

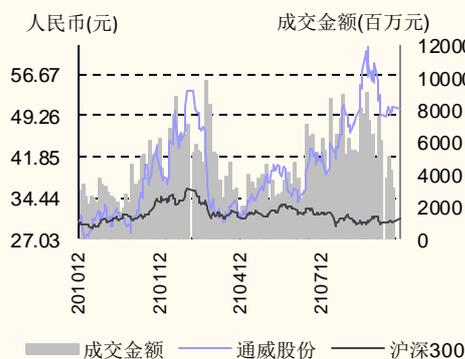
通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 50.46元
目标价格(人民币): 69.00-69.00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)	2,271.48
年内股价最高最低(元)	61.90/27.03
沪深300指数	4930
上证指数	3592



相关报告

- 《中报业绩贴预告上限，短中长预期均有望上修-通威股份 2021 半...》，2021.8.17
- 《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
- 《硅料业绩爆发且存超预期差，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

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

Q3 净利环比高增，供应瓶颈支撑硅料高盈利

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	68,505	84,085	94,669
营业收入增长率	36.4%	17.7%	55.0%	22.7%	12.6%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	8,295	10,408	12,703
归母净利润增长率	30.5%	36.9%	129.9%	25.5%	22.0%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.80	1.84	2.31	2.82
每股经营性现金流净额	0.60	0.55	2.02	3.64	4.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	21.65%	21.68%	21.17%
P/E	-	-	27.38	21.82	17.88
P/B	-	-	5.93	4.73	3.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月8日，公司发布前三季度业绩预增公告，预计2021年前三季度实现归母净利润58~60亿元，同比增长74%~80%；其中Q3单季实现归母净利润28.3~30.3亿元，同比增长22%~31%，环比增长34%~43%，符合预期。

经营分析

- 硅料单吨净利持续提升，推动 Q3 业绩环比高增长：**随下半年硅片新产能持续释放及终端安装逐步进入旺季，硅料供需紧张局面持续加剧下价格整体持稳上涨，预计 Q3 成交均价保持在 20-21 万元/吨左右，环比+24%；虽然受到上游工业硅涨价影响，硅料生产成本环比有所上升，但考虑到工业硅涨价对硅料成本影响的滞后效应，测算 Q3 硅料净利仍环比提升约 1.5 万元/吨以上，推动公司单季净利润环比增长 34%~43%。
- 工业硅价格涨幅趋缓近极限，硅料高价下盈利仍然丰厚：**9 月份在国内能耗双控管控趋严的背景下，工业硅价格加速上涨至 5-6 万元/吨，随着工业硅价格逐渐逼近有机硅、铝合金等下游行业承受力极限，近期涨价有所放缓。我们判断工业硅价格近期已处于顶部区域，按照当前工业硅和多晶硅价格测算，硅料单吨净利较 Q2 稍高，仍然具有丰厚利润空间。
- 涨价压力下光伏需求表现出强韧性，维持今年全球装机 160GW+：**8 月份随着下游需求的提前启动及各地能耗双控等因素对供应链的影响，组件上游原材料价格出现不同程度上涨，给年底抢装带来一定压力。但近期或因海外传统能源电价大幅上升、国内央企装机任务等各种因素的叠加，需求端对价格上涨的承受力持续超预期，央企组件投/中标价格呈现持续走高趋势。考虑到光伏需求和价格之间的负反馈自平衡效应，我们仍然维持全球 160GW+ 和国内 55-60GW 的装机预期。
- 瓶颈环节供给定需求，能耗双控增加硅料新增供给变数：**测算 2022 年硅料总供给预计 70-80 万吨，对应硅片/电池产量 240-280GW，同比增加约 25-45%，与其他环节产能与扩产规划比较，明年硅料大概率仍是供应链瓶颈。此外，考虑到能耗双控政策的收紧或将给新项目的投产节奏带来不确定性，令总供应量可能靠近预测范围下限，预计明年硅料价格仍将维持相对高位，单吨盈利表现有超预期可能。

盈利调整与投资建议

- 根据我们对未来多晶硅、工业硅价格的判断，微调公司 2021-2023 年净利润预测至 83、104、127 亿元，对应 EPS 分别为 1.84、2.31、2.82 元，上调目标价至 69 元，对应 30 倍 2022PE，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
主营业务收入	27,535	37,555	44,200	68,505	84,085	94,669	货币资金	3,412	2,693	6,264	18,496	13,454	15,722
增长率	36.4%	17.7%	55.0%	22.7%	12.6%		应收账款	2,751	7,327	12,110	18,759	22,757	25,607
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-51,685	-61,623	-69,785	存货	1,586	2,416	2,773	4,248	5,065	5,736
% 销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	75.4%	73.3%	73.7%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,299	5,815	6,294
毛利	5,208	7,019	7,552	16,820	22,461	24,884	流动资产	8,745	13,743	25,592	46,803	47,090	53,359
% 销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	24.6%	26.7%	26.3%	% 总资产	22.7%	29.4%	39.8%	48.7%	46.1%	47.0%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-206	-252	-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	-1,096	-1,303	-1,420	% 总资产	65.3%	60.4%	51.3%	45.2%	48.2%	47.9%
% 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	-2,535	-2,943	-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%	51.3%	53.9%	53.0%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	11,684	16,363	17,966	资产总计	38,484	46,821	64,252	96,102	102,117	113,486
% 销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	17.1%	19.5%	19.0%	短期借款	6,785	4,765	4,883	18,699	8,474	2,021
财务费用	-316	-708	-676	-689	-873	-570	应付款项	8,078	11,033	16,411	21,031	24,372	27,575
% 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	1,580	1,857	2,151
资产减值损失	-47	-5	-268	-520	-608	-489	流动负债	18,759	17,843	22,381	41,310	34,703	31,747
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%	0.3%	0.3%	负债	23,257	28,733	32,708	56,108	50,073	47,646
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,525	14,932	16,957	普通股股东权益	14,738	17,577	30,541	38,320	48,008	59,990
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	15.4%	17.8%	17.9%	少数股东权益	489	511	1,003	1,674	4,037	5,850
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	96,102	102,117	113,486
税前利润	2,398	3,152	4,274	10,475	14,937	16,977	比率分析						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	15.3%	17.8%	17.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,508	-2,166	-2,462	每股指标						
所得税率	15.3%	14.9%	13.1%	14.4%	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	8,967	12,771	14,516	每股净资产	3.80	4.53	6.78	8.51	10.66	13.33
少数股东损益	12	48	107	672	2,362	1,813	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	2.02	3.64	4.37
归属于母公司的净利润	2,019	2,635	3,608	8,295	10,408	12,703	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%	12.1%	12.4%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	21.65%	21.68%	21.17%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.25%	5.63%	5.62%	8.63%	10.19%	11.19%
净利润	2,031	2,682	3,715	8,967	12,771	14,516	投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	14.21%	19.24%	19.07%
少数股东损益	12	48	107	672	2,362	1,813	增长率						
非现金支出	1,265	2,001	2,211	3,388	4,396	5,076	主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	54.99%	22.74%	12.59%
非经营收益	316	594	-466	617	957	621	EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	206.99%	40.05%	9.80%
营运资金变动	-512	-2,962	-2,996	-3,858	-1,749	-521	净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	129.91%	25.48%	22.04%
经营活动现金净流	3,100	2,314	2,464	9,114	16,375	19,692	总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	49.57%	6.26%	11.13%
资本开支	-7,095	-4,137	-5,354	-14,183	-10,049	-10,101	资产管理能力						
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	50	50	50	存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-6,442	-4,291	-4,740	-14,144	-10,010	-10,062	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	212.7	200.1	198.4
债权募资	4,771	4,116	1,293	18,592	-9,654	-5,925	偿债能力						
其他	-1,582	-2,716	-1,954	-1,329	-1,753	-1,436	净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	25.95%	10.94%	-3.84%
筹资活动现金净流	3,280	1,448	5,759	17,263	-11,408	-7,362	EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	17.0	18.7	31.5
现金净流量	-62	-528	3,483	12,232	-5,043	2,268	资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	58.38%	49.03%	41.98%

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	0	7	47	57	140
增持	0	0	4	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.15	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	2020-10-23	买入	27.68 32.00
2	2020-11-18	买入	29.48 40.00
3	2021-02-17	买入	54.06 N/A
4	2021-04-06	买入	33.50 N/A
5	2021-04-12	买入	32.19 N/A
6	2021-06-27	买入	39.10 N/A
7	2021-07-01	买入	43.27 55.00 ~ 55.00
8	2021-08-17	买入	47.00 58.00 ~ 58.00

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