

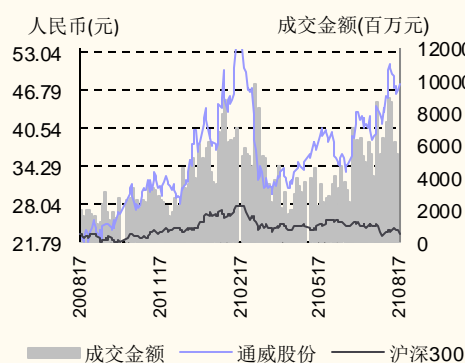
通威股份 (600438.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 47.97元
目标价格(人民币): 58.00-58.00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)	2,159.39
年内股价最高最低(元)	53.76/21.79
沪深300指数	4837
上证指数	3447



中报业绩贴预告上限, 短中长预期均有上修空间

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.679	0.801	1.843	2.309	2.820
每股净资产(元)	4.53	6.78	8.51	10.66	13.32
每股经营性现金流(元)	0.60	0.55	2.01	3.54	4.32
市盈率(倍)	19.35	47.96	23.48	18.74	15.34
净利润增长率(%)	30.51%	36.95%	129.90%	25.31%	22.16%
净资产收益率(%)	14.99%	11.81%	21.65%	21.66%	21.17%
总股本(百万股)	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8月17日, 公司发布2021半年报, 上半年实现收入265.62亿元, 同增42%, 净利润29.66亿元(贴近28-30亿元的业绩预告区间上限), 同增193.5%; 其中Q2单季净利润21.18亿元, 同增218%, 环增150%。

经营分析

- **全球平价时代, 瓶颈环节产能定需求, 未来一年硅料价格表现或强于预期:** 因光伏发电项目具备: 建设周期短、项目形式多样、收益率对建设成本高度敏感等特征, 平价时代的终端需求具有极强的向上弹性, 因此我们认为, 中短期的新增装机量基本上将由“供给瓶颈环节产能”决定。近期随产业链开工回暖, 中上游产品价格出现回升, 充分证明当前产业链价格水平完全可支撑下半年旺季需求如期释放, 同时2022年虽有大量硅料新产能投产, 但有效供给仍然小于EVA粒子、玻璃等其他长扩产周期环节, 且大幅小于直接下游的硅片/电池产能, 因此我们预计2021H2-2022年硅料价格表现或强于目前市场较悲观的预期, 明年硅料均价较大概率维持12万/吨以上。
- **硅料中长期新增产能释放节奏或慢于预期, 并对成本曲线形成支撑, 公司将强势保持规模及成本领先:** 自双碳目标提出以来, 包括多晶硅在内的高能耗产业扩产项目获取能耗指标的难度明显提升, 且低价电资源稀缺, 这一方面为硅料扩产带来除技术、资金以外的新门槛, 另一方面也限制了新扩产能的降本幅度, 对行业成本曲线形成支撑。而通威凭借较前瞻的蒙川滇三地布局和多年来的技术积淀, 有望保持甚至扩大成本端的优势幅度。因此2023年后的硅料供需关系及公司硅料业务的长期盈利中枢, 也有望好于市场预期。
- **电池片P/N技术迭代非“一日之功”, 公司硅料保障优势上半年充分体现:** 相比单多晶、PERC/BSF的迭代, 我们认为晶硅电池技术向N型路线的切换进程会相对渐进, 主要因为N型产品显性性价比的达成有赖于多项新工艺技术的成熟, 而单位发电量优势的验证则需要大量实证项目运行数据的积累。考虑到公司近期新建产能均预留升级TOPCon技术空间, 电池片业务转身空间充足。同时, 电池片业务作为盈利能力对产能利用率高度敏感的环节, 在今年硅料/硅片短缺的环境下, 公司的原材料保障优势在电池片盈利上得到充分体现, 测算上半年约3分/W的平均净利显著好于行业平均水平。

盈利调整与投资建议

■ 基于我们对硅料价格和公司电池片盈利的最新判断, 小幅上调公司2021-23年净利润预测至83、104、127亿元, EPS分别为1.84、2.31、2.82元, 相应上调目标价至58元, 对应25倍2022PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格表现不及预期, 行业扩产速度超预期

相关报告

1. 《中报业绩如期爆发, 硅料扩产提速超预期-通威股份中报预告点评》, 2021.7.1
2. 《硅料业绩爆发且存预期差, 全面上调盈利预测-20210627-...》, 2021.6.27
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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
主营业务收入	27,535	37,555	44,200	67,454	80,523	94,669	货币资金	3,412	2,693	6,264	18,213	12,884	15,147
增长率		36.4%	17.7%	52.6%	19.4%	17.6%	应收款项	2,751	7,327	12,110	18,471	21,793	25,607
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-50,763	-58,963	-69,785	存货	1,586	2,416	2,773	4,172	4,846	5,736
%销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	75.3%	73.2%	73.7%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,247	5,663	6,294
毛利	5,208	7,019	7,552	16,691	21,559	24,884	流动资产	8,745	13,743	25,592	46,103	45,186	52,784
%销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	24.7%	26.8%	26.3%	%总资产	22.7%	29.4%	39.8%	48.3%	45.1%	46.7%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-202	-242	-284	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	43,471	49,245	54,318
营业费用	-863	-975	-778	-1,079	-1,248	-1,420	%总资产	65.3%	60.4%	51.3%	45.6%	49.1%	48.1%
%销售收入	3.1%	2.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	无形资产	2,633	2,953	3,135	3,666	3,569	3,480
管理费用	-1,039	-1,514	-1,809	-2,496	-2,818	-3,313	非流动资产	29,739	33,078	38,660	49,299	55,027	60,126
%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%	51.7%	54.9%	53.3%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	11,613	15,651	17,966	资产总计	38,484	46,821	64,252	95,402	100,213	112,911
%销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	17.2%	19.4%	19.0%	短期借款	6,785	4,765	4,883	18,457	8,361	2,125
财务费用	-316	-708	-676	-686	-870	-576	应付款项	8,078	11,033	16,411	20,664	23,324	27,575
%销售收入	1.1%	1.9%	1.5%	1.0%	1.1%	0.6%	其他流动负债	3,896	2,045	1,087	1,557	1,786	2,151
资产减值损失	-47	-5	-268	-520	-606	-491	流动负债	18,759	17,843	22,381	40,678	33,471	31,851
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	50	50	50	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%	0.5%	0.4%	0.3%	负债	23,257	28,733	32,708	55,476	48,841	47,750
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,458	14,225	16,950	普通股股东权益	14,738	17,577	30,541	38,319	47,993	59,969
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	15.5%	17.7%	17.9%	少数股东权益	489	511	1,003	1,607	3,379	5,192
营业外收支	3	28	-439	-50	5	20	负债股东权益合计	38,484	46,821	64,252	95,402	100,213	112,911
税前利润	2,398	3,152	4,274	10,408	14,230	16,970	比率分析						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	15.4%	17.7%	17.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,509	-2,063	-2,461	每股指标						
所得税率	15.3%	14.9%	13.1%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	0.52	0.68	0.80	1.84	2.31	2.82
净利润	2,031	2,682	3,715	8,899	12,166	14,509	每股净资产	3.80	4.53	6.78	8.51	10.66	13.32
少数股东损益	12	48	107	604	1,773	1,813	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	2.01	3.54	4.32
归属于母公司的净利润	2,019	2,635	3,608	8,295	10,394	12,696	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%	12.3%	12.9%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	21.65%	21.66%	21.17%
净利润	2,031	2,682	3,715	8,899	12,166	14,509	总资产收益率	5.25%	5.63%	5.62%	8.69%	10.37%	11.24%
少数股东损益	12	48	107	604	1,773	1,813	投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	14.17%	18.60%	19.20%
非现金支出	1,265	2,001	2,211	3,388	4,395	5,078	增长率						
非经营收益	316	594	-466	613	950	621	主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	52.61%	19.37%	17.57%
营运资金变动	-512	-2,962	-2,996	-3,832	-1,558	-738	EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	205.14%	34.77%	14.79%
经营活动现金净流	3,100	2,314	2,464	9,067	15,953	19,470	净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	129.90%	25.31%	22.16%
资本开支	-7,095	-4,137	-5,354	-14,183	-10,049	-10,101	总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	48.48%	5.04%	12.67%
投资	585	-61	182	-11	-11	-11	资产管理能力						
其他	68	-93	432	50	50	50	应收账款周转天数	13.0	13.8	11.3	11.0	11.0	11.0
投资活动现金净流	-6,442	-4,291	-4,740	-14,144	-10,010	-10,062	存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
股权募资	92	48	6,420	0	0	0	应付账款周转天数	49.0	46.2	37.5	35.0	30.0	30.0
债权募资	4,771	4,116	1,293	18,351	-9,526	-5,709	固定资产周转天数	222.3	238.5	246.3	216.0	209.0	198.4
其他	-1,582	-2,716	-1,954	-1,325	-1,746	-1,436	偿债能力						
筹资活动现金净流	3,280	1,448	5,759	17,026	-11,272	-7,145	净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	26.10%	11.98%	-2.84%
现金净流量	-62	-528	3,483	11,948	-5,329	2,263	EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	16.9	18.0	31.2
							资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	58.15%	48.74%	42.29%

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	2	12	37	50	131
增持	1	5	12	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.29	1.24	1.23	1.00

来源：聚源数据

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。

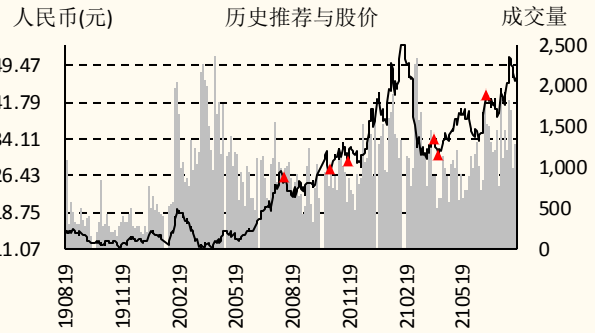
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-08-10	买入	25.60	32.00
2	2020-10-23	买入	27.68	32.00
3	2020-11-18	买入	29.48	40.00
4	2021-02-17	买入	54.06	N/A
5	2021-04-06	买入	33.50	N/A
6	2021-04-12	买入	32.19	N/A
7	2021-06-27	买入	39.10	N/A
8	2021-07-01	买入	43.27	55.00 ~ 55.00

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，不作为或被视为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