开源证券

通威股份（600438.SH）

2021 年 04 月 05 日

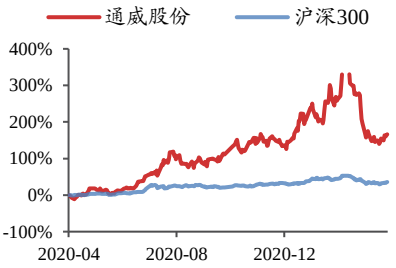
硅料涨价增厚盈利，未来看两环节集中度提升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/4/2
当前股价(元)	33.50
一年最高最低(元)	55.50/11.22
总市值(亿元)	1,508.02
流通市值(亿元)	1,436.43
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	42.88
近 3 个月换手率(%)	167.44

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-硅继续加强产业链合作，员工持股共享新能源盛宴》-2021.2.10

《公司首次覆盖报告-全球光伏制造新王者，引领成本、技术趋势》-2021.1.26

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

蔡紫豪（分析师）
caizihao@kysec.cn
证书编号：S0790520120001

● **减值影响当期业绩，未来看硅料议价权提升和电池技术突破。**

公司发布 2020 年业绩快报以及 2021Q1 业绩预告：（1）2020 年公司实现营收 442.00 亿元，同增 17.69%，实现归母净利润 36.08 亿元，同增 36.95%。因部分老旧多晶硅产能报废损失 2.88 亿元，同时对未获补贴电站计提 2.22 亿元减值，影响全年业绩；（2）2021Q1 实现归母净利润 8~9 亿元，同增 132%~161%，略超预期。因业绩快报不及预期，我们下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 36.08（-7.2）、53.90（-2.9）和 70.88（-3.74）亿元，EPS 为 0.80（-0.16）、1.20（-0.06）、1.57（-0.09）元，当前股价对应 PE 为 41.8、28.0、21.3 倍，减值不改公司在硅料和电池端竞争力，依然维持“买入”评级。

● **硅料价格上涨贡献业绩，供需紧平衡或延续至 2022 年。**

2021 年硅料供给约 57 万吨，对应装机需求 160GW，硅料在 2021 年维持紧平衡状态，且硅片新增产能较多，硅料争抢导致其价格持续上涨，对公司业绩带来有力支撑，展望 2022 年，估计硅料新增产能在 10 万吨左右，或将依然维持紧平衡状态。中长期来看，公司成本优势显著，新产能全成本在 3 万元/吨左右，领先行业，且在 2021 年底率先投产 8.5 万吨新增产能，有望实现市场份额的快速提升，加强公司在硅料环节定价权。

● **受成本和价格压力，电池短期盈利承压。**

自 2021 年初以来，硅料价格持续上涨，下游电站难以接受 IRR 下滑，电池和组件环节盈利备受挤压，随着组件行业开工率的下降，电池行业开工率或将下调，因此电池盈利短期内难以恢复，或将持续维持微利状态。中长期来看，N 型电池技术是各电池公司弯道超车的重要机遇，随着设备和材料的国产化加速推进，行业壁垒由设备端逐渐转向生产端，率先完成工艺积累并积累经验的厂商有望获得超额收益。公司拥有行业规模最大的异质结中试线，有望在竞争中脱颖而出。

● **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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	44,202	54,417	67,734
YOY(%)	5.5	36.4	17.7	23.1	24.5
归母净利润(百万元)	2,019	2,635	3,608	5,390	7,088
YOY(%)	0.3	30.5	37.0	49.4	31.5
毛利率(%)	18.9	18.7	19.8	21.8	22.0
净利率(%)	7.3	7.0	8.2	9.9	10.5
ROE(%)	13.3	14.8	17.3	21.1	22.2
EPS(摊薄/元)	0.45	0.59	0.80	1.20	1.57
P/E(倍)	74.7	57.2	41.8	28.0	21.3
P/B(倍)	10.2	9.0	7.7	6.2	4.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	13981	16794	17470
现金	3412	2693	2345	3098	2256
应收票据及应收账款	2217	2129	2986	3311	4527
其他应收款	535	805	772	1170	1247
预付账款	228	390	337	558	557
存货	1586	2416	2230	3347	3574
其他流动资产	768	5310	5310	5310	5310
非流动资产	29739	33078	35682	40731	47555
长期投资	282	440	633	834	1042
固定资产	16767	24536	26559	30585	36162
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264
其他非流动资产	11297	6392	6572	7192	8086
资产总计	38484	46821	49663	57525	65025
流动负债	18759	17843	18582	22990	25282
短期借款	5276	3623	3623	3623	3623
应付票据及应付账款	6304	8904	8753	12443	13858
其他流动负债	7179	5317	6207	6924	7801
非流动负债	4498	10889	9453	8113	6886
长期借款	690	8301	6865	5525	4298
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588
负债合计	23257	28733	28036	31103	32168
少数股东权益	489	511	545	610	690
股本	3882	3883	4502	4502	4502
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673
留存收益	5168	7181	9736	13570	18629
归属母公司股东权益	14738	17577	21082	25813	32167
负债和股东权益	38484	46821	49663	57525	65025

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3100	2357	5599	10467	11007
净利润	2031	2682	3642	5455	7169
折旧摊销	1218	1996	2018	2408	2962
财务费用	316	708	438	433	337
投资损失	-76	-118	-78	-81	-88
营运资金变动	89	-2962	-420	2253	628
其他经营现金流	-479	52	-1	-0	0
投资活动现金流	-6442	-4291	-4544	-7376	-9697
资本支出	7124	4208	2411	4849	6615
长期投资	527	-59	-193	-217	-209
其他投资现金流	1210	-142	-2326	-2744	-3291
筹资活动现金流	3277	1441	-1404	-2339	-2152
短期借款	1263	-1653	0	0	0
长期借款	-318	7611	-1436	-1341	-1227
普通股增加	0	0	619	0	0
资本公积增加	13	-40	0	0	0
其他筹资现金流	2320	-4477	-586	-998	-926
现金净增加额	-62	-485	-348	753	-842

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27535	37555	44202	54417	67734
营业成本	22327	30536	35454	42561	52812
营业税金及附加	111	123	146	199	242
营业费用	863	975	1105	1553	1877
管理费用	1039	1514	1680	2387	2708
研发费用	598	1001	534	822	1279
财务费用	316	708	438	433	337
资产减值损失	47	-5	217	0	0
其他收益	90	214	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	-0
投资净收益	76	118	78	81	88
资产处置收益	-3	140	0	0	0
营业利润	2395	3123	4707	6543	8568
营业外收入	16	42	52	32	36
营业外支出	13	14	485	131	161
利润总额	2398	3152	4274	6444	8443
所得税	367	469	632	989	1274
净利润	2031	2682	3642	5455	7169
少数股东损益	12	48	34	65	81
归母净利润	2019	2635	3608	5390	7088
EBITDA	3879	5834	6686	9195	11706
EPS(元)	0.45	0.59	0.80	1.20	1.57

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	36.4	17.7	23.1	24.5
营业利润(%)	-1.7	30.4	50.7	39.0	30.9
归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	37.0	49.4	31.5
获利能力					
毛利率(%)	18.9	18.7	19.8	21.8	22.0
净利率(%)	7.3	7.0	8.2	9.9	10.5
ROE(%)	13.3	14.8	17.3	21.1	22.2
ROIC(%)	8.7	9.9	11.3	14.9	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	61.4	56.5	54.1	49.5
净负债比率(%)	51.4	70.9	58.6	39.9	31.2
流动比率	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	15.3	17.3	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.59	0.80	1.20	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.52	1.24	2.33	2.45
每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.71	4.36	5.41	6.82
估值比率					
P/E	74.7	57.2	41.8	28.0	21.3
P/B	10.2	9.0	7.7	6.2	4.9
EV/EBITDA	41.0	28.1	24.5	17.6	13.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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