

## 通威股份 (600438.SH)

## 高价硅料创造业绩增量，电池环节盈利有待修复

2021 年 10 月 27 日

### ——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**刘强（分析师）**
**蔡紫豪（分析师）**

liuqiang@kysec.cn

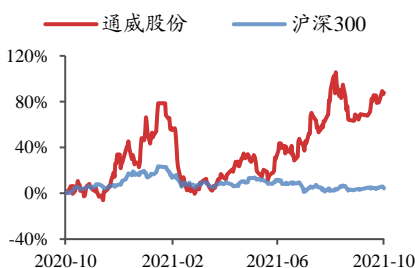
caizihao@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

证书编号：S0790520120001

日期	2021/10/27
当前股价(元)	56.55
一年最高最低(元)	62.77/27.82
总市值(亿元)	2,545.63
流通市值(亿元)	2,545.63
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	45.02
近 3 个月换手率(%)	129.87

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-三季报业绩预告符合预期，高价硅料贡献业绩》-2021.10.9

《公司信息更新报告-硅料盈利凸显弹性，后续看电池突破》-2021.8.17

《公司信息更新报告-半年度业绩符合预期，再扩产 20 万吨硅料》-2021.7.2

### ● 三季度公司业绩持续增长，符合预期。

公司发布 2021 年第三季度报告：2021 前三季度公司实现营收 467.00 亿元，同比增长 47.42%；实现归母净利润 59.45 亿元，同比增长 78.38%；实现扣非净利润 59.31 亿元，同比增长 210.08%。2021Q3 单季实现营收 201.38 亿元，同比增长 55.63%；实现归母净利润 29.79 亿元，同比增长 28.29%；实现扣非净利润 29.36 亿元，同比增长 207.91%，业绩符合预期。我们维持原预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 79.35、98.06、123.39 亿元，EPS 为 1.76、2.18、2.74 元，当前股价对应 PE 为 32.1、26.0、20.6 倍，维持“买入”评级。

### ● 三季度硅料价格坚挺，贡献主要业绩增量。

2021 年硅料供应处于紧平衡状态。2021Q3 多晶硅价格维持 200 元/kg 以上的水平，高价硅料为公司创造主要业绩增量。公司乐山二期和保山一期高纯晶硅项目共 10 万吨产能预计 2021 年底前投产，目前进度符合预期。若顺利投产，2021 年底高纯晶硅产能预计达到 18 万吨，有望缓解当前行业硅料紧缺的局面。我们预计 2022 年上游受限电政策影响减弱，原材料价格或将下滑，硅料价格延续高位，硅料盈利持续贡献增量，叠加新产能释放，公司硅料业绩有望持续增长。

### ● 硅片环节传导硅料价格顺畅，电池环节有望边际好转。

硅料价格持续高位，硅片环节传导硅料价格较为顺畅，电池环节盈利受损，预计公司三季度电池业务表现较弱。四季度硅料价格或将延续高位，电池盈利受硅料价格挤压，全年贡献业绩有限。展望 2022 年，硅料价格有所下滑，硅片新产能陆续投放，上游价格有所松动，公司电池业务盈利有望好转。此外，公司前三季度研发费用同比增长 87.47%，在电池新技术、高纯晶硅研发方面投入增多。若 2021 年年底 1GW TOPCon 中试线顺利建成，公司电池新技术得以验证，有效保障电池技术领先水平。

### ● 风险提示：光伏装机量不及预期，原材料价格波动超预期，技术推进不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	63,903	75,738	86,811
YOY(%)	36.4	17.7	44.6	18.5	14.6
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	7,935	9,806	12,339
YOY(%)	30.5	36.9	119.9	23.6	25.8
毛利率(%)	18.7	17.1	25.8	25.7	26.9
净利率(%)	7.0	8.2	12.4	12.9	14.2
ROE(%)	14.8	11.8	21.1	21.1	21.3
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.76	2.18	2.74
P/E(倍)	96.6	70.6	32.1	26.0	20.6
P/B(倍)	15.2	8.3	6.8	5.5	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	13743	25592	24195	28518	37475
现金	2693	6264	843	6103	11390
应收票据及应收账款	2129	1600	3792	2599	4726
其他应收款	805	798	1520	1227	1921
预付账款	390	1113	1060	1516	1437
存货	2416	2773	3938	4031	4958
其他流动资产	5310	13043	13043	13043	13043
<b>非流动资产</b>	33078	38660	50239	56032	61085
长期投资	440	478	516	554	592
固定资产	24536	29830	39569	44631	49049
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965
其他非流动资产	6392	6689	8349	8969	9479
<b>资产总计</b>	46821	64252	74434	84550	98561
<b>流动负债</b>	17843	22381	25812	27690	31048
短期借款	3623	2349	2349	2349	2349
应付票据及应付账款	8904	13329	15426	18717	19797
其他流动负债	5317	6702	8037	6624	8902
<b>非流动负债</b>	10889	10327	9993	8976	7795
长期借款	8301	6707	6372	5355	4174
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621
<b>负债合计</b>	28733	32708	35805	36666	38843
少数股东权益	511	1003	1237	1528	1893
股本	3883	4502	4502	4502	4502
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106
留存收益	7181	9992	15728	22845	31841
<b>归属母公司股东权益</b>	17577	30541	37391	46357	57825
负债和股东权益	46821	64252	74434	84550	98561

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2357	3025	11745	16772	16712
净利润	2682	3715	8170	10096	12704
折旧摊销	1996	2479	2575	3295	3875
财务费用	708	676	655	710	586
投资损失	-118	-1569	0	0	0
营运资金变动	-2962	-2996	347	2672	-451
其他经营现金流	52	720	-1	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-4291	-4740	-14152	-9087	-8927
资本支出	4208	5487	11540	5755	5016
长期投资	-59	-1597	-38	-38	-38
其他投资现金流	-142	-851	-2649	-3370	-3949
<b>筹资活动现金流</b>	1441	5795	-3015	-2424	-2498
短期借款	-1653	-1274	0	0	0
长期借款	7611	-1595	-334	-1018	-1181
普通股增加	0	619	0	0	0
资本公积增加	-40	10433	0	0	0
其他筹资现金流	-4477	-2388	-2681	-1407	-1317
<b>现金净增加额</b>	-485	4043	-5422	5261	5287

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	37555	44200	63903	75738	86811
营业成本	30536	36648	47399	56280	63485
营业税金及附加	123	124	211	254	276
营业费用	975	778	1598	1892	2030
管理费用	1514	1809	2595	3087	3532
研发费用	1001	1035	1600	1835	2138
财务费用	708	676	655	710	586
资产减值损失	-5	-268	-198	-347	-333
其他收益	214	304	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
投资净收益	118	1569	0	0	0
资产处置收益	140	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	3123	4713	10044	12027	15098
营业外收入	42	37	29	31	35
营业外支出	14	476	485	247	305
<b>利润总额</b>	3152	4274	9588	11811	14827
所得税	469	559	1418	1715	2123
<b>净利润</b>	2682	3715	8170	10096	12704
少数股东损益	48	107	235	290	365
<b>归母净利润</b>	2635	3608	7935	9806	12339
EBITDA	5834	7150	12414	15338	18740
EPS(元)	0.59	0.80	1.76	2.18	2.74

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	36.4	17.7	44.6	18.5	14.6
营业利润(%)	30.4	50.9	113.1	19.7	25.5
归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	119.9	23.6	25.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.7	17.1	25.8	25.7	26.9
净利率(%)	7.0	8.2	12.4	12.9	14.2
ROE(%)	14.8	11.8	21.1	21.1	21.3
ROIC(%)	9.9	8.9	16.4	17.4	18.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.4	50.9	48.1	43.4	39.4
净负债比率(%)	70.9	27.4	33.1	13.9	0.5
流动比率	0.8	1.1	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.5	0.3	0.4	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	17.3	23.7	23.7	23.7	23.7
应付账款周转率	4.0	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.76	2.18	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	2.61	3.73	3.71
每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	8.31	10.30	12.85
<b>估值比率</b>					
P/E	96.6	70.6	32.1	26.0	20.6
P/B	15.2	8.3	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA	45.9	36.7	21.5	17.0	13.6

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn