通威股份（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

买入（维持）

2021年04月05日

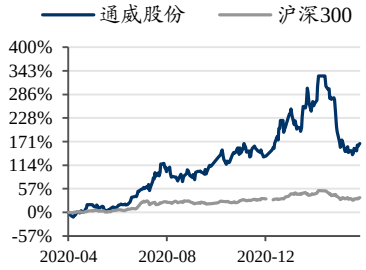
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,555	44,200	62,104	73,755
同比（%）	36.4%	17.7%	40.5%	18.8%
归母净利润（百万元）	2635	3608	5824	7034
同比（%）	30.5%	36.9%	61.4%	20.8%
每股收益（元/股）	0.61	0.80	1.29	1.56
P/E（倍）	54.52	41.80	25.89	21.44

投资要点

- **事件：公司公告20年业绩快报和2021年一季报业绩预告。**2020年营收442亿元，同增17.69%；归母净利36.08亿元，同增36.95%；21Q1归母净利为8-9亿元，同增132%-161%，**公司同时公告员工持股计划进展，目前已买入股票51,499,840股，占公司总股本比例为1.14%，成交均价为33.85元/股。**
- **硅料业务盈利环比加速提升，21年全年看好：**20年硅料销量8.66万吨，同比增长35.79%。20年硅料价格低位震荡，我们预计20年平均出货均价仅7万元/吨左右，全年毛利率30%+。21Q1公司硅料出货2.3-2.4万吨，根据硅业分会报价，硅料报价逐月走高，截至3月30日，单晶致密料报价已从年初的7.8万元/吨升至12.8万元/吨，我们预计公司Q1硅料毛利率50%左右。按硅业分会，最新硅料价格已接近130元/kg，由于硅料新产能最快投放需到年底，21年全行业无新增有效产能，全年看硅料产能瓶颈明显，硅料盈利持续看好。
- **Q1电池盈利底部，看好大尺寸下半年盈利能力：**20年公司电池出货约21gw（组件出货1.1gw），同比增长56.1%，其中多晶3gw，单晶18gw，其中Q4出货6.5GW，其中单晶约6GW；由于一季度部分产线改造，我们预计21Q1出货6GW，略低于Q4，其中单晶约5.2GW，测算单晶平均盈利约3分/W。Q1产业链博弈明显，电池介于硅片与组件环节两头受压，盈利能力处于底部位置，我们预计随着博弈的明朗及下半年行业大尺寸比例的提升，公司凭借行业领先的大尺寸出货占比，盈利能力有望改善。
- **硅料+电池加速扩产，龙头地位持续强化：硅料端，**截止20年末公司设计产能8万吨，实际产能9万吨+，21年Q4乐山二期3.5万吨、保山4万吨项目投产（隆基参股项目）；22年包头二期4万吨（天合参股项目）、晶科参股项目4.5万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产。**电池端，**21年眉山二期7.5GW，金堂一、二、三期各7.5GW大尺寸电池投产，我们预计年底电池产能达到57.5GW，其中大尺寸产能达到37.5GW，占比约2/3，大尺寸产能数量、比例均行业领先。
- **大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：**公司作为全行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年10.18万吨、与晶科3年合计锁量9.3万吨、与美科硅能源合计锁量6.88万吨、与天合3年合计锁量7.2万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的95%+。
- **盈利预测与投资评级：**基于行业向好的判断与公司龙头地位，我们预计公司20-22年归母净利润为：36.08/58.24/70.34亿元（前值20年为38.17亿，21年为56.30亿，22年为68.81亿），同比+36.9%、+61.4%、+20.8%，对应EPS为0.80/1.29/1.56元，给予目标价39元，对应21年30X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.50
一年最低/最高价	11.06/55.50
市净率(倍)	5.89
流通A股市值(百万元)	143643.17

基础数据

每股净资产(元)	6.78
资产负债率(%)	53.93
总股本(百万股)	4501.55
流通A股(百万股)	4287.86

相关研究

1、《通威股份（600438）：员工持股计划彰显信心，硅料扩产再提速》2021-02-10
2、《通威股份（600438）：强强联手天合，硅料+硅片+电池全产业完善布局》2020-11-18
3、《通威股份三季报业绩点评：电池片超预期，硅料盈利向好》2020-10-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司公告 20 年业绩快报和 2021 年一季报业绩预告，2020 年营收 442 亿元，同增 17.69%；归母净利 36.08 亿元，同增 36.95%；扣非归母净利 24.09 亿元，同增 4.06%，其中 Q4 扣非归母净利润 4.96 亿元，同比增长 116.6%，环比下降 48%。21Q1 归母净利为 8-9 亿元，同增 133%-162%，扣非归母净利为 7.5-8.5 亿元，同增 137%-169%。**20 年公司因转让成都通威实业而增加净利润 12.94 亿元，Q4 因乐山 2 万吨硅料老产能报废净损失 2.88 亿元，光伏电站计提减值 2.2 亿元，业绩受影响。公司同时公告员工持股计划进展，目前已买入股票 51,499,840 股，占公司总股本比例为 1.14%，成交均价为 33.85 元/股。**

表 1：公司一季度预告

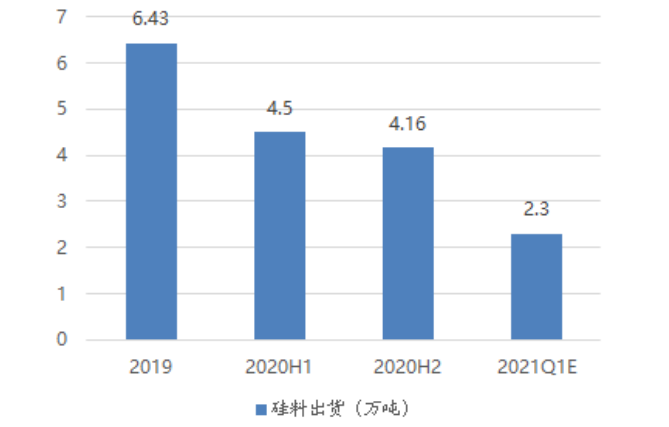
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1中值	21Q1E
营收（亿元）	78.25	109.13	129.40	125.00	75.00	70.00~80.00
同比(%)	26.8%	9.6%	8.7%	31.2%	-4.2%	-10.54%~2.24%
归母净利润（亿元）	3.44	6.66	23.22	2.75	8.50	8.00~9.00
同比(%)	-29.9%	-30.6%	193.2%	-29.8%	147.1%	132.56%~161.63%
扣非归母净利润（亿元）	3.16	6.43	9.54	4.96	8.00	7.50~8.50
同比(%)	-33.5%	-29.4%	36.3%	116.6%	153.2%	137.34%~168.99%
归母净利润/营收	4.4%	6.1%	17.9%	2.2%	11.3%	10.67%~12.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硅料业务盈利环比加速提升，21 年全年看好：20 年硅料销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%，其中 Q4 硅料销量约 3.1 万吨，环比增长 130.4%，同比增长 17.4%，20 年硅料价格低位震荡，我们预计 20 年平均出货均价仅 7 万元/吨左右，全年毛利率 30%+。21Q1 公司硅料出货 2.3-2.4 万吨，根据硅业分会报价，硅料报价逐月走高，截至 3 月 30 日，单晶致密料报价已从年初的 7.8 万元/吨升至 12.8 万元/吨，我们预计公司 Q1 硅料毛利率 50%左右。按硅业分会，最新硅料价格已接近 130 元/kg，由于硅料新产能最快投放需到年底，21 年全行业无新增有效产能，全年看硅料产能瓶颈明显，硅料盈利持续看好。

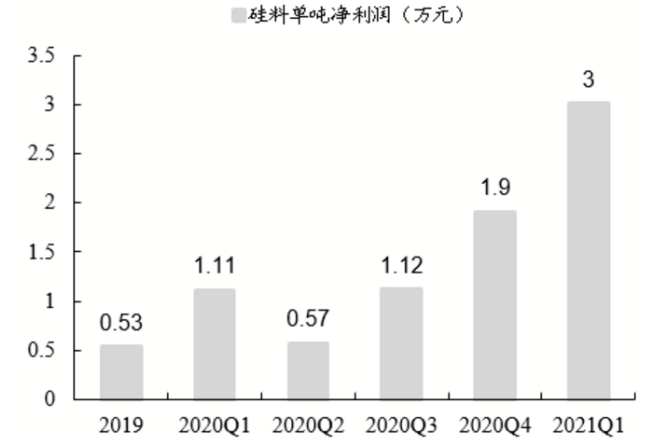
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：通威硅料出货（万吨）



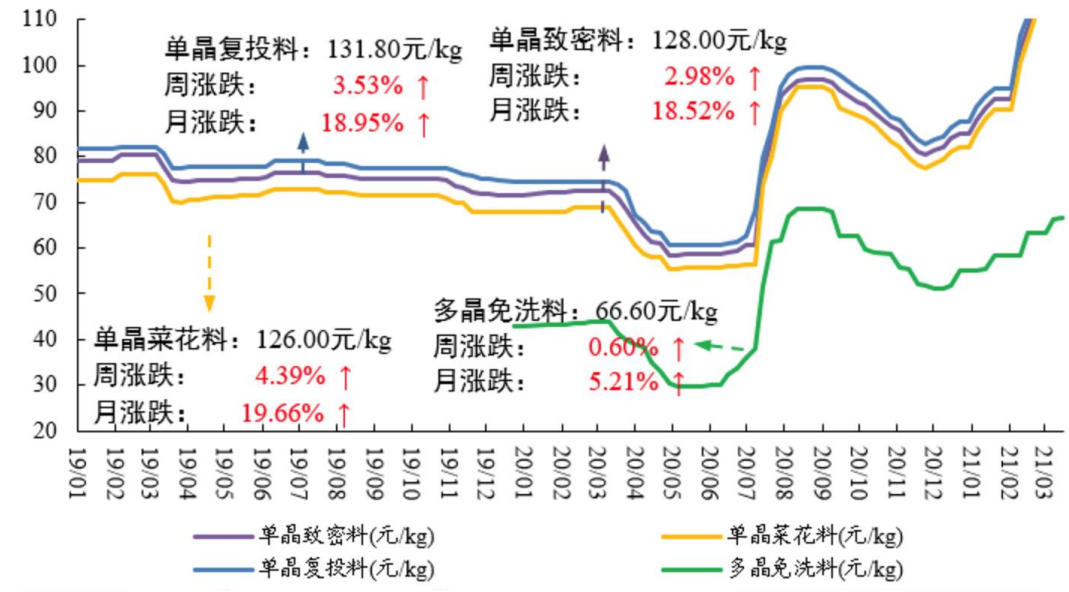
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：通威硅料单吨净利润（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

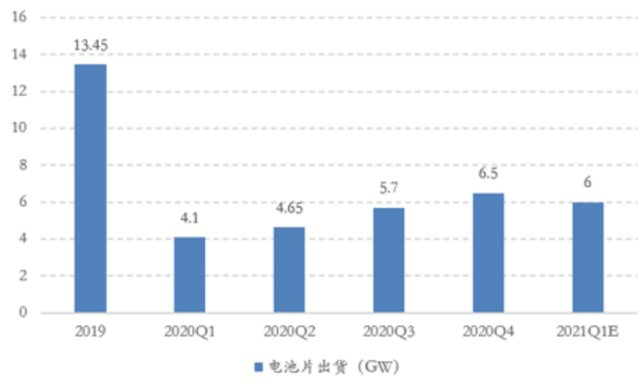
图 3：硅料价格持续上涨



数据来源：硅业分会，东吴证券研究所

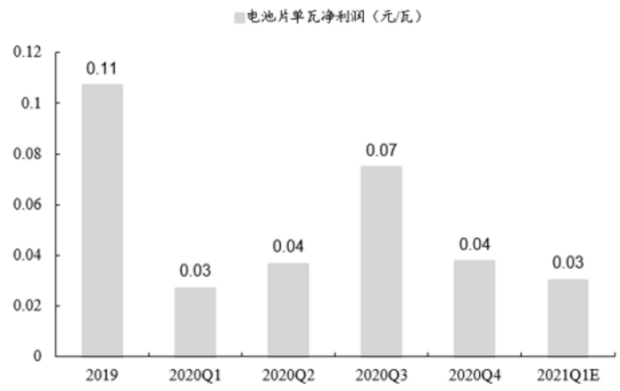
Q1 电池盈利底部，看好大尺寸下半年盈利能力：20 年公司电池出货约 21gw（组件出货 1.1gw），同比增长 56.1%，其中多晶 3gw，单晶 18gw，其中 Q4 出货 6.5GW，其中单晶约 6GW；由于一季度部分产线改造，我们预计 21Q1 出货 6GW，略低于 Q4，其中单晶约 5.2GW，测算单晶平均盈利约 3 分/W。Q1 产业链博弈明显， 电池介于硅片与组件环节两头受压，盈利能力处于底部位置，我们预计随着博弈的明朗及下半年行业大尺寸比例的提升，公司凭借行业领先的大尺寸出货占比，盈利能力有望改善。

图 4：通威电池出货（GW）



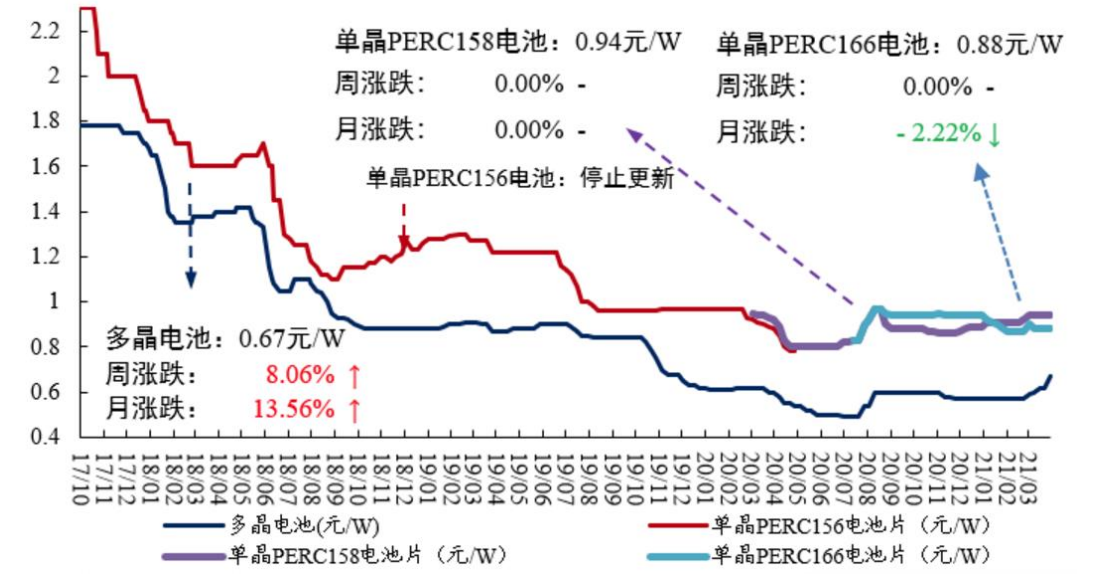
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：通威电池单瓦利润（元/W）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：单晶电池价格维持不变



数据来源：SOLARZOOM，东吴证券研究所

硅料+电池加速扩产，龙头地位持续强化：硅料端，截止 20 年末公司设计产能 8 万吨，实际产能 9 万吨+，21 年 Q4 乐山二期 3.5 万吨、保山 4 万吨项目投产（隆基参股项目）；22 年包头二期 4 万吨（天合参股项目）、晶科参股项目 4.5 万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产。电池端，21 年眉山二期 7.5GW，金堂一、二、三期各 7.5GW 大尺寸电池投产，我们预计年底电池产能达到 57.5GW，其中大尺寸产能达到 37.5GW，占比约 2/3，大尺寸产能数量、比例均行业领先。公司硅料+电池加速扩产，龙头地位持续强化。

表 2：通威硅料产能扩产计划

单位：万吨	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
乐山老产能	1.5	2	2	2	2	2	2	2
乐山一期				3	3	3	3	3
包头一期				3	3	3	3	3
乐山二期						3.5	3.5	3.5
保山一期						4	4	4
包头二期							4	4
晶科合资项目							4.5	4.5
乐山三期								5
保山二期								4.5
设计产能	1.5	2	2	8	8	15.5	24	33.5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：通威电池产能扩产计划

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	类型
合肥多晶	2.4	2.4	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	158尺寸，可改166
成都一期	1.0	1.0	1.0	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	158尺寸，可改166
成都三期			3.2	4.0	4.0	4.0	158尺寸，可改166
成都四期				4.5	4.5	4.5	166向下兼容
眉山一期					7.5	7.5	210向下兼容
眉山二期						7.5	210向下兼容
金堂一期						7.5	210向下兼容
金堂二期						7.5	210向下兼容
金堂三期						7.5	210向下兼容
设计产能	3.4	5.4	11.5	20	27.5	57.5	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

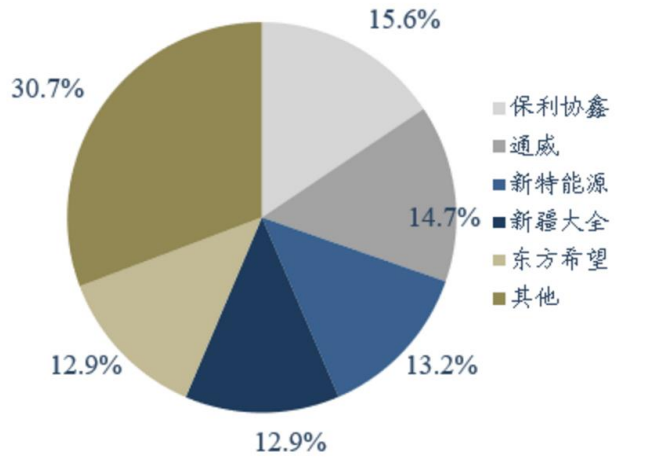
大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：公司作为全行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年 10.18 万吨、与晶科 3 年合计锁量 9.3 万吨、与美科硅能源合计锁量 6.88 万吨、与天合 3 年合计锁量 7.2 万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的 95%+，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。

表 4：公司硅料长单情况

	公告时间	交易对手	合同类别	合同商品	数量	单价	合同总额	合同期限
通威股份	2020年9月25日	隆基股份	销售合同	多晶硅料	10.18万吨/年	按月议价	90亿元/年	
	2020年11月7日	晶科能源	销售合同	多晶硅料	9.3万吨	按月议价		2020年11月至2023年12月
	2020年11月17日	美科硅能源	销售合同	多晶硅料	6.88万吨	按月议价		2021年1月至2023年12月
	2020年11月17日	天合光能	销售合同	多晶硅料	7.2万吨	按月议价		2021年1月至2023年12月

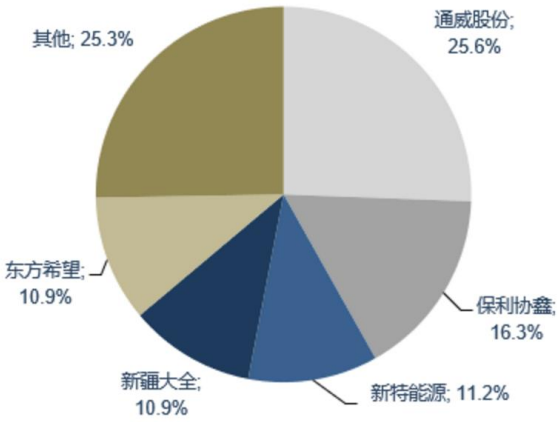
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：20 年硅料市场格局（按产能）



数据来源：硅业分会，东吴证券研究所

图 8：21 年硅料市场格局（按产能）



数据来源：硅业分会，东吴证券研究所

投资建议：基于行业向好的判断与公司龙头地位，我们预计公司 20-22 年归母净利润为：36.08/58.24/70.34 亿元（前值 20 年为 38.17 亿，21 年为 56.30 亿，22 年为 68.81 亿），同比+36.9%、+61.4%、+20.8%，对应 EPS 为 0.80/1.29/1.56 元，给予目标价 39 元，对应 21 年 30X，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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**13743.3**	**17791.8**	**17514.5**	**22455.3**
现金	2692.7	9401.8	3658.7	3000.0
应收账款	2934.7	3632.9	5104.4	8082.7
存货	2415.7	2989.1	4032.6	4789.6
其他流动资产	5700.2	1768.0	4718.8	6583.0
非流动资产	**33077.6**	**38763.9**	**45519.3**	**52170.7**
长期股权投资	439.7	597.9	756.0	914.2
固定资产	28121.0	33706.1	40360.4	46910.6
在建工程				
无形资产	1709.8	1652.8	1595.8	1538.8
其他非流动资产	2807.1	2807.1	2807.1	2807.1
资产总计	**46821.0**	**56555.6**	**63033.8**	**74626.0**
流动负债	**17843.4**	**24055.9**	**26270.0**	**32619.5**
短期借款	4765.0	10000.0	10000.0	13339.8
应付账款	8903.7	5978.1	5376.8	6386.1
其他流动负债	4174.7	8077.8	10893.2	12893.7
非流动负债	**10889.4**	**12389.4**	**13389.4**	**14689.4**
长期借款	4089.0	4089.0	4089.0	4089.0
其他非流动负债	6800.4	8300.4	9300.4	10600.4
负债合计	**28732.8**	**36445.3**	**39659.4**	**47308.9**
少数股东权益	511.1	548.9	610.0	683.7
归属母公司股东权益	17577.0	19561.4	22764.5	26633.4
负债和股东权益	**46821.0**	**56555.6**	**63033.8**	**74626.0**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2357.5	10484.8	5577.5	7695.1
投资活动现金流	-4290.8	-7387.1	-8699.8	-9028.2
筹资活动现金流	1441.1	3611.4	-2620.7	674.3
现金净增加额	-485.3	6709.1	-5743.1	-658.7
折旧和摊销	1988.3	1484.4	1894.3	2326.8
资本开支	-4932.3	-7228.9	-8541.6	-8870.0
营运资本变动	-5700.1	5095.7	-2251.7	-1789.8

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**37555.1**	**44200.3**	**62103.7**	**73754.8**
减:营业成本	30536.0	36366.9	49063.1	58272.9
营业税金及附加	122.9	176.8	248.4	295.0
营业费用	975.3	1105.0	1428.4	1622.6
管理费用	1572.1	2974.2	4031.6	4629.8
财务费用	707.8	664.3	804.2	1011.2
资产减值损失				
加:投资净收益	118.4	209.2	150.0	150.0
其他收益	-636.4	-25.2	255.4	302.0
营业利润	**3123.0**	**3097.1**	**6933.4**	**8375.2**
加:营业外净收支	28.5	1200.0	3.0	3.0
利润总额	**3151.5**	**4297.1**	**6936.4**	**8378.2**
减:所得税费用	469.2	623.1	1005.8	1214.8
少数股东损益	47.8	66.1	106.8	128.9
归属母公司净利润	**2634.6**	**3607.8**	**5823.9**	**7034.4**
EBIT	4530.0	3811.1	7637.6	9286.4
EBITDA	6518.4	5295.6	9532.0	11613.2

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.61	0.80	1.29	1.56
每股净资产(元)	4.10	4.35	5.06	5.92
发行在外股份(百万股)	3882.6	4501.5	4501.5	4501.5
ROIC(%)	14.1%	10.0%	17.6%	17.3%
ROE(%)	15.0%	18.4%	25.6%	26.4%
毛利率(%)	18.7%	17.7%	21.0%	21.0%
销售净利率(%)	7.0%	8.2%	9.4%	9.5%
资产负债率(%)	61.4%	64.4%	62.9%	63.4%
收入增长率(%)	36.4%	17.7%	40.5%	18.8%
净利润增长率(%)	30.5%	36.9%	61.4%	20.8%
P/E	54.52	41.80	25.89	21.44
P/B	8.17	7.34	6.31	5.39
EV/EBITDA	26.44	34.01	19.23	16.44

数据来源：贝格数据，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： http://www.dwzq.com.cn