2021 年 04 月 14 日
公司研究●证券研究报告

通威股份（600438.SH）

公司快报

一季报开始兑现硅料涨价，电池片盈利见底

投资要点

◆ **事件：**4 月 12 日，公司发布 2020 年年报及一季报，2020 年实现营业收入 442.0 亿元，同比增长 17.7%；实现归母净利润 36.1 亿元，同比增加 36.95%；扣非归母净利润 24.1 亿元，同比增长 4.1%。2021Q1 实现营业收入 106.2 亿元，同比增长 35.7%，归母净利润 8.47 亿元，同比增长 146.0%，毛利率 20.75%，环比提升 3.66pct，在业绩预告范围之内。

◆ **电池片盈利能力见底，年底产能持续扩张至 55GW：**2020 年公司电池片（含组件）业务实现收入 155.0 亿元，同比增长 26.3%，毛利率 14.5%，同比下降 5.7pct，其中单晶电池片毛利率 16.78%。电池片及组件全年出货 22.16GW，同比增长 66.23%，单晶 PERC 电池片出货约 18GW，非硅成本降至 2 分/W 以下，估算单瓦盈利约 7 分钱。2021Q1 出货约 6.4GW，单晶 PERC 电池约 5.6GW，估算单瓦盈利约 3 分钱。4 月份随硅片价格继续上行，电池片盈利已至全年低点。产能方面，去年末电池片产能 27.5GW，单晶 PERC 产能 24.5GW，今年年底预计扩张至 55GW，以 21X 大尺寸 PERC 产能为主，2021 年电池片目标产销量超 30GW。公司 HJT 中试线最高效率 25.18%，同时建设 1GW 新的 HJT 中试线效率、良率、稳定性有望继续优化提升。

◆ **硅料涨价开始兑现利润，新产能年底释放：**2020 年公司硅料及化工业务实现营收 65.4 亿元，同比增长 26.3%，毛利率 34.7%，同比提升 6.3pct。2020 年多晶硅出货量 8.66 万吨，同比增长 35.8%，毛利率 36.78%，平均生产成本约 3.9 万元/吨，新产能成本约 3.6 万元/吨，平均售价约 7 万元/吨（含税）。2021Q1 出货约 2.4 万吨，平均销售单价上升至约 9 万元/吨（含税），4 月份销售价格处于继续上升，新签订单最高价格达到 14.5 万元/吨左右，平均价格 12.5 万元/吨。预计公司 Q2 业绩环比上行。公司已经形成 8 万吨硅料产能，在建产能超 15 万吨，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，届时公司将形成超过 18 万吨的高纯晶硅产能，包头二期 5 万吨项目预计 2022 年建成投产。2021 年目标产销量超 9 万吨。

◆ **投资建议：**考虑今明年硅料价格维持高位，电池片盈利有所回升，公司产能顺利释放，我们预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别为 54.6 亿元、67.4 亿元、77.3 亿元，相当于 2021 年 25.6 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示：**全球光伏需求恢复不及预期；产业链价格下滑超预期；产能释放不及预

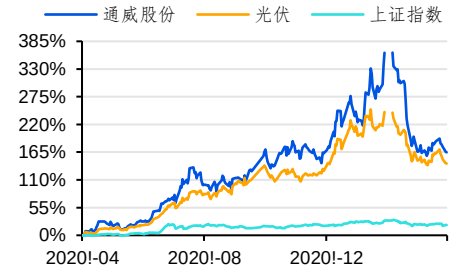
电力设备 | 光伏 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2021-04-13)	30.96 元

交易数据

总市值（百万元）	139,367.93
流通市值（百万元）	132,752.01
总股本（百万股）	4,501.55
流通股本（百万股）	4,287.86
12 个月价格区间	11.42/55.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.57	-14.85	145.64
绝对收益	-8.1	-21.32	166.57

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

相关报告

通威股份：电池片盈利超预期，硅料涨价将在 Q4 兑现 2020-10-27

通威股份：中报业绩符合预期，下半年受益于上游涨价 2020-08-10

通威股份：成本优势显著，静待落后产能出清 2020-04-21

通威股份：硅料电池，两翼齐飞 2020-02-14

期；其他生产突发事件的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	61,325	69,775	78,140
YoY(%)	36.4	17.7	38.7	13.8	12.0
净利润(百万元)	2,635	3,608	5,457	6,737	7,726
YoY(%)	30.5	36.9	51.3	23.4	14.7
毛利率(%)	18.7	17.1	19.0	20.3	19.7
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.21	1.50	1.72
ROE(%)	14.8	11.8	15.5	16.5	16.2
P/E(倍)	53.1	38.8	25.6	20.8	18.1
P/B(倍)	8.4	4.6	4.0	3.4	3.0
净利率(%)	7.0	8.2	8.9	9.7	9.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13743	25592	30510	25284	32136
现金	2693	6264	4906	3489	3907
应收票据及应收账款	2129	1600	5214	2539	6143
预付账款	390	1113	1340	1451	1674
存货	2416	2773	4582	3657	5639
其他流动资产	6116	13841	14469	14147	14773
非流动资产	33078	38660	49474	53062	56079
长期投资	440	478	606	734	862
固定资产	24536	29830	39727	43079	45888
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965
其他非流动资产	6392	6689	7336	7371	7364
资产总计	46821	64252	79984	78345	88215
流动负债	17843	22381	34086	27809	32170
短期借款	3623	2349	12399	5770	7675
应付票据及应付账款	8904	13329	13506	15764	15611
其他流动负债	5317	6702	8180	6275	8884
非流动负债	**10889**	**10327**	**9841**	**8563**	**7170**
长期借款	8301	6707	6220	4942	3549
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621
负债合计	28733	32708	43927	36372	39340
少数股东权益	511	1003	1143	1325	1531
股本	3883	4502	4502	4502	4502
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106
留存收益	7181	9992	13956	18835	24436
归属母公司股东权益	17577	30541	34914	40648	47344
负债和股东权益	46821	64252	79984	78345	88215

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	3961	14975	8119
净利润	2682	3715	5598	6919	7931
折旧摊销	1996	2479	2608	3282	3746
财务费用	708	676	1089	972	667
投资损失	-118	-1569	-1690	-290	-190
营运资金变动	-2962	-2996	-3643	4093	-4036
其他经营现金流	52	720	0	0	0
投资活动现金流	-4291	-4740	-11731	-6580	-6574
筹资活动现金流	1441	5795	-5988	-3183	-3032
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.21	1.50	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	0.88	3.33	1.80
每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	7.76	9.03	10.52

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	37555	44200	61325	69775	78140
营业成本	30536	36648	49646	55614	62750
营业税金及附加	123	124	184	257	279
营业费用	975	778	1104	1116	1172
管理费用	1514	1809	2514	2442	2657
研发费用	1001	1035	1410	1256	1250
财务费用	708	676	1089	972	667
资产减值损失	-5	-268	120	120	120
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	118	1569	1690	290	190
营业利润	3123	4713	6947	8288	9435
营业外收入	42	37	39	38	38
营业外支出	14	476	322	374	356
利润总额	3152	4274	6664	7953	9117
所得税	469	559	1066	1034	1185
税后利润	2682	3715	5598	6919	7931
少数股东损益	48	107	141	182	206
归属母公司净利润	2635	3608	5457	6737	7726
EBITDA	5888	7275	9876	11927	13374

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	38.7	13.8	12.0
营业利润(%)	30.4	50.9	47.4	19.3	13.8
归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	51.3	23.4	14.7
获利能力					
毛利率(%)	18.7	17.1	19.0	20.3	19.7
净利率(%)	7.0	8.2	8.9	9.7	9.9
ROE(%)	14.8	11.8	15.5	16.5	16.2
ROIC(%)	10.0	9.2	10.5	13.4	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	50.9	54.9	46.4	44.6
流动比率	0.8	1.1	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	17.3	23.7	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	4.0	3.3	3.7	3.8	4.0
估值比率					
P/E	53.1	38.8	25.6	20.8	18.1
P/B	8.4	4.6	4.0	3.4	3.0
EV/EBITDA	26.0	20.3	16.0	12.7	11.4

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn