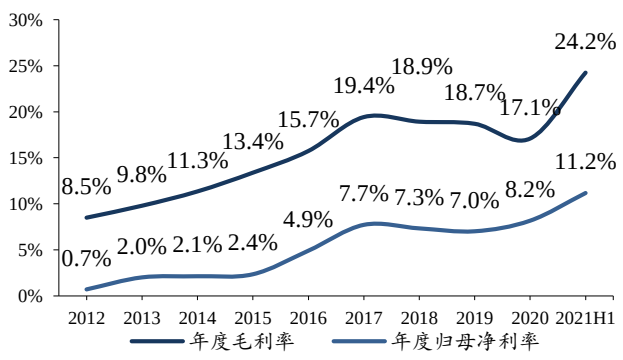
2021H1 公司归母净利润 29.66 亿元，同比增长 193.5%，好于我们的预期：公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 265.62 亿元，同比增长 41.8%；实现归母净利润 29.66 亿元，同比增长 193.5%，达到业绩预告上限。其中 2021Q2，实现营业收入 159.44 亿元，同比增长 46.1%，环比增长 50.2%；实现归母净利润 21.18 亿元，同比增长 218.1%，环比增长 150.0%。2021H1 毛利率为 24.2%，同比上升 7.8pct，2021Q2 毛利率 26.6%，同比上升 10.5pct，环比上升 5.8pct，主要是多晶硅料供不应求、市场价格同比大幅提升所致。

表 1：2021H1 收入 265.62 亿元，同比增长 41.75%；盈利 29.66 亿元，同比增长 193.50%

通威股份	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入（亿元）	265.62	187.39	41.8%	159.44	109.13	46.1%	106.18	50.2%
毛利率	24.2%	16.4%	7.8pct	26.6%	16.0%	10.5pct	20.7%	5.8pct
营业利润（亿元）	37.85	12.19	210.4%	27.30	7.95	243.6%	10.55	158.9%
利润总额（亿元）	37.33	12.14	207.5%	26.80	7.88	240.0%	10.53	154.4%
归属母公司净利润（亿元）	29.66	10.10	193.5%	21.18	6.66	218.1%	8.47	150.0%
扣非归母净利润（亿元）	29.95	9.59	212.2%	21.98	6.43	241.9%	7.96	176.1%
归母净利率	11.2%	5.4%	5.8pct	13.3%	6.1%	7.2pct	8.0%	5.3pct
股本（亿股）	45.02	42.88	-	45.02	42.88	-	45.02	-
EPS	0.66	0.24	179.6%	0.47	0.16	203.0%	0.19	150.0%

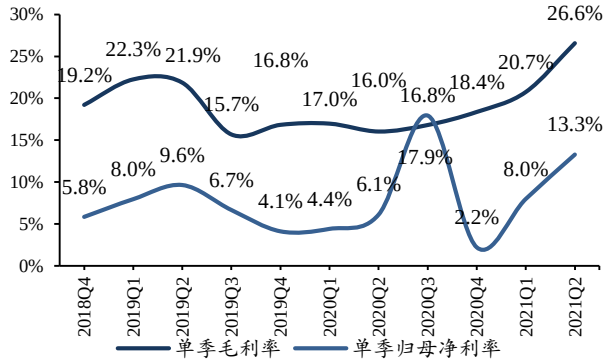
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 毛利率、净利率同比+7.82、+5.77pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021Q2 毛利率、净利率同比+10.54、+7.18pct

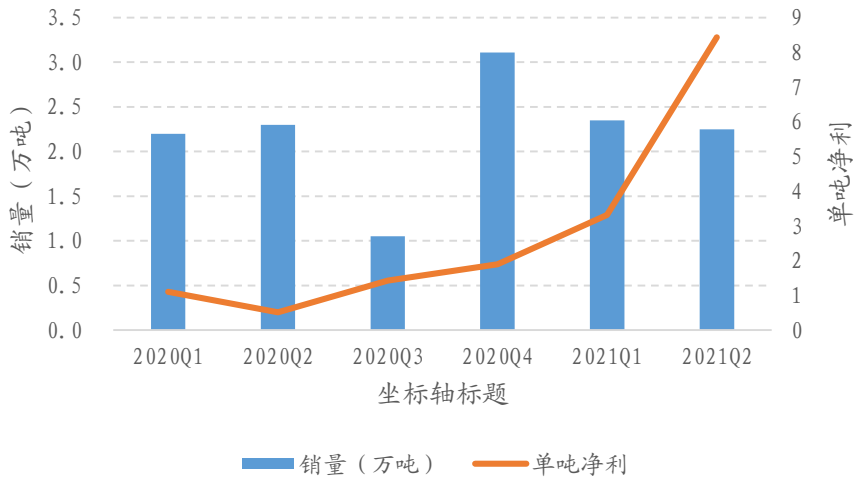


数据来源：Wind，东吴证券研究所

硅料价格高涨，单吨利润达历史峰值。公司 2021H1 硅料产量 5.06 万吨，产能利用率 126.5%，我们估计对外销量 4.6 万吨左右，其中 2021Q2 销量 2.3 万吨左右，同比环比基本无变化。由于 2021 年底前硅料行业无新增产能，叠加需求快速增长，硅料价格

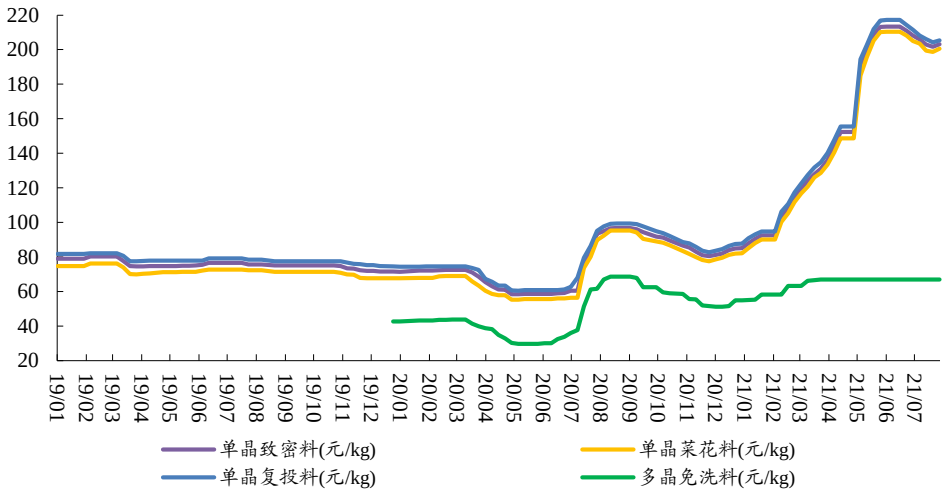
快速上涨，我们估计公司上半年均价为 13-14 万元/吨，同增 114%-130%，其中 2021Q2 均价为 16-17 万元/吨，同增 190%-210%，环增 78%-89%。同时公司凭借产能利用率提升叠加单耗下降，2021H1 生产成本在硅粉价格上涨的背景下，环比下降 0.15 万元/吨至 3.65 万元/吨。价格上升叠加成本下降，2021H1 公司硅料业务毛利率 69.39%，盈利水平达到历史峰值，其中 2021Q2 高达 75%+，单吨净利润达 8.4-8.5 万元/吨，对应净利润约为 19 亿元。当前时点，因下游需求提升推动硅料价格再次上涨，我们预计 2021 年下半年价格整体高位震荡，2022 年随着新产能投放，硅料价格将有所下跌，但由于我们预计 2022 年全球装机需求同比增长 35%+，均价在 10 万元/吨之上，盈利能力依然强劲。

图 3：公司硅料季度销量（万吨）单吨净利（万元/吨）情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：硅料价格走势（硅业协会口径，截至 8 月 11 日）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

硅料产能持续扩张，成本及品质持续改善，强化龙头地位。截至 2020 年底公司硅料产能达 8 万吨，上半年平均生产成本 3.65 万元/吨，新产能乐山一期及包头一期生产成本达 3.37 万元/吨，为行业最低水平，同时，公司加强各项生产指标持续优化，单晶料占比已突破 99%，产品品质持续改善。公司预计乐山二期 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，乐山四期 10 万吨计划 2022 年底建成投产。根据公司公告，公司 2021 年、2022 年底产能将分别达到 18、33 万吨，同比+125%、+83%。公司硅料加速扩产，且与隆基股份、晶科能源、晶澳科技、天合光能等一体化龙头签订长单锁料保证出货，我们预计 2022 年公司市占率提升至 25%左右，龙头地位进一步强化。

表 2：公司硅料产能规划情况（万吨）

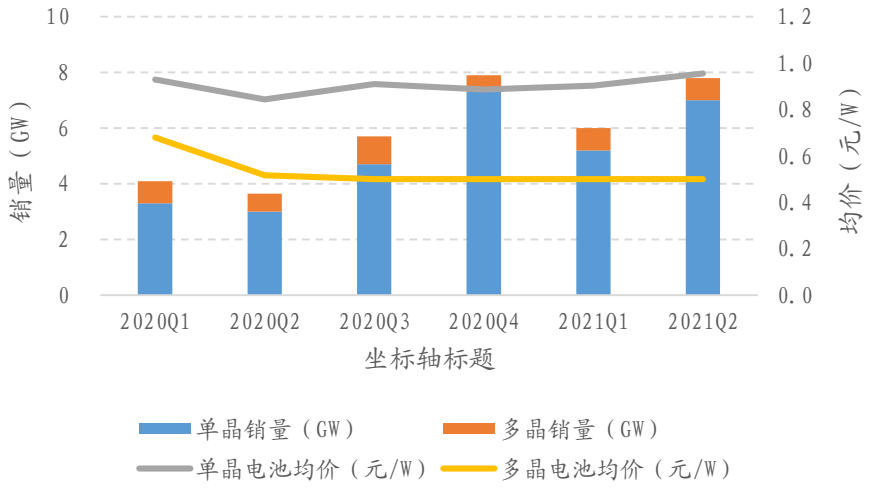
单位：万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	生产成本（万元/吨）
乐山老产能	1.5	2	2	2	2	2	2	2	4.7-4.8
乐山一期				3	3	3	3	3	3.7-3.8
包头一期				3	3	3	3	3	3.6-3.7
乐山二期						5	5	5	3.2-3.3
保山一期						5	5	5	3.2-3.3
包头二期							5	5	3.2-3.3
乐山三期								5	3.2-3.3
保山二期								5	3.2-3.3
乐山四期							10	10	
设计产能	1.5	2	2	8	8	18	33	43	
实际产能	1.5	2	2	9	9	19	24	34	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电池片盈利底部，看好下半年需求增长和结构改善带来的盈利修复。公司 2021H1 电池及组件销量 14.93GW，同增 92.68%，保持满产满销。上半年公司电池片销量 13.5-14GW，同增 70%-80%，单晶电池片毛利率 11.65%，其中 2021Q2 销 7.8GW 左右，同环比+114%/+30%。由于硅料硅片价格高涨，电池片盈利受到严重挤压，上半年整体单瓦盈利仅 1 分左右，处于历史低点，但公司电池片盈利仍好于行业，主要原因：1）公司电池片非硅成本全面降至 2 毛以内；2）166 及以上大尺寸出货占比 65%，其中 6 月 210 出货占比提升至 37%。下半年看，行业需求增长带来量的提升推动盈利修复，同时大尺寸出货占比进一步提升推动盈利结构改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：公司电池片季度销量及价格情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

电池片扩产产能陆续落地，N 型试验持续推进。公司眉山二期 7.5GW 建成投产，截至 2020 年底电池片产能达 27.5GW，均为 PERC 产能，转换效率达 23.47%。公司金堂一期 5.6GW 项目已建成爬坡中，与天合光能合作的 15GW 电池项目，一期 7.5GW 计划今年底建成投产，二期 7.5GW 计划 2022 年上半年建成。根据公司公告，公司 2021 年、2022 年底产能将分别达到 48.1、55.6GW，同比+75%、+16%，到 2022 年底公司 210 大尺寸产能超 35GW，占比 64%左右。另外，公司持续推进 N 型电池技术的研发试验，166 尺寸的 HJT 小试线转换效率 25.18%，上半年新增建设 1GW 大试线调试完毕，产能爬坡中；210 尺寸的 TOPCon 小试线转换效率 24.10%，下半年新增 1GW 中试线，计划年底建成投产。公司通过工艺提升和国产材料替代来提升 N 型电池片性价比，引领行业发展。

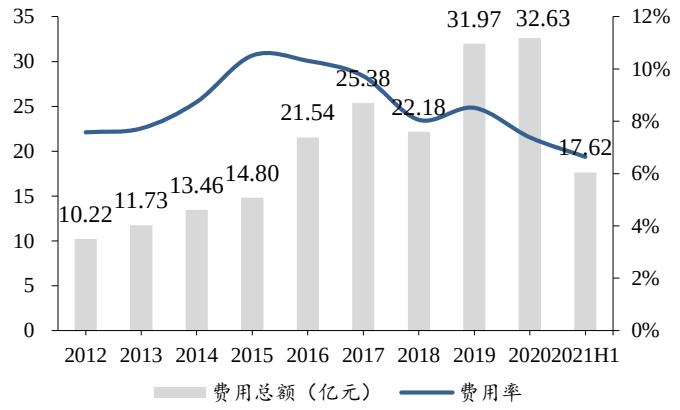
表 3：公司电池片产能规划情况（GW）

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	类型
合肥多晶	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	多电池、黑硅电池
合肥单晶			2.3	4.0	4.0	4.0	4.0	158尺寸，可改166
成都一期	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	158尺寸，可改166
成都二期		2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	158尺寸，可改166
成都三期			3.2	4.0	4.0	4.0	4.0	158尺寸，可改166
成都四期				4.5	4.5	4.5	4.5	166向下兼容
眉山一期					7.5	7.5	7.5	210向下兼容
眉山二期						7.5	7.5	210向下兼容
金堂一期						5.6	5.6	210向下兼容
通合项目						7.5	15	210向下兼容
设计产能	3.4	5.4	11.5	20	27.5	48.1	55.6	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

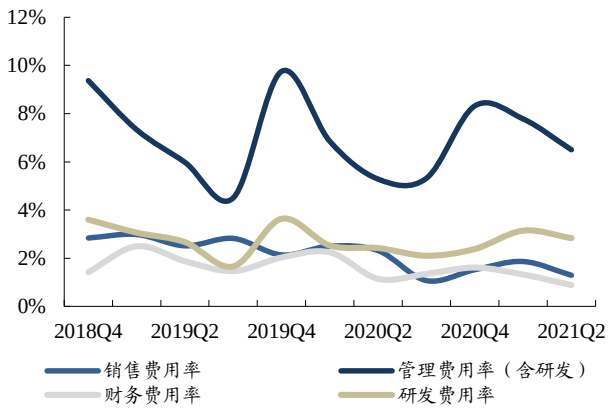
三费控制能力稳定，期间费用率下降至 6.63%：公司 2021H1 费用同比增长 26.01%至 17.62 亿元，期间费用率下降至 6.63%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 10.06%、上升 67.49%、上升 69.92%、下降 6.05%至 4.04 亿元、18.64 亿元、7.87 亿元、2.82 亿元；费用率分别下降 0.88、上升 1.08、上升 0.49、下降 0.54 个百分点至 1.52%、7.02%、2.96%、1.06%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-18.60%/+79.85%/+70.79%/+13.39%，费用率分别为 1.29%/6.50%/2.84%/0.89%。其中，销售费用下降主要系公司执行新收入准则，将与产品运输相关的费用重分类至营业成本所致。剔除此因素外，销售费用同比增加 9.24%，主要系营业收入增加所致；管理费用上升主要系工资、奖金增加所致；财务费用下降主要系公司非公开发行募集资金产生的利息收入增加所致；研发费用上升主要系公司加大研发投入所致。

图 6：2021H1 期间费用 17.62 亿元，同比+26.01%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

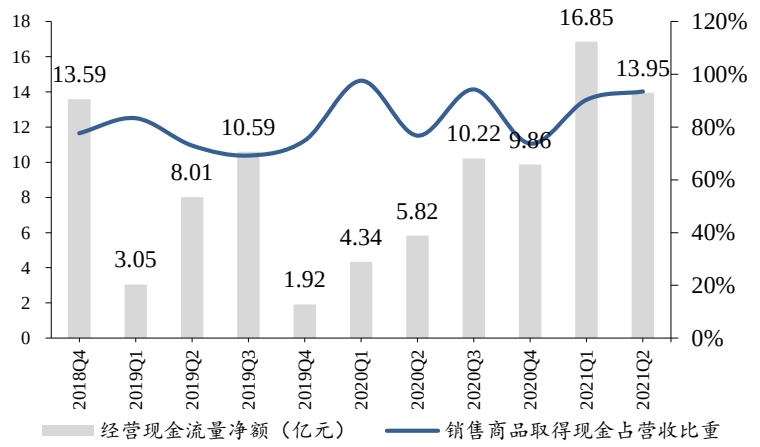
图 7：2021Q2 期间费用率 8.68%，同比-0.06pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

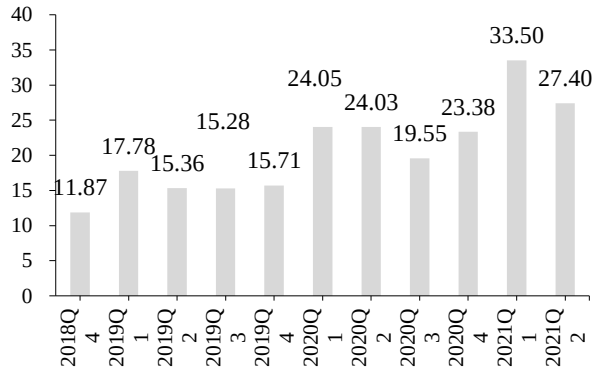
经营现金流净流入大幅增加：2021H1 经营活动现金流量净流入 30.80 亿元，同比增长 203.13%，其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 13.95 亿元；销售商品取得现金 244.93 亿元，同比增长 52.98%。期末预收款项 27.40 亿元，比期初增长 17.21%。期末应收账款 15.18 亿元，较期初增长 4.48 亿元，应收账款周转天数下降 2.4 天至 8.77 天。期末存货 46.29 亿元，较期初上升 18.56 亿元；存货周转天数上升 7.62 天至 33.11 天。其中，经营现金流净流入大幅增加主要系公司经营规模扩大、盈利能力增加所致。

图 8：2021Q2 现金净流入 13.95 亿元，同比+139.66%



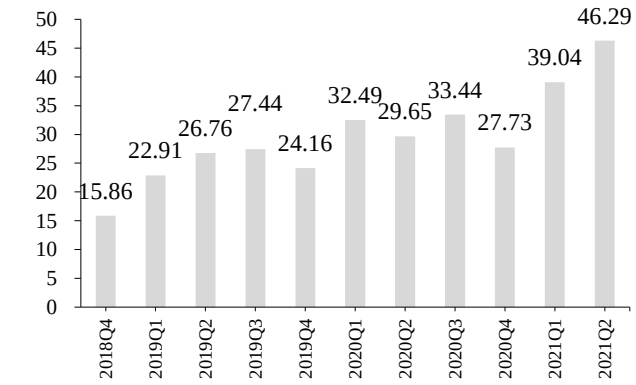
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2021Q2 期末预收款项 27.4 亿元，同比+14.01%



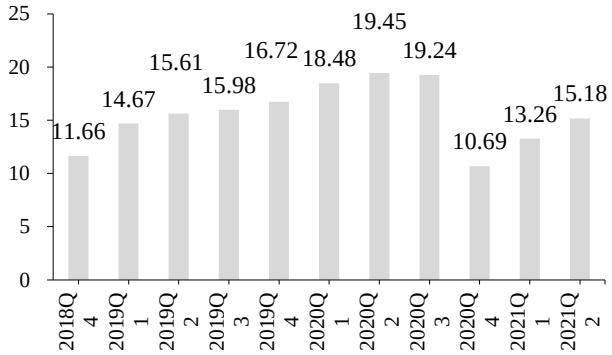
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2021Q2 期末存货 46.29 亿元，较期初+7.26 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2021Q2 期末应收账款 15.18 亿元，较期初+1.92 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于硅料价格超涨，公司盈利能力较强，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预期为 84.75/101.33/105.67 亿元（原预测 73.3/92.3/100.5 亿元），同比增长 134.9%/19.6%/4.3%，对应 EPS 为 1.88/2.25/2.35 元，我们给予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 67.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

通威股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**25592**	**29645**	**38612**	**50397**
现金	6264	15511	10098	13880
应收账款	2398	5637	7289	11427
存货	2773	4221	5582	6708
其他流动资产	14156	4275	15644	18381
非流动资产	**38660**	**47412**	**51761**	**55711**
长期股权投资	478	516	554	592
固定资产	32828	41596	45963	49931
在建工程	2933	3899	2970	2691
无形资产	1664	1608	1553	1497
其他非流动资产	3691	3691	3691	3691
资产总计	**64252**	**77056**	**90373**	**106108**
流动负债	**22381**	**24924**	**27549**	**32048**
短期借款	4883	4883	4883	4883
应付账款	13329	8442	7443	8944
其他流动负债	4168	11599	15223	18221
非流动负债	**10327**	**15827**	**20827**	**26127**
长期借款	6297	10297	14297	18297
其他非流动负债	4031	5531	6531	7831
负债合计	**32708**	**40752**	**48376**	**58176**
少数股东权益	1003	1102	1221	1345
归属母公司股东权益	30541	35203	40776	46588
负债和股东权益	**64252**	**77056**	**90373**	**106108**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3025	20603	3070	12226
投资活动现金流	-4740	-11542	-7923	-8188
筹资活动现金流	5795	186	-560	-255
现金净增加额	4043	9247	-5413	3783
折旧和摊销	2420	2778	3524	4188
资本开支	-7548	-11504	-7885	-8150
营运资本变动	-1966	8991	-10756	-2702

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**44200**	**68588**	**88680**	**104274**
减:营业成本	36648	51356	67913	81616
营业税金及附加	124	206	355	261
营业费用	778	1646	1907	2190
管理费用	1871	5049	6352	7355
财务费用	676	388	527	760
资产减值损失	273	259	50	50
加:投资净收益	1569	209	150	150
其他收益	-958	2	360	266
营业利润	**4713**	**10154**	**12137**	**12509**
加:营业外净收支	-439	0	3	3
利润总额	**4274**	**10154**	**12140**	**12512**
减:所得税费用	559	1523	1821	1752
少数股东损益	107	155	186	194
归属母公司净利润	**3608**	**8475**	**10133**	**10567**
EBIT	4965	10592	12564	13169
EBITDA	7385	13370	16088	17356

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.84	1.88	2.25	2.35
每股净资产(元)	7.12	7.82	9.06	10.35
发行在外股份(百万股)	3883	4502	4502	4502
ROIC(%)	12%	23%	23%	20%
ROE(%)	12%	24%	25%	23%
毛利率(%)	17%	25%	23%	22%
销售净利率(%)	8%	12%	11%	10%
资产负债率(%)	51%	53%	54%	55%
收入增长率(%)	18%	55%	29%	18%
净利润增长率(%)	37%	135%	20%	4%
P/E	56	25	21	20
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	32	18	16	15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： H1ttp://www.dwzq.com.cn

