2021 年 08 月 17 日

证券研究报告•2021 年半年报点评

通威股份（600438）电气设备

买入（维持）

当前价：47.97 元

目标价：61.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

硅料价格保持高位，下半年利润继续增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年度业绩，2021 年半年度实现归母净利润 29.66 亿元，同比增长 193.5%；实现扣非归母净利润 29.95 亿元，同比增长 212%。公司二季度单季度实现扣非归母净利润为 21.98 亿元，环比增长 176%。

- **上半年公司硅料产能利用率超 100%，生产成本进一步下降。**公司业绩增长主要原因为，硅料业务受益于下游需求的增长，产品供不应求，市场价格同比大幅提升。报告期内，公司持续满产满销，产能利用率 126.50%，实现产量 5.06 万吨，平均生产成本 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），产品平均毛利率为 69.39%。我们预测，公司 Q2 硅料销量在 2.4 万吨左右，销售均价约在 16 万元/吨，单吨净利超过 9 万元/吨左右。

- **硅料供需紧平衡持续至明年下半年。**我们之前报告分析硅料紧平衡将持续至明年下半年，**目前硅料价格仍处于高位盘整，符合我们之前的判断**。公司乐山二期 5 万吨项目，保山一期 5 万吨将于今年投运，包头二期 5 万吨预计 2022 年内投产。计划在乐山新增投资 20 万吨高纯晶硅产能，其中 10 万吨计划 2022 年底建成投产，**预计 2022 年底公司高纯晶硅产能规模将达 33 万吨。**公司新产能先于同业投放，将充分享受硅料的高价红利，预计 2022 年公司硅料盈利能力依然良好。

- **电池盈利能力将改善。**公司电池片业务继续保持满产满销。报告期内，公司电池及组件销量 14.93GW，同比增长 92.68%，单晶电池毛利率 11.65%。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，加快推动大尺寸产品的市场进程。**随着电池片的涨价，公司未来电池业务盈利能力将继续改善。**公司金堂二期 7.5GW 将于今年内建成，三期 7.5GW 将于 2022 年上半年建成，**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。**

- **上调目标价至 61.5 元：**预计硅料价格下半年长期高位运行，未来电池片行业盈利能力将反转，**我们上调公司 2021 年全年利润至 92 亿元**，给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 61.5 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**硅料价格过高影响下游装机需求；公司硅料、电池新产能未按计划如期投产的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	44200.27	64466.81	78869.03	92393.81
增长率	17.69%	45.85%	22.34%	17.15%
归属母公司净利润（百万元）	3607.92	9223.20	10706.76	12654.94
增长率	36.95%	155.64%	16.09%	18.20%
每股收益 EPS（元）	0.80	2.05	2.38	2.81
净资产收益率 ROE	11.78%	23.80%	24.22%	22.05%
PE	60	23	20	17
PB	7.07	5.52	4.50	3.69

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@swsc.com.cn

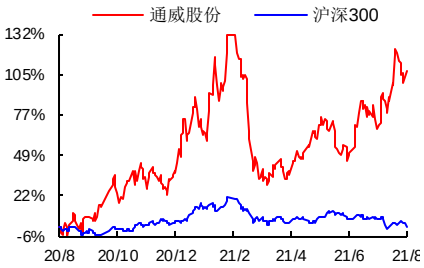
分析师：敖颖晨

执业证号：S1250521080001

电话：021-58351917

邮箱：ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.02
流通 A 股(亿股)	45.02
52 周内股价区间(元)	21.92-54.09
总市值(亿元)	2,159.39
总资产(亿元)	795.04
每股净资产(元)	7.17

相关研究

1. 通威股份（600438）：二季度业绩环比翻番，硅料高盈利有望持续 (2021-07-01)
2. 通威股份（600438）：受益硅料紧缺，高盈利有望持久 (2021-06-01)

关键假设：

1、2021 年下半年硅料价格维持高位，持续在 18 万元以上。公司在 2021 年、2022 年、2023 年，销售硅料分别为 10 万吨、20 万吨、30 万吨，平均单价分别为 15.5 万元/吨、11 万元/吨、9 万元/吨。

2、公司电池片产能如期扩展，在 2021 年、2022 年、2023 年，销售电池片分别为 35GW、50GW、70GW。盈利能力从底部恢复到正常水平，2021 年、2022 年、2023 年，毛利率分别为 10%、16%、20%。

3、公司发电及其他业务保持平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
硅料	收入	5364	13716.8	19469	23893.8
	增速	52.0%	155.7%	41.9%	22.7%
	成本	3502.7	4115.0	8761.1	13858.4
	毛利率	34.7%	70.0%	55.0%	42.0%
电池	收入	15499.93	26250	35000	44100
	增速	26.3%	69.4%	33.3%	26.0%
	成本	13246.2	23625.0	29400.0	35280.0
	毛利率	14.5%	10.0%	16.0%	20.0%
发电	收入	1171.07	1500	1500	1500
	增速	7.2%	28.1%	0.0%	0.0%
	成本	472.6	600.0	600.0	600.0
	毛利率	59.6%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	44200.3	64466.8	78869.0	92393.8
	增速	17.7%	45.9%	22.3%	17.1%
	成本	36648.4	47890.0	58226.1	69203.4
	毛利率	17.1%	25.7%	26.2%	25.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	44200.27	64466.81	78869.03	92393.81
营业成本	36648.41	47890.04	58226.06	69203.41
营业税金及附加	124.05	204.23	241.71	282.37
销售费用	778.03	1462.07	1698.47	1964.40
管理费用	1808.58	2590.51	3190.19	3736.29
财务费用	676.33	945.31	955.35	979.26
资产减值损失	-267.77	0.00	0.00	0.00
投资收益	1569.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.86	3.24	3.78	3.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4713.19	11377.89	14561.02	16231.68
其他非经营损益	-439.40	-283.43	-335.42	-318.09
利润总额	4273.79	11094.46	14225.60	15913.59
所得税	559.05	1451.26	1860.85	2081.65
净利润	3714.74	9643.20	12364.76	13831.94
少数股东损益	106.82	420.00	1658.00	1177.00
归属母公司股东净利润	3607.92	9223.20	10706.76	12654.94

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3714.74	9643.20	12364.76	13831.94
折旧与摊销	2479.05	2289.67	2738.16	2895.66
财务费用	676.33	945.31	955.35	979.26
资产减值损失	-267.77	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-2577.06	8302.23	2042.76	2334.08
其他	-1000.36	-15.52	-17.03	5.07
经营活动现金流净额	3024.93	21164.88	18083.99	20046.01
资本支出	-5046.92	-10000.00	-7000.00	0.00
其他	306.67	3.24	3.78	3.60
投资活动现金流净额	-4740.25	-9996.76	-6996.22	3.60
短期借款	-1273.70	-2349.15	0.00	0.00
长期借款	2207.60	0.00	0.00	0.00
股权融资	11051.98	0.00	0.00	0.00
支付股利	-797.54	-721.58	-1844.64	-2141.35
其他	-5392.97	-3421.50	-955.35	-979.26
筹资活动现金流净额	5795.37	-6492.24	-2799.99	-3120.61
现金流量净额	4043.30	4675.88	8287.79	16929.00

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264.17	10940.05	19227.84	36156.84
应收和预付款项	3511.29	5390.79	6571.96	7583.26
存货	2773.08	3644.42	4447.53	5277.73
其他流动资产	13043.01	2714.10	2978.21	3226.24
长期股权投资	477.74	477.74	477.74	477.74
投资性房地产	102.99	102.99	102.99	102.99
固定资产和在建工程	32751.66	40732.20	45264.24	42638.79
无形资产和开发支出	2299.52	2112.84	1926.16	1739.48
其他非流动资产	3028.49	2944.96	2861.43	2777.91
资产总计	64251.95	69060.08	83858.11	99980.97
短期借款	2349.15	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	14321.10	17067.65	21099.10	25269.64
长期借款	6296.59	6296.59	6296.59	6296.59
其他负债	9741.17	5172.78	5419.23	5680.98
负债合计	32708.00	28537.01	32814.92	37247.20
股本	4501.55	4501.55	4501.55	4501.55
资本公积	16105.69	16105.69	16105.69	16105.69
留存收益	9991.68	18493.29	27355.40	37868.99
归属母公司股东权益	30541.41	39100.53	47962.65	58476.23
少数股东权益	1002.54	1422.54	3080.54	4257.54
股东权益合计	31543.95	40523.07	51043.19	62733.77
负债和股东权益合计	64251.95	69060.08	83858.11	99980.97

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	17.69%	45.85%	22.34%	17.15%
营业利润增长率	50.92%	141.41%	27.98%	11.47%
净利润增长率	38.49%	159.59%	28.22%	11.87%
EBITDA 增长率	35.05%	85.71%	24.92%	10.15%
获利能力				
毛利率	17.09%	25.71%	26.17%	25.10%
三费率	7.38%	7.75%	7.41%	7.23%
净利率	8.40%	14.96%	15.68%	14.97%
ROE	11.78%	23.80%	24.22%	22.05%
ROA	5.78%	13.96%	14.74%	13.83%
ROIC	13.95%	28.37%	33.39%	37.06%
EBITDA/销售收入	17.80%	22.67%	23.15%	21.76%
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.97	1.03	1.01
固定资产周转率	1.63	1.83	1.83	2.10
应收账款周转率	32.24	39.54	33.18	33.71
存货周转率	14.04	14.83	14.36	14.21
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.71%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	50.91%	41.32%	39.13%	37.25%
带息债务/总负债	27.69%	23.50%	20.44%	18.01%
流动比率	1.14	1.25	1.48	1.94
速动比率	1.02	1.05	1.28	1.74
股利支付率	22.11%	7.82%	17.23%	16.92%
每股指标				
每股收益	0.80	2.05	2.38	2.81
每股净资产	6.78	8.69	10.65	12.99
每股经营现金	0.67	4.70	4.02	4.45
每股股利	0.18	0.16	0.41	0.48

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	7868.56	14612.87	18254.53	20106.60
PE	59.85	23.41	20.17	17.06
PB	7.07	5.52	4.50	3.69
PS	4.89	3.35	2.74	2.34
EV/EBITDA	27.61	14.21	10.92	9.07
股息率	0.37%	0.33%	0.85%	0.99%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn