通威股份（600438）

公司研究/点评报告

硅料全年高景气持续，融资扩产提速

—通威股份（600438）2020 年年报及 2021 年一季报点评

点评报告/电力设备及新能源　　2021 年 04 月 13 日

一、事件概述

4 月 12 日，公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报：

2020 年全年实现营业收入 442 亿元，同比+17.7%；实现归母净利润 36.08 亿元，同比+36.9%；实现扣非后归母净利润 24.09 亿元，同比+4.1%；EPS 0.86 元，加权平均 ROE 16.1%。拟以公司 45.02 亿股为基数向全体股东，每 10 股派发现金股利 2.41 元。

2021Q1 实现营业收入 106.18 亿元，同比+35.7%；实现归母净利润 8.47 亿元，同比+146%；实现扣非后归母净利润 7.96 亿元，同比+151.9%。

二、分析与判断

➢ 硅料、电池片出货高增，固定资产减值及报废影响较大

公司 2020 年全年多晶硅销量 8.66 万吨，同比+35.79%，电池及组件出货量 22.16GW，同比+66.23%，电池出货量持续位居全球第一。2020 年全年多晶硅业务毛利率 34.7%，同比+6.3 pct，主要受益于 2020H2 多晶硅供应紧张，价格持续上涨；电池及组件业务毛利率 14.54%，同比-5.7 pct，全年电池片价格稳中有升，毛利率下降主要为随着 PERC 电池的逐渐推广，产品的超额收益有所下降。

公司基于谨慎原则，在四季度进行了较大的固定资产减值和报废处理，对利润产生一定影响（税前合计约 6.22 亿元），包括：并网光伏电站中有 138.79MW 未取得足额补贴指标，计提减值准备约 2.22 亿元；永祥 2 万吨技改、合肥多晶电池线升级、成都小尺寸研发设备拆除及 156 量产线技改等产生固定资产报废损失约 4 亿元（计入营业外支出）。

➢ 硅料全年偏紧景气持续，电池片盈利底部有望迎来拐点

2021 年多晶硅供应持续紧张，价格快速上涨。根据硅业分会，最新复投料价格 13.48 万元/吨，年初价格 87.6 万元/吨，涨幅 53.9%。受益于硅料涨价，公司一季度业绩同比大幅增长。全年角度看，新增产能年末投产，考虑爬坡期，全年基本没有新增供应释放，多晶硅供应依然保持紧平衡趋势，且在四季度可能加剧，因此硅料高景气持续。受上下游博弈影响，电池片当前处于盈利低点。随着未来需求恢复、博弈解除以及公司大尺寸产品占比提升，公司电池片盈利有望迎来拐点。

➢ 发布 120 亿可转债预案，产能扩张提速

公司发布可转债预案，拟发行不超过 120 亿元，用于乐山二期 5 万吨多晶硅技改、包头二期 5 万吨多晶硅新建、15GW 硅片及补流。公司 2020 年底硅料、电池片产能分拨为 8 万吨、27.5GW，预计 21 年底硅料产能超 18 万吨、电池产能超 55GW。出货方面，预计硅料出货 9 万吨以上、电池片出货 30GW 以上。公司产能及出货持续高增，龙头地位进一步稳固。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 56.21、67.1、82.51 亿元，同比增速 55.8%、19.4%、23%，当前股价对应 PE 分别为 27、23、18 倍。参考当前 CS 光伏产业 47 倍 PE-TTM，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

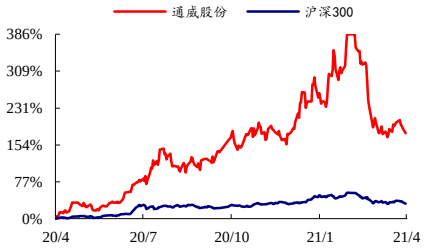
光伏需求不及预期，产品价格下跌超预期，技术路线变化，资产减值及报废损失

推荐　维持评级

当前价格：　31.08 元

交易数据	2021-4-12
近 12 个月最高/最低(元)	54.09/11.3
总股本（百万股）	4,502
流通股本（百万股）	4,288
流通股比例（%）	95.25
总市值（亿元）	1,399
流通市值（亿元）	1,333

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：　S0100120120042

电话：　021-60876734

邮箱：　dingya@mszq.com

相关研究

1.【民生电新】通威股份（600438）点评报告：与天合共同投资光伏产业链，深化战略布局

2.通威股份（600438）：签订重大销售框架合同，锁定硅料需求

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	44,200	54,879	69,780	82,250
增长率（%）	17.7	24.2	27.2	17.9
归属母公司股东净利润（百万元）	3,608	5,621	6,710	8,251
增长率（%）	36.9	55.8	19.4	23.0
每股收益（元）	0.86	1.15	1.37	1.68
PE（现价）	36	27	23	18
PB	4.6	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**44,200**	**54,879**	**69,780**	**82,250**
营业成本	36,648	42,406	55,128	64,826
营业税金及附加	124	181	230	271
销售费用	778	1,427	1,675	1,892
管理费用	1,809	2,223	2,582	2,879
研发费用	1,035	1,460	1,744	1,974
EBIT	3,806	7,183	8,420	10,408
财务费用	676	570	522	631
资产减值损失	(268)	(99)	(83)	(117)
投资收益	1,569	100	100	100
营业利润	**4,713**	**6,712**	**8,016**	**9,861**
营业外收支	(439)	(100)	(100)	(100)
利润总额	**4,274**	**6,732**	**8,036**	**9,881**
所得税	559	1,010	1,205	1,482
净利润	3,715	5,722	6,830	8,399
归属于母公司净利润	**3,608**	**5,621**	**6,710**	**8,251**
EBITDA	**6,285**	**10,510**	**12,731**	**15,503**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	10003	11919	18767
应收账款及票据	1600	3293	4187	4935
预付款项	1113	551	662	778
存货	2777	3208	4410	5204
其他流动资产	811	901	980	2621
流动资产合计	**25592**	**31825**	**36245**	**46705**
长期股权投资	478	628	728	828
固定资产	29830	39030	47830	53030
无形资产	1664	1607	1552	1500
非流动资产合计	**38660**	**49636**	**58126**	**61330**
资产合计	**64252**	**81461**	**94370**	**108036**
短期借款	2349	3226	5268	6726
应付账款及票据	13329	14842	17641	19448
其他流动负债	130	130	130	130
流动负债合计	**22381**	**27373**	**33433**	**37681**
长期借款	6297	8797	9797	11797
其他长期负债	1504	1504	1504	1504
非流动负债合计	**10327**	**12827**	**13827**	**15827**
负债合计	**32708**	**40200**	**47260**	**53508**
股本	4502	4907	4907	4907
少数股东权益	1003	1104	1224	1372
股东权益合计	**31544**	**41261**	**47110**	**54527**
负债和股东权益合计	**64252**	**81461**	**94370**	**108036**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	17.7	24.2	27.2	17.9
EBIT 增长率	11.7	88.7	17.2	23.6
净利润增长率	36.9	55.8	19.4	23.0
盈利能力				
毛利率	17.1	22.7	21.0	21.2
净利润率	8.2	10.2	9.6	10.0
总资产收益率 ROA	5.6	6.9	7.1	7.6
净资产收益率 ROE	11.8	14.0	14.6	15.5
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	11.2	12.5	12.4	12.0
存货周转天数	25.5	25.4	24.8	25.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.1	1.4	1.7
每股净资产	6.8	8.2	9.4	10.8
每股经营现金流	0.7	2.2	2.7	3.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	36.2	27.1	22.7	18.5
PB	4.6	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	19.8	12.1	10.1	8.2
股息收益率	0.8	0.6	0.6	0.6

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,715	5,722	6,830	8,399
折旧和摊销	2,722	3,178	4,177	4,929
营运资金变动	(2,996)	1,614	1,749	844
经营活动现金流	**2,974**	**10,961**	**13,364**	**14,939**
资本开支	5,354	13,981	12,780	8,180
投资	182	(48)	(1)	(1)
投资活动现金流	**(4,740)**	**(14,121)**	**(12,860)**	**(9,821)**
股权募资	6,420	4,977	0	0
债务募资	1,293	2,500	1,000	500
筹资活动现金流	**5,795**	**6,808**	**1,333**	**89**
现金净流量	**4,030**	**3,648**	**1,837**	**5,207**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。
丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。