

## 通威股份 (600438)

## 电池盈利水平筑底，硅料迎暴利时代

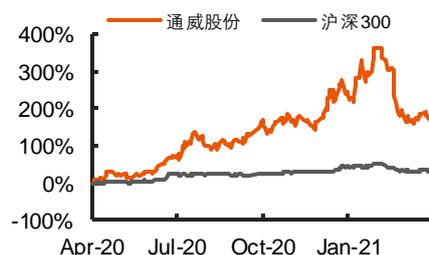
## 推荐 (维持)

现价: 31.08 元

## 主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/44.39%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通 A 股(百万股)	4,288
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,399.08
流通 A 股市值(亿元)	1,332.67
每股净资产(元)	6.93
资产负债率(%)	54.9

## 行情走势图



## 证券分析师

**皮秀** 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
010-56800184  
pixiu809@pingan.com.cn

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
zhudong615@pingan.com.cn

**王霖** 投资咨询资格编号  
S1060520120002  
wanglin272@pingan.com.cn

## 研究助理

**王子越** 一般从业资格编号  
S1060120090038  
wangziyue395@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项:

公司发布2020年报, 实现营收442.00亿元, 同比增长17.69%, 归母净利润36.08亿元, 同比增长36.95%, 扣非后净利润24.09亿元, 同比增长4.06%, 拟每10股派发现金红利2.41元(含税)。公司同时发布2021年一季报, 实现营收106.18亿元, 同比增35.69%, 归母净利润8.47亿元, 同比增145.99%, 扣非后净利润7.96亿元, 同比增151.86%。公司业绩基本符合市场预期。

## 平安观点:

■ **多晶硅业务对 2020 年及 2021Q1 的业绩增长形成重要支撑。**2020 年, 公司扣非后净利润略增, 四大主要业务情况分别是: 农业板块收入规模 209.4 亿元, 同比增长 11.96%, 毛利率同比下滑 1.89 个百分点至 10.68%; 电池及组件业务营收 155 亿元, 同比 26.31%, 毛利率下滑 5.67 个百分点至 14.54%; 多晶硅及化工业务营收 65.4 亿元, 同比增长 26.28%, 毛利率提升 6.3 个百分点至 34.7%; 光伏发电业务营收 11.7 亿元, 同比增长 7.16%, 毛利率下滑 3.86 个百分点至 59.64%。整体看, 多晶硅相关业务因为价格回暖实现量利齐升, 对公司 2020 年整体业绩平稳增长形成支撑, 其他业务则呈现不同幅度的毛利率下降。2021 年一季度属于农业板块传统淡季, 同时受供需关系影响电池片业务的盈利水平处于低位, 公司单季实现归母净利润 8.47 亿元, 同比增长 145.99%, 估计主要因为多晶硅业务盈利水平大幅提升、贡献了绝大部分利润, 2021 年以来, 多晶硅价格持续攀升, 后续季度利润贡献有望进一步提高。

■ **农业板块有望保持平稳发展。**2020 年公司饲料、食品及相关业务实现营业收入 208.51 亿元, 同比增长 12.14%, 毛利率 10.68%, 同比略有下滑; 饲料销量 524.92 万吨, 同比增长 7.12%, 其中, 水产饲料销量逆势增长, 高附加值的膨化料同比增长 11.37%、特种料同比增长 18.81%。根据公司计划, 2021 年饲料、食品及相关业务力争实现营业收入同比增长 10% 以上, 超过 230 亿元。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	59,769	77,231	86,987
YoY (%)	36.4	17.7	35.2	29.2	12.6
净利润(百万元)	2,635	3,608	6,073	8,399	8,960
YoY (%)	30.5	36.9	68.3	38.3	6.7
毛利率 (%)	18.7	17.1	21.1	21.6	20.5
净利率 (%)	7.0	8.2	10.2	10.9	10.3
ROE (%)	14.8	11.8	17.0	19.5	17.6
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.35	1.87	1.99
P/E(倍)	53.1	38.8	23.0	16.7	15.6
P/B(倍)	8.4	4.6	3.9	3.3	2.8

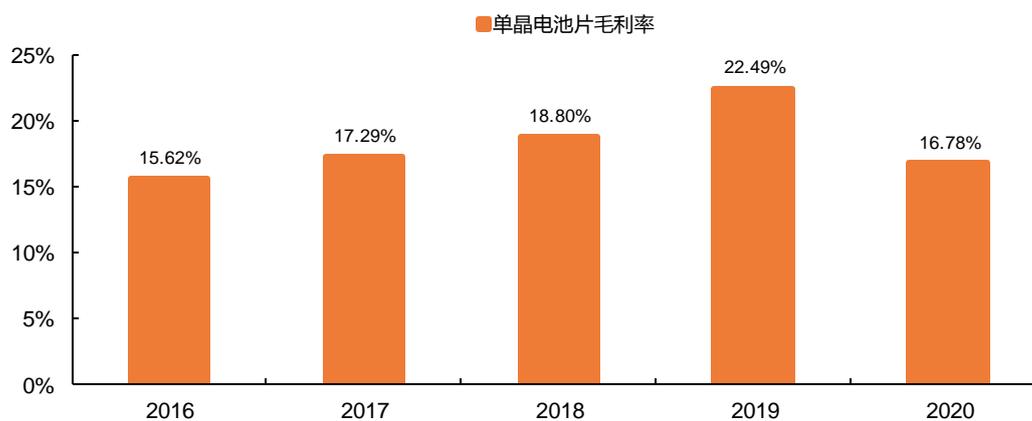
- **多晶硅产能大扩张，迎来暴利时代。**2020 年公司实现多晶硅销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%，估计实现销售收入约 53 亿元，同比增长约 45%；毛利率 36.78%，同比提升约 9 个百分点，主要原因是 2020 年下半年多晶硅销售价格明显上涨。截至 2020 年底公司多晶硅名义产能 8 万吨，在建产能 15 万吨，乐山二期、保山一期合计 10 万吨项目将于 2021 年底前投产，届时公司将形成超过 18 万吨的高纯晶硅产能，包头二期 5 万吨项目预计 2022 年建成投产。展望 2021 年，在多晶硅供需偏紧的背景下，截至目前单晶致密料销售价格已经达到 13 万元/吨，多晶硅企业迎来暴利时代，公司多晶硅业务的利润贡献将显著提升；2022 年，乐山二期、保山一期将实现满产，公司多晶硅出货量有望大幅度的提升。
- **电池片盈利水平筑底，GW 级异质结产线有望投运。**2020 年公司电池及组件出货量 22.16GW，同比增长 66.23%，太阳能电池出货量继续位居全球第一；单晶电池毛利率 16.78%，同比下降约 5.7 个百分点。2020 年公司投产了眉山一期 7.5GW 21X 大尺寸电池项目，截至 2020 年底估计公司电池片产能约 27.5GW；2020 年，公司启动了眉山二期 7.5GW、金堂一期 7.5GW 及与天合光能合作的金堂 15GW 21X 大尺寸电池项目建设，均计划于 2021 年投产，届时公司电池片产能将超过 55GW。此外，公司加快推进 TOPCON、HJT 等新型电池技术研发，2021 年计划实现 1GW 规模的 HJT 中试线运行。当前阶段，光伏电池片环节两头受挤压，估计整体盈利水平处于历史低位，未来具有提升空间。
- **布局硅片业务，电站并网装机规模超 2GW。**2020 年公司着手布局硅片业务，与天合光能合作的单晶拉棒和切片项目分两期推进，每期各 7.5GW，预计分别于 2021 年和 2022 年投产，届时公司在硅料、硅片、电池片、组件等四大主要环节均具有较大规模的产能。电站方面，截至 2020 年底公司建成以“渔光一体”为主光伏电站 45 座，累计装机并网规模超 2GW，较 2019 年底的 1.47GW 明显增长。
- **投资建议。**考虑多晶硅价格上涨超预期，上调公司盈利预测，预计 2021-2022 年公司归母净利润 60.73、83.99 亿元（原预测值 56.60、72.72 亿元），EPS 1.35、1.87 元，对应的动态 PE 23.0、16.7 倍。光伏行业长期前景向好，公司在硅料和电池片环节具有核心竞争力，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）海外新冠疫情发展仍具较大不确定性，可能影响海外光伏市场需求以及光伏制造供需格局。（2）国内光伏行业受政策影响较大，政策的调整可能影响国内新增光伏装机需求。（3）目前电池片和硅料等环节仍有新产能持续涌入，可能导致产能过剩和竞争加剧。

图表1 近年公司多晶硅业务的财务数据

	销量（万吨）	毛利率	生产成本（万元/吨）	销售价格（万元/吨，不含税）	销售收入（亿元）
2016	1.21	41.03%	5.95	10.1	12.3
2017	1.6	47.70%	5.88	11.1	17.7
2018	1.92	33.88%	5.53	8.4	16.1
2019	6.38	24.45%	4.33	5.7	36.6
2020H1	4.5	27.70%	3.95	5.46	24.6
2020H2	4.16	44.58%	3.78	6.83	28.4
2020	8.66	36.78%	3.87	6.1	53.0

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 公司近年单晶电池片的毛利率情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表3 截至年底公司持有的光伏电站规模



资料来源:WIND, 平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	25592	25040	25980	26965
现金	6264	4781	5406	5622
应收票据及应收账款	1600	2022	2153	2549
其他应收款	798	796	830	910
预付账款	1113	1277	1297	1509
存货	2773	3120	3252	3331
其他流动资产	13043	13043	13043	13043
<b>非流动资产</b>	38660	45519	52685	59174
长期投资	478	598	689	794
固定资产	29830	36440	42908	48956
无形资产	1664	1643	1622	1600
其他非流动资产	6689	6837	7466	7824
<b>资产总计</b>	64252	70559	78665	86139
<b>流动负债</b>	22381	23889	24600	23827
短期借款	2349	1832	1832	0
应付票据及应付账款	13329	14403	14421	14992
其他流动负债	6702	7655	8346	8835
<b>非流动负债</b>	10327	9956	9788	9893
长期借款	6707	6336	6167	6272
其他非流动负债	3621	3621	3621	3621
<b>负债合计</b>	32708	33846	34387	33719
少数股东权益	1003	1182	1431	1696
股本	4502	4502	4502	4502
资本公积	16106	16106	16106	16106
留存收益	9992	14365	20412	26864
<b>归属母公司股东权益</b>	30541	35531	42847	50723
<b>负债和股东权益</b>	64252	70559	78665	86139

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3025	11304	12453	13441
净利润	3715	6253	8648	9226
折旧摊销	2479	2457	3104	3777
财务费用	676	575	686	686
投资损失	-1569	-23	-23	-23
营运资金变动	-2996	2045	41	-221
其他经营现金流	720	-4	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	-4740	-9288	-10243	-10239
资本支出	5487	6738	7075	6384
长期投资	-1597	-121	-98	-106
其他投资现金流	-851	-2671	-3265	-3961
<b>筹资活动现金流</b>	5795	-5330	-1586	-1155
短期借款	-1274	-2349	0	0
长期借款	-1595	-371	-169	105
普通股增加	619	0	0	0
资本公积增加	10433	0	0	0
其他筹资现金流	-2388	-2610	-1417	-1260
<b>现金净增加额</b>	4043	-3314	624	2048

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	44200	59769	77231	86987
营业成本	36648	47145	60531	69122
营业税金及附加	124	168	217	244
营业费用	778	1016	1236	1305
管理费用	1809	2391	2935	3219
研发费用	1035	1315	1622	1740
财务费用	676	575	686	686
资产减值损失	268	179	232	261
其他收益	304	151	114	140
公允价值变动收益	5	5	5	5
投资净收益	1569	23	23	23
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	4713	7157	9912	10577
营业外收入	37	37	37	37
营业外支出	476	0	0	0
<b>利润总额</b>	4274	7194	9949	10614
所得税	559	941	1301	1388
<b>净利润</b>	3715	6253	8648	9226
少数股东损益	107	180	249	265
<b>归属母公司净利润</b>	3608	6073	8399	8960
EBITDA	7110	9808	13199	14468
EPS(元)	0.80	1.35	1.87	1.99

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	17.7	35.2	29.2	12.6
营业利润(%)	50.9	51.9	38.5	6.7
归属于母公司净利润(%)	36.9	68.3	38.3	6.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	17.1	21.1	21.6	20.5
净利率(%)	8.2	10.2	10.9	10.3
ROE(%)	11.8	17.0	19.5	17.6
ROIC(%)	8.9	13.1	15.6	14.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	50.9	48.0	43.7	39.1
净负债比率(%)	27.4	22.5	17.7	12.2
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	23.7	33.0	37.0	37.0
应付账款周转率	3.3	3.4	4.2	4.7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.35	1.87	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.51	2.77	2.99
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.89	9.52	11.27
<b>估值比率</b>				
P/E	38.8	23.0	16.7	15.6
P/B	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	20.8	15.1	11.2	10.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033