

## 通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

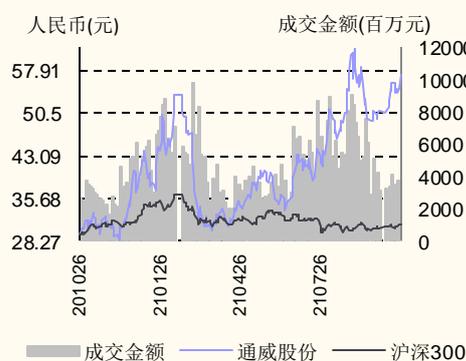
公司点评

市场价格(人民币): 57.00元

目标价格(人民币): 75.00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)	2,565.88
年内股价最高最低(元)	61.90/28.27
沪深300指数	4980
上证指数	3610



## 相关报告

- 1.《Q3 净利环比高增, 供应瓶颈支撑硅料高盈利-20211009...》, 2021.10.10
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《硅料业绩爆发且存预期差, 全面上调盈利预测-20210627-...》, 2021.6.27
- 5.《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

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

## 工业硅价格如期回落, 明年硅料高盈利可期

## 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	68,505	85,237	96,085
营业收入增长率	36.4%	17.7%	55.0%	24.4%	12.7%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	8,295	11,190	13,613
归母净利润增长率	30.5%	36.9%	129.9%	34.9%	21.7%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.80	1.84	2.49	3.02
每股经营性现金流净额	0.60	0.55	2.02	3.79	4.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	21.65%	22.93%	22.07%
P/E	-	-	30.9	22.9	18.8
P/B	-	-	6.7	5.3	4.2

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 10月25日, 公司发布三季报, 2021年前三季度实现营业收入467亿元, 同比增长47%, 归母净利润59.5亿元, 同比增长78%; 其中Q3单季实现营业收入201亿元, 同比增长56%, 环比增长26%, 归母净利润29.8亿元, 同比增长28%, 环比增长41%, 接近业绩预告上限, 符合预期。

## 经营分析

- 全球能源成本上升提高光伏成本承受力, 明年硅料供需紧平衡下均价有望保持15万元以上:** 在今年硅料和其他原材料成本持续上涨的压力下, 组件价格从1.6元/W攀升至1.8-1.9元/W, 但终端需求仍表现出较高韧性, 2021年1-9月国内光伏新增装机25.56GW, 同比增长44%。2022年随着硅料新产能的释放, 组件价格将从高位回落, 考虑到全球能源成本上涨和双碳目标, 光伏终端需求及成本承受能力或表现超预期, 硅料全年均价有望保持在15万元/吨以上, 按照当前辅材价格和组件合理盈利水平测算, 对应组件价格约1.7~1.75元/W。
- 工业硅价格创新高后如期回落, 高利润率将吸引更多项目复产, 有望保障明年原材料供应:** 近期有机硅、硅铝合金等下游需求因工业硅大幅涨价受到抑制, 下游采购积极性减弱, 节后工业硅价格如期从高位回落, 硅料企业生产成本压力有望缓解。按照当前工业硅价格, 高成本产能利润率仍十分可观, 此前因资金、成本等问题停摆的项目也于近期部分复产, 其中新疆晶和源28万吨工业硅已于9月初点火开始爬产, 合盛硅业黑河地区、云南宏盛等多个1~2万吨小产能也于近期陆续点火, 有望保障明年工业硅供应。
- 原材料涨价+新产能备货, Q3经营现金流净额环比下滑:** 公司Q3单季经营现金流净额4.8亿元, 同比-5.4亿元, 环比-9.1亿元, 我们预计主要是因为Q3工业硅大幅涨价且涨幅领先于多晶硅价格, 公司采购支出增加; 云南和乐山各5万吨产能计划Q4相继投产, 其中云南二期已进入设备调试阶段, 公司为新产能提前备货增加原材料采购所致。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到我们对明年硅料价格预期有所上修, 对应上调公司2021-2023年净利润预测分别至83、112(+7.5%)、136(+7.2%)亿元, 对应EPS分别为1.84、2.49、3.02元, 上调目标价至75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
<b>主营业务收入</b>	<b>27,535</b>	<b>37,555</b>	<b>44,200</b>	<b>68,505</b>	<b>85,237</b>	<b>96,085</b>	货币资金	3,412	2,693	6,264	18,496	13,638	17,547
增长率		36.4%	17.7%	55.0%	24.4%	12.7%	应收款项	2,751	7,327	12,110	18,759	23,069	25,990
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-51,685	-61,588	-69,785	存货	1,586	2,416	2,773	4,248	5,062	5,736
% 销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	75.4%	72.3%	72.6%	其他流动资产	996	1,308	4,445	5,299	5,813	6,294
毛利	5,208	7,019	7,552	16,820	23,649	26,300	流动资产	8,745	13,743	25,592	46,803	47,582	55,567
% 销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	24.6%	27.7%	27.4%	% 总资产	22.7%	29.4%	39.8%	48.7%	46.4%	48.0%
营业税金及附加	-111	-123	-124	-206	-256	-288	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	-1,321	-1,441	% 总资产	65.3%	60.4%	51.3%	45.2%	48.0%	47.0%
% 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	-2,983	-3,363	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%	53.6%	52.0%
息税前利润 (EBIT)	3,195	4,407	4,841	11,684	17,489	19,307	<b>资产总计</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>64,252</b>	<b>96,102</b>	<b>102,609</b>	<b>115,694</b>
% 销售收入	11.6%	11.7%	11.0%	17.1%	20.5%	20.1%	短期借款	6,785	4,765	4,883	18,699	7,947	2,021
财务费用	-316	-708	-676	-689	-862	-550	应付款项	8,078	11,033	16,411	21,031	24,413	27,640
% 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	1,862	2,158
资产减值损失	-47	-5	-268	-520	-609	-489	流动负债	18,759	17,843	22,381	41,310	34,222	31,819
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	7,574	7,603
% 税前利润	3.1%	3.8%	36.7%	0.5%	0.3%	0.3%	<b>负债</b>	<b>23,257</b>	<b>28,733</b>	<b>32,708</b>	<b>56,108</b>	<b>49,592</b>	<b>47,719</b>
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,525	16,068	18,318	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,738</b>	<b>17,577</b>	<b>30,541</b>	<b>38,320</b>	<b>48,789</b>	<b>61,681</b>
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	15.4%	18.9%	19.1%	少数股东权益	489	511	1,003	1,674	4,227	6,294
营业外收支	3	28	-439	-50	5	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,484</b>	<b>46,821</b>	<b>64,252</b>	<b>96,102</b>	<b>102,609</b>	<b>115,694</b>
税前利润	<b>2,398</b>	<b>3,152</b>	<b>4,274</b>	<b>10,475</b>	<b>16,073</b>	<b>18,338</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	15.3%	18.9%	19.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-367	-469	-559	-1,508	-2,331	-2,659	<b>每股指标</b>						
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	2.49	3.02
净利润	2,031	2,682	3,715	8,967	13,743	15,679	每股净资产	3.80	4.53	6.78	8.51	10.84	13.70
少数股东损益	12	48	107	672	2,553	2,066	每股经营现金净流	0.80	0.60	0.55	2.02	3.79	4.62
归属于母公司的净利润	<b>2,019</b>	<b>2,635</b>	<b>3,608</b>	<b>8,295</b>	<b>11,190</b>	<b>13,613</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%	12.1%	13.1%	14.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.70%	14.99%	11.81%	21.65%	22.93%	22.07%
<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%	8.63%	10.91%	11.77%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	9.67%	9.26%	7.61%	14.21%	20.44%	19.96%
净利润	2,031	2,682	3,715	8,967	13,743	15,679	<b>增长率</b>						
少数股东损益	12	48	107	672	2,553	2,066	主营业务收入增长率	5.54%	36.39%	17.69%	54.99%	24.43%	12.73%
非现金支出	1,265	2,001	2,211	3,388	4,397	5,076	EBIT增长率	0.66%	31.14%	11.72%	206.99%	49.68%	10.40%
非经营收益	316	594	-466	617	947	611	净利润增长率	0.33%	30.51%	36.95%	129.91%	34.90%	21.66%
营运资金变动	-512	-2,962	-2,996	-3,858	-2,010	-571	总资产增长率	50.63%	21.66%	37.23%	49.57%	6.77%	12.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,100</b>	<b>2,314</b>	<b>2,464</b>	<b>9,114</b>	<b>17,076</b>	<b>20,795</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-7,095	-4,137	-5,354	-14,183	-10,049	-10,101	应收账款周转天数	13.0	13.8	11.3	11.0	11.0	11.0
投资	585	-61	182	-11	-11	-11	存货周转天数	27.4	23.9	25.8	30.0	30.0	30.0
其他	68	-93	432	50	50	50	应付账款周转天数	49.0	46.2	37.5	35.0	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>-14,144</b>	<b>-10,010</b>	<b>-10,062</b>	固定资产周转天数	222.3	238.5	246.3	212.7	197.4	195.5
股权募资	92	48	6,420	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	4,771	4,116	1,293	18,592	-10,182	-5,398	净负债/股东权益	26.69%	57.35%	12.03%	25.95%	9.40%	-6.40%
其他	-1,582	-2,716	-1,954	-1,329	-1,743	-1,426	EBIT利息保障倍数	8.2	4.8	5.6	17.0	20.3	35.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,280</b>	<b>1,448</b>	<b>5,759</b>	<b>17,263</b>	<b>-11,924</b>	<b>-6,824</b>	资产负债率	60.43%	61.37%	50.91%	58.38%	48.33%	41.25%
<b>现金净流量</b>	<b>-62</b>	<b>-528</b>	<b>3,483</b>	<b>12,232</b>	<b>-4,858</b>	<b>3,909</b>							

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	8	21	59	113
增持	0	0	0	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.09	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	2020-11-18	买入	29.48	40.00
2	2021-02-17	买入	54.06	N/A
3	2021-04-06	买入	33.50	N/A
4	2021-04-12	买入	32.19	N/A
5	2021-06-27	买入	39.10	N/A
6	2021-07-01	买入	43.27	55.00 ~ 55.00
7	2021-08-17	买入	47.00	58.00 ~ 58.00
8	2021-10-10	买入	50.46	69.00 ~ 69.00

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