

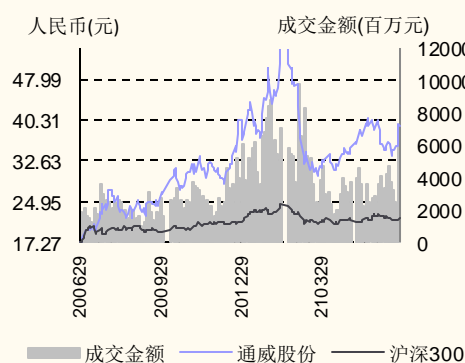
## 通威股份(600438.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 39.10元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	45.02
已上市流通A股(亿股)	45.02
总市值(亿元)	1,760.11
年内股价最高最低(元)	53.76/17.27
沪深300指数	5240
上证指数	3608



## 相关报告

- 1.《硅料降本及扩产提速,高景气中释放盈利弹性-通威股份2020...》,2021.4.12
- 2.《资产减值拖累业绩,今年硅料迎量利齐升-通威股份2020年...》,2021.4.6
- 3.《战略合作再下一城,员工持股绑定核心利益-通威股份公司点评》,2021.2.17
- 4.《一体化合作落地,硅料长单锁定出货-通威&天合事件点评》,2020.11.18
- 5.《电池片盈利领先同业,Q4硅料出货迎量价齐升-通威股份2020...》,2020.10.23

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人  
yuwendian@gjzq.com.cn

## 硅料业绩爆发且仍存预期差,全面上调盈利预测

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	68,510	82,373	100,380
营业收入增长率	36.4%	17.7%	55.0%	20.2%	21.9%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	7,973	9,928	12,367
归母净利润增长率	30.5%	36.9%	121.0%	24.5%	24.6%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.80	1.77	2.21	2.75
每股经营性现金流净额	0.60	0.55	1.86	3.34	4.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	20.98%	21.03%	21.01%
P/E	-	-	22.08	17.73	14.23
P/B	-	-	4.63	3.73	2.99

来源:公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 5月以来硅料价格加速上涨且涨幅显著超过年初预期,同时公司在乐山、包头、保山三地持续推进新项目扩产,为未来业绩增长奠定良好根基,当前时点我们认为需要对公司盈利预测做出上调。

## 经营分析

- **硅料涨价驱动盈利能力大幅提升,预计Q2业绩同环比三位数高增:**今年在光伏需求高速增长和硅片大规模扩产的共同作用下,硅料环节供需紧张局面持续加剧,致密料价格从年初8.5万元/吨涨至21万元/吨,驱动公司硅料业务盈利能力暴增,预计Q2净利润同环比都将实现三位数以上高增长。
- **预期差之一:下半年硅料价格表现或强于预期。**因项目并网截止日的影响,近期终端需求刚性阶段性减弱,硅料价格止涨持稳,市场预期普遍认为硅料价格大幅下跌是下半年需求如期释放的必要前提条件。然而,考虑到过去两周内,高景青海15GW、京运通乐山12GW、上机包头三期10GW单晶拉棒产能先后投产,而年底前硅料几无新产能释放、全年终端需求存刚性的预期明确,我们预计年底新产能释放之前,硅料价格降幅或十分有限,下半年硅料价格表现及公司盈利情况或好于市场预期。
- **预期差之二:2022年硅料供需并非严重过剩,价格降幅可控。**我们测算明年硅料总供给70-80万吨,基于不同的薄片化进度假设,可对应硅片/电池产量240-280GW,对比2022年200GW+的新增装机预期(并考虑容配比及CTM损失),供需关系介于紧平衡至小幅过剩之间。考虑硅料的可存储性、以及可通过检修实现一定程度的产能弹性,加之硅片产能仍然确定性高于硅料,因此尽管新产能释放势必驱动硅料价格向合理水平回归,但我们预计价格降幅可控,较难出现类似今年光伏玻璃价格短时间内接近腰斩局面。
- **预期差之三:碳中和背景下,硅料环节中长期扩产仍存限制。**近期大量扩产规划令市场担忧中长期硅料格局,我们不可否认硅料环节因扩产周期长、供给偏刚性将呈现较强的周期性,但其同样具有技术&资金壁垒高的特点,在碳中和背景下能耗指标的获取难度将进一步加大,疆外低电价地区尤甚。公司在蒙、川、滇地区的大规模产能及扩产规划,充分彰显前瞻性和先发优势。

## 盈利调整与投资建议

- 由于二季度硅料价格涨幅超出我们之前预期,根据我们目前对未来硅料价格的判断,上调公司2021-2023年净利润预测至79.7(+42%)、99.3(+39%)、123.7(+41%)亿元,对应EPS分别为1.77、2.21、2.75元,给予目标价55元,对应2022PE为25倍,维持“买入”评级。

风险提示:疫情超预期恶化,产品价格表现不及预期,需求恢复速度不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>27,535</b>	<b>37,555</b>	<b>44,200</b>	<b>68,510</b>	<b>82,373</b>	<b>100,380</b>	货币资金	3,412	2,693	6,264	18,498	13,180	16,061
增长率	36.4%	17.7%	55.0%	20.2%	21.9%		应收账款	2,751	7,327	12,110	18,760	22,294	27,152
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-52,169	-60,985	-75,352	存货	1,586	2,416	2,773	4,288	5,012	6,193
% 销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	76.1%	74.0%	75.1%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,327	5,779	6,612
毛利	5,208	7,019	7,552	16,341	21,389	25,028	流动资产	8,745	13,743	26,389	46,873	46,265	56,018
% 销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	23.9%	26.0%	24.9%	% 总资产	22.7%	29.4%	40.6%	48.9%	46.5%	48.8%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-206	-247	-301	长期投资	523	547	581	592	602	613
% 销售收入	0.40%	0.33%	0.28%	0.30%	0.30%	0.30%	固定资产	25,134	28,277	32,981	43,821	48,125	53,708
营业费用	-863	-975	-778	-1,370	-1,565	-1,807	% 总资产	65.3%	60.4%	50.7%	45.7%	48.3%	46.7%
% 销售收入	3.1%	2.6%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	2,633	2,953	3,135	3,030	2,933	2,845
管理费用	-1,039	-1,514	-1,809	-2,535	-2,883	-3,513	非流动资产	29,739	33,078	38,659	49,013	53,271	58,881
% 销售收入	3.8%	4.0%	4.1%	3.7%	3.5%	3.5%	% 总资产	77.3%	70.6%	59.4%	51.1%	53.5%	51.2%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	10,830	14,894	17,507	<b>资产总计</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>65,048</b>	<b>95,887</b>	<b>99,536</b>	<b>114,899</b>
% 销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	15.8%	18.1%	17.4%	短期借款	6,785	4,765	4,883	18,597	7,251	2,247
财务费用	-316	-708	-676	-687	-848	-550	应付款项	8,078	11,033	16,410	21,206	24,090	29,693
% 销售收入	1.1%	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%	0.5%	其他流动负债	3,896	2,045	1,087	1,590	1,836	2,291
资产减值损失	-47	-5	-268	-150	-117	-103	流动负债	18,759	17,843	22,380	41,392	33,177	34,231
公允价值变动收益	-1	0	5	0	0	0	长期贷款	690	4,089	6,297	7,297	7,797	8,297
投资收益	76	118	1,569	200	200	200	其他长期负债	3,808	6,800	4,031	7,502	7,573	7,603
% 税前利润	3.1%	3.8%	36.7%	2.0%	1.4%	1.2%	<b>负债</b>	<b>23,257</b>	<b>28,733</b>	<b>32,707</b>	<b>56,191</b>	<b>48,547</b>	<b>50,130</b>
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,193	14,128	17,054	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,738</b>	<b>17,577</b>	<b>30,541</b>	<b>37,998</b>	<b>47,205</b>	<b>58,852</b>
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	14.9%	17.2%	17.0%	少数股东权益	489	511	1,003	1,698	3,784	5,916
营业外收支	3	28	-439	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>64,251</b>	<b>95,887</b>	<b>99,536</b>	<b>114,899</b>
税前利润	<b>2,398</b>	<b>3,152</b>	<b>4,274</b>	<b>10,198</b>	<b>14,133</b>	<b>17,059</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	14.9%	17.2%	17.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,530	-2,120	-2,559	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.3%	14.9%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.52	0.68	0.80	1.77	2.21	2.75
净利润	2,031	2,682	3,715	8,669	12,013	14,500	每股净资产	3.80	4.53	6.78	8.44	10.49	13.07
少数股东损益	12	48	107	695	2,086	2,133	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	1.86	3.34	4.15
归属于母公司的净利润	<b>2,019</b>	<b>2,635</b>	<b>3,608</b>	<b>7,973</b>	<b>9,928</b>	<b>12,367</b>	每股股利	0.08	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
净利率	7.3%	7.0%	8.2%	11.6%	12.1%	12.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	20.98%	21.03%	21.01%
							总资产收益率	5.25%	5.63%	5.62%	8.32%	9.97%	10.76%
							投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	13.15%	17.97%	18.67%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	55.00%	20.24%	21.86%
							EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	184.57%	37.52%	17.55%
							净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	120.99%	24.51%	24.57%
							总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	47.41%	3.81%	15.43%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	13.0	13.8	11.3	11.0	11.0	11.0
							存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	49.0	46.2	37.5	35.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	222.3	238.5	246.3	212.7	195.7	180.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	25.88%	9.31%	-4.07%
							EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	15.8	17.6	31.8
							资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	58.60%	48.77%	43.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	13	29	80	114
增持	1	2	6	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.13	1.17	1.11	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

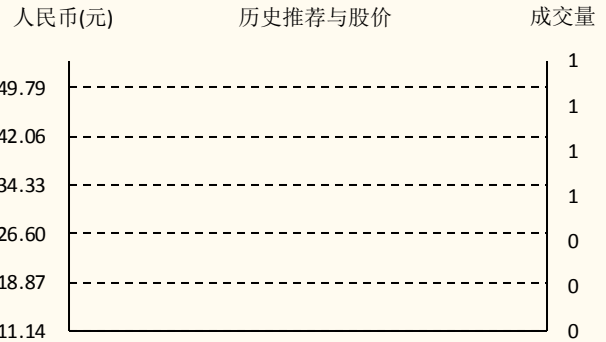
最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-12	买入	14.90	17.64
2	2020-04-21	买入	12.75	N/A
3	2020-08-10	买入	25.60	32.00
4	2020-10-23	买入	27.68	32.00
5	2020-11-18	买入	29.48	40.00
6	2021-02-17	买入	54.06	N/A
7	2021-04-06	买入	33.50	N/A
8	2021-04-12	买入	32.19	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402