

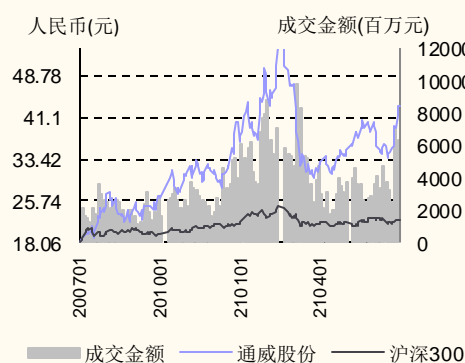
## 通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 43.27元  
 目标价格(人民币): 55.00-55.00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)	1,947.82
年内股价最高最低(元)	53.76/18.06
沪深300指数	5224
上证指数	3591



## 中报业绩如期爆发, 硅料扩产提速超预期

## 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	68,572	82,904	101,035
营业收入增长率	36.4%	17.7%	55.1%	20.9%	21.9%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	7,974	9,930	12,421
归母净利润增长率	30.5%	36.9%	121.0%	24.5%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.80	1.77	2.21	2.76
每股经营性现金流净额	0.60	0.55	1.93	3.44	4.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	20.98%	21.02%	21.09%
P/E	-	-	24.43	19.62	15.68
P/B	-	-	5.13	4.13	3.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 6月30日, 公司发布半年报业绩预告, 预计2021年上半年实现归母净利润28~30亿元, 同比增长177%~197%; 其中Q2单季度实现归母净利润19.5~21.5亿元, 同比增长193%~223%, 环比增长129%~153%, 符合我们预期, 略超市场预期。
- 公司同时发布扩产公告, 计划在乐山投资年产20万吨多晶硅项目, 项目总投资预计140亿元, 按每期10万吨分两期实施, 一期计划2022年12月底前投产, 二期根据市场及光伏产业发展情况择机启动。

## 经营分析

- 产业链价格负反馈加速演绎, 下半年需求有望快速启动。**根据6月底中环和通威的最新报价, G12硅片价格7.53元/片(170um), 较5月底下调0.69元/片(降幅8.4%); M6/G12电池片价格1元/W, 较5月底下调8分/W(降幅8%)。经历630抢装后, 短期需求刚性有所减弱, 同时硅片新产能持续释放、部分企业出现库存压力, 因此本次自硅片到电池出现较大幅度降价、主动让利给下游的现象, 我们预计中游的降价传导到组件及终端, 有望推动终端需求和组件排产快速提升, 达成今年150~160GW的装机目标。
- 今年年内硅料供需依旧紧缺, 降价空间或十分有限, 明年硅料供需亦非严重过剩。**近期为需求季节性淡季, 但下半年装机环比提升的预期仍较强, 考虑到年底前硅料几无新产能释放、且硅片产能已远大于硅料, 今年年内硅料降价空间或十分有限, 公司盈利情况或好于市场预期。明年硅料总供给70-80万吨, 对应硅片/电池产量240-280GW, 对比2022年200GW+的装机预期, 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、硅片扩产规模仍然高于硅料等, 预计明年硅料价格降幅可控, 较难出现类似今年光伏玻璃价格短时间内接近腰斩局面(详见6月27日通威股份点评报告)。
- 硅料扩产提速, 驱动未来三年业绩高增长。**根据公司计划, 预计2021/2022年底乐山硅料产能将达到10/20万吨, 远期产能将达30万吨。预计2022年底公司在川滇蒙三地名义产能约34万吨, 较当前产能增长278%, 因此尽管新产能释放势必驱动硅料价格向合理水平回归, 但公司出货量的高速增长和新产能成本的迅速下降, 仍能驱动公司未来业绩实现高增长。

## 盈利调整与投资建议

- 根据公司最新扩产计划, 调整公司2021-2023年净利润分别为79.7、99.3、124.2亿元, 对应EPS分别为1.77、2.21、2.76元, 维持目标价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。

## 相关报告

- 《硅料业绩爆发且存预期差, 全面上调盈利预测-20210627-...》, 2021.6.27
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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

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

**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>68,572</b>	<b>82,904</b>	<b>101,035</b>	货币资金	3,412	2,693	6,264	18,514	13,265	16,166
增长率	36.4%	17.7%	55.1%	20.9%	21.9%		应收账款	2,751	7,327	12,110	18,777	22,438	27,329
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-52,019	-61,155	-75,672	存货	1,586	2,416	2,773	4,276	5,026	6,220
% 销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	75.9%	73.8%	74.9%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,319	5,788	6,630
毛利	5,208	7,019	7,552	16,553	21,750	25,363	流动资产	8,745	13,743	25,592	46,886	46,517	56,344
% 销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	24.1%	26.2%	25.1%	% 总资产	22.7%	29.4%	39.8%	49.1%	46.1%	48.6%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-206	-249	-303	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	32,982	43,476	49,310	54,333
营业费用	-863	-975	-778	-1,234	-1,492	-1,819	% 总资产	65.3%	60.4%	51.3%	45.5%	48.8%	46.9%
% 销售收入	3.1%	2.6%	1.8%	1.8%	1.8%	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	-2,537	-2,902	-3,536	非流动资产	29,739	33,078	38,660	48,668	54,456	59,506
% 销售收入	3.8%	4.0%	4.1%	3.7%	3.5%	3.5%	% 总资产	77.3%	70.6%	60.2%	50.9%	53.9%	51.4%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	11,176	15,307	17,805	<b>资产总计</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>64,252</b>	<b>95,554</b>	<b>100,973</b>	<b>115,850</b>
% 销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	16.3%	18.5%	17.6%	短期借款	6,785	4,765	4,883	18,313	8,595	3,169
财务费用	-316	-708	-676	-681	-869	-594	应付款项	8,078	11,033	16,411	21,154	24,170	29,829
% 销售收入	1.1%	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%	0.6%	其他流动负债	3,896	2,045	1,087	1,587	1,842	2,301
资产减值损失	-47	-5	-268	-495	-507	-503	流动负债	18,759	17,843	22,381	41,055	34,606	35,299
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>32,708</b>	<b>55,853</b>	<b>49,976</b>	<b>51,198</b>
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,200	14,131	16,907	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,738</b>	<b>17,577</b>	<b>30,541</b>	<b>37,999</b>	<b>47,208</b>	<b>58,910</b>
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	14.9%	17.0%	16.7%	少数股东权益	489	511	1,003	1,702	3,788	5,742
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>64,252</b>	<b>95,554</b>	<b>100,973</b>	<b>115,850</b>
税前利润	<b>2,398</b>	<b>3,152</b>	<b>4,274</b>	<b>10,205</b>	<b>14,136</b>	<b>16,912</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	14.9%	17.1%	16.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,531	-2,120	-2,537	<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	2.76
净利润	2,031	2,682	3,715	8,674	12,016	14,375	每股净资产	3.80	4.53	6.78	8.44	10.49	13.09
少数股东损益	12	48	107	700	2,086	1,954	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	1.93	3.44	4.26
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,019</b>	<b>2,635</b>	<b>3,608</b>	<b>7,974</b>	<b>9,930</b>	<b>12,421</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%	12.0%	12.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	20.98%	21.03%	21.09%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.25%	5.63%	5.62%	8.34%	9.83%	10.72%
净利润	2,031	2,682	3,715	8,674	12,016	14,375	投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	13.62%	18.12%	18.79%
少数股东损益	12	48	107	700	2,086	1,954	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,265	2,001	2,211	3,383	4,336	5,130	主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	55.14%	20.90%	21.87%
非经营收益	316	594	-466	405	802	511	EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	193.64%	36.97%	16.32%
营运资金变动	-512	-2,962	-2,996	-3,793	-1,647	-829	净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	121.01%	24.53%	25.09%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,100</b>	<b>2,314</b>	<b>2,464</b>	<b>8,669</b>	<b>15,506</b>	<b>19,188</b>	总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	48.72%	5.67%	14.73%
资本开支	-7,095	-4,137	-5,354	-13,493	-10,049	-10,116	<b>资产管理能力</b>						
投资	585	-61	182	-11	-11	-11	应收账款周转天数	13.0	13.8	11.3	11.0	11.0	11.0
其他	68	-93	432	200	200	200	存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,442</b>	<b>-4,291</b>	<b>-4,740</b>	<b>-13,304</b>	<b>-9,860</b>	<b>-9,927</b>	应付账款周转天数	49.0	46.2	37.5	35.0	30.0	30.0
股权募资	92	48	6,420	0	0	0	固定资产周转天数	222.3	238.5	246.3	212.5	202.9	185.9
债权募资	4,771	4,116	1,293	18,207	-9,148	-4,899	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,582	-2,716	-1,954	-1,322	-1,748	-1,462	净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	25.12%	11.78%	-2.82%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,280</b>	<b>1,448</b>	<b>5,759</b>	<b>16,885</b>	<b>-10,896</b>	<b>-6,360</b>	EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	16.4	17.6	30.0
<b>现金净流量</b>	<b>-62</b>	<b>-528</b>	<b>3,483</b>	<b>12,250</b>	<b>-5,250</b>	<b>2,901</b>	资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	58.45%	49.49%	44.19%

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	7	17	34	80	117
增持	1	3	5	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.15	1.13	1.12	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。

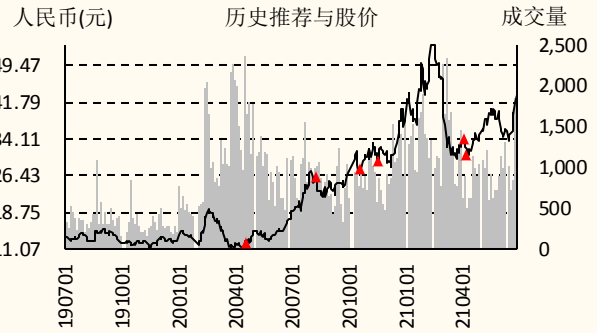
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-21	买入	12.75	N/A
2	2020-08-10	买入	25.60	32.00
3	2020-10-23	买入	27.68	32.00
4	2020-11-18	买入	29.48	40.00
5	2021-02-17	买入	54.06	N/A
6	2021-04-06	买入	33.50	N/A
7	2021-04-12	买入	32.19	N/A
8	2021-06-27	买入	39.10	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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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