

## 三季度业绩出色，硅料新产能投产在即

买入(维持)

——通威股份(600438)点评报告

2021年10月28日

### 报告关键要素:

公司发布 21 年三季报, 21 年前三季度实现营收 467 亿元, 同比+47.42%; 归母净利润 59.45 亿元, 同比+78.38%。业绩增长原因主要系硅料价格大幅上涨所致。

### 投资要点:

**三季度硅料大幅涨价, 上游原材料同步涨价:** 公司 Q3 单季度实现营业收入 201.38 亿元, 同比+55.63%; 归母净利润 29.79 亿元, 同比+28.29%。根据 PV Infolink 数据, Q3 多晶硅致密料含税均价约 207 元/kg, 较 Q2 均价提升约 18%, 但是在上游工业硅大幅涨价的情况下, 公司三季度整体盈利水平与 Q2 持平, Q3 单季综合毛利率为 27.32%, 环比+0.75pct; 净利率为 15.81%, 环比+1.67pct。公司期间费用率稳中有降, 其中销售费用率 1.23%, 环比-0.06pct; 管理费用率 3.72%, 环比+0.06pct; 研发费用率 2.94%, 环比+0.1pct; 财务费用率 0.71%, 环比-0.18pct。

**硅料新产能投产在即, 22 年量升价稳:** 公司硅料新产能持续释放, 预计乐山 5 万吨和保山 5 万吨产能分别于 10 月和 11 月投产, 早于此前预期的 21 年底, 预计公司实际爬坡期也将缩短, 22 年产量有望实现高增。从供需关系来看, 22 年硅料产能仍然偏紧, 价格有望小幅回落但整体预计稳定在 17-18 万元/吨, 22 年硅料业务保持高景气。

**电池片持续扩张, 大尺寸产能占比提升:** 公司规划年底电池片产能达到 55GW, 其中 210 产能 35GW, 占总产能的 60%以上, 公司新产能非硅成本持续下降, 电池片盈利能力增强。N 型技术方面, 公司异质结 GW 级中试线于 8 月投产, 明后年技术成熟后, 有望大幅扩张 N 型产能, 公司电池片优势地位稳固。

**盈利预测与投资建议:** 我们认为硅料价格符合我们此前预期, 维持此前盈利预测不变。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 731.79/920.28/1161.7 亿元, 归母净利润分别为 87.78/114.64/135.66 亿元, EPS 分别为 1.95/2.55/3.01 元/股。维持买入评级。

**风险因素:** 硅料、电池片价格不及预期; 上游原材料价格大幅上涨; 新产能投产不及预期; N 型电池进度不及预期。

### 基础数据

总股本(百万股)	4,501.55
流通A股(百万股)	4,501.55
收盘价(元)	56.55
总市值(亿元)	2,545.63
流通A股市值(亿元)	2,545.63

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

硅料产能持续扩张, 电池片盈利可观  
硅料高景气, 电池片大幅扩产增厚利润  
万联证券研究所 20201023-公司跟踪报告  
-AAA-通威股份(600438)跟踪报告

**分析师:** 周春林  
执业证书编号: S0270518070001  
电话: 021-60883486  
邮箱: zhoucl@wlzq.com.cn  
**研究助理:** 郝占一  
电话: 13009877660  
邮箱: haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	44200.27	73178.90	92028.18	116172.33
增长比率(%)	18	66	26	26
净利润(百万元)	3607.92	8778.35	11464.00	13566.29
增长比率(%)	37	143	31	18
每股收益(元)	0.80	1.95	2.55	3.01
市盈率(倍)	70.02	28.78	22.04	18.62
市净率(倍)	8.27	5.51	3.60	2.51

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>44200</b>	<b>73179</b>	<b>92028</b>	<b>116172</b>
%同比增速	18%	66%	26%	26%
营业成本	36648	55133	67343	86541
毛利	7552	18046	24685	29631
%营业收入	17%	25%	27%	26%
税金及附加	124	241	304	383
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	778	1683	2301	2672
%营业收入	2%	2%	3%	2%
管理费用	1809	2634	3497	4182
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	1035	1756	2761	3137
%营业收入	2%	2%	3%	3%
财务费用	676	874	1259	1498
%营业收入	2%	1%	1%	1%
资产减值损失	-268	-389	-200	-200
信用减值损失	-25	0	0	0
其他收益	304	366	414	523
投资收益	1569	263	322	407
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	-1	37	46	58
<b>营业利润</b>	<b>4713</b>	<b>11134</b>	<b>15147</b>	<b>18546</b>
%营业收入	11%	15%	16%	16%
营业外收支	-439	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4274</b>	<b>11134</b>	<b>15147</b>	<b>18546</b>
%营业收入	10%	15%	16%	16%
所得税费用	559	1592	2119	2586
净利润	3715	9542	13027	15960
%营业收入	8%	13%	14%	14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3608</b>	<b>8778</b>	<b>11464</b>	<b>13566</b>
%同比增速	37%	143%	31%	18%
少数股东损益	107	763	1563	2394
EPS (元/股)	0.80	1.95	2.55	3.01

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.80	1.95	2.55	3.01
BVPS	6.78	10.18	15.59	22.36
PE	70.02	28.78	22.04	18.62
PEG	1.30	0.20	0.72	1.02
PB	8.27	5.51	3.60	2.51
EV/EBITDA	28.38	16.74	12.73	10.15
ROE	12%	19%	16%	13%
ROIC	8%	14%	14%	12%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6264	17948	17201	26041
交易性金融资产	1532	1532	1532	1532
应收票据及应收账款	1600	3690	4300	5368
存货	2773	4192	5147	6592
预付款项	1113	1166	1537	2036
合同资产	989	818	1201	1624
其他流动资产	11320	11993	12398	12894
流动资产合计	25592	41339	43316	56086
长期股权投资	478	528	628	728
固定资产	29830	42196	66690	95305
在建工程	2998	7998	15998	20998
无形资产	1664	1978	2173	2368
商誉	636	636	636	636
递延所得税资产	416	416	416	416
其他非流动资产	2640	2679	2719	2759
<b>资产总计</b>	<b>64252</b>	<b>97769</b>	<b>132575</b>	<b>179295</b>
短期借款	2349	10000	10000	15000
应付票据及应付账款	13329	17979	22417	29057
预收账款	35	1576	1657	1895
合同负债	2303	1732	2468	3399
应付职工薪酬	736	1191	1433	1834
应交税费	220	414	484	621
其他流动负债	5757	13965	14279	19794
流动负债合计	22381	36857	42738	56600
长期借款	6297	9297	12297	12297
应付债券	410	410	410	410
递延所得税负债	312	312	312	312
其他非流动负债	3309	3309	3309	3309
<b>负债合计</b>	<b>32708</b>	<b>50185</b>	<b>59066</b>	<b>72927</b>
归属于母公司的所有者权益	30541	45818	70180	100645
少数股东权益	1003	1766	3329	5723
<b>股东权益</b>	<b>31544</b>	<b>47584</b>	<b>73510</b>	<b>106368</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>64252</b>	<b>97769</b>	<b>132575</b>	<b>179295</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3025</b>	<b>16952</b>	<b>22055</b>	<b>28300</b>
投资	182	-50	-100	-100
资本性支出	-5354	-15138	-24589	-23078
其他	432	213	272	357
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4740</b>	<b>-14975</b>	<b>-24417</b>	<b>-22821</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	6420	0	0	0
银行贷款增加(减少)	14436	10651	3000	5000
筹资成本	-1299	-945	-1384	-1639
其他	-13761	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5795</b>	<b>9706</b>	<b>1616</b>	<b>3361</b>
<b>现金净流量</b>	<b>4043</b>	<b>11683</b>	<b>-747</b>	<b>8840</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场