

2021年10月26日

# 业绩偏预告上限，硅料龙头持续扩产巩固龙头地位加强

## 买入(维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	44,200	70,390	95,067	110,664
同比(%)	17.7%	59.3%	35.1%	16.4%
归母净利润(百万元)	3608	8475	12001	12588
同比(%)	36.9%	134.9%	41.6%	4.9%
每股收益(元/股)	0.84	1.88	2.67	2.80
P/E(倍)	67.74	30.27	21.38	20.38

### 投资要点

- 2021Q1-Q3公司归母净利润59.45亿元，同比增长78.4%，偏预告上限，超市场预期：**公司发布2021年三季报，2021Q1-3实现营业收入467亿元，同比增长47.4%；实现归母净利润59.45亿元，同比增长78.4%。其中2021Q3，实现营业收入201.38亿元，同比增长55.6%，环比增长26.3%；实现归母净利润29.79亿元，同比增长28.3%，环比增长40.6%。2021Q1-3毛利率为25.6%，同比上升9.0pct，2021Q3毛利率27.3%，同比上升10.5pct，环比上升0.8pct。
- 硅料2021Q3价格坚挺超预期，单吨利润再创新高。**我们预计公司2021年Q1-3多晶硅料销量7.2-7.3万吨，同增28%-32%，其中2021Q3销量2.6-2.7万吨，同环比+152%/+17%左右。因Q3组件排产快速提升，而硅料10月前无新增产能，Q3硅料价格坚挺超预期，我们预计公司Q3均价为20-21万元/吨，同环比+185%/+21%左右。因工业硅价格上涨，单吨硅料生产成本上涨至4.8-5万元，按6.1-6.3万元/吨全成本计算，Q3硅料单吨净利10万元左右，对应净利润约为26亿。根据硅业协会，截至10月20日，单晶复投料平均成交价在27.07万元/吨左右，价格再创历史新高，已完全覆盖工业硅涨价幅度，我们测算当前时点，硅料单吨净利约为13万元/吨，创新高。2022年新增产能释放，硅料部分让利下游，但由于需求饱满，我们预计均价在10万元/吨之上，盈利能力依然强劲。
- 硅料产能持续扩张，2022年市占率大幅提升。**截至2020年底公司硅料产能达8万吨，目前公司共有四个扩产项目有序推进，其中乐山二期5万吨、保山一期5万吨将分别于2021年10月底和12月底投产，包头二期5万吨和乐山三期10万吨将于2022年内投产。公司2021年、2022年底产能将分别达到18、33万吨，同比+125%、+83%。公司硅料加速扩产，2022年出货量预期翻倍增长达20万吨，我们预计2022年公司市占率提升至25%左右，龙头地位进一步强化。
- 电池片盈亏平衡，看好后续修复。**公司2021年Q1-3预计电池片销量21.5-22GW，同增60%-64%，其中Q3销量8-8.5GW，同环比+45%/+6%左右，其中多晶电池片0.7GW左右。上游硅料硅片价格持续高涨，电池片盈利受到严重挤压，Q3单瓦盈利仅1分左右，处于历史底部。明年看好上游价格下降及需求增长带来的盈利修复。
- 盈利预测与投资评级：**基于2022年需求强劲，预计2022年硅料价格均价在10万元以上，我们上调公司盈利预测为2021-2023年归母净利润预期为84.75/120.01/125.88亿元，前值为84.75/101.33/105.67亿元，同增134.9%/41.6%/4.89%，对应EPS为1.88/2.67/2.79元/股，我们给予2022年30倍PE，对应目标价80.1元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006

15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	57.00
一年最低/最高价	26.47/62.77
市净率(倍)	7.95
流通A股市值(百万元)	256588.25

### 基础数据

每股净资产(元)	7.17
资产负债率(%)	54.01
总股本(百万股)	4501.55
流通A股(百万股)	4501.55

### 相关研究

- 1、《通威股份(600438):2021年Q3业绩预告点评：硅料价格坚挺，超市场预期，单吨利润再创新高》2021-10-10
- 2、《通威股份(600438):硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位》2021-08-19
- 3、《通威股份(600438):2021年H1业绩预告点评：硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位》2021-07-01

1 / 8

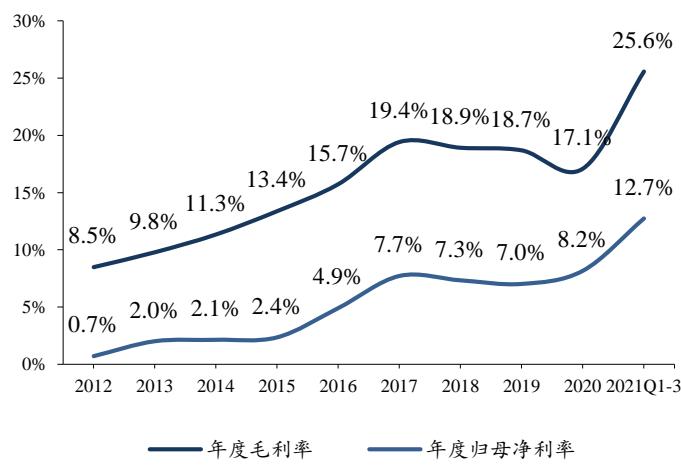
**2021Q1-Q3 公司归母净利润 59.45 亿元，同比增长 78.4%，偏预告上限，超市场预期：**公司发布 2021 年三季报，2021Q1-3 实现营业收入 467 亿元，同比增长 47.4%；实现归母净利润 59.45 亿元，同比增长 78.4%。其中 2021Q3，实现营业收入 201.38 亿元，同比增长 55.6%，环比增长 26.3%；实现归母净利润 29.79 亿元，同比增长 28.3%，环比增长 40.6%。2021Q1-3 毛利率为 25.6%，同比上升 9.0pct，2021Q3 毛利率 27.3%，同比上升 10.5pct，环比上升 0.8pct。

**表 1：2021Q1-Q3 收入 467.00 亿元，同比增长 47.42%；盈利 59.45 亿元，同比增长 78.38%**

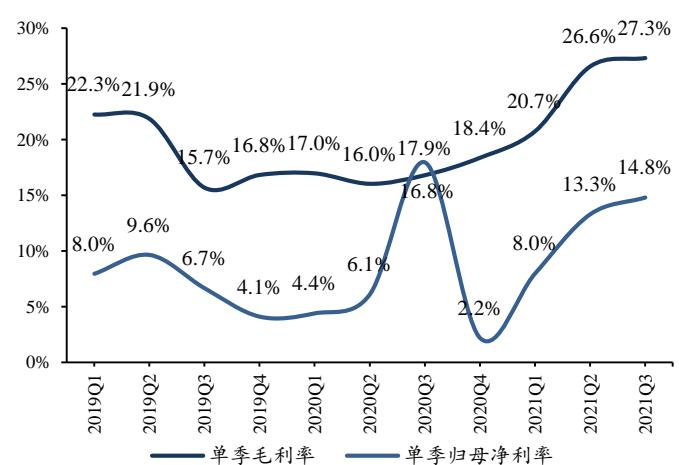
通威股份	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入（亿元）	467.00	316.78	47.4%	201.38	129.40	55.6%	159.44	26.3%
毛利率	25.6%	16.6%	+9.0pct	27.3%	16.8%	+10.5pct	26.6%	+0.8pct
营业利润（亿元）	75.13	39.92	88.2%	37.28	27.73	34.4%	27.30	36.5%
利润总额（亿元）	74.59	39.88	87.0%	37.26	27.74	34.3%	26.80	39.0%
归属母公司净利润（亿元）	59.45	33.33	78.4%	29.79	23.22	28.3%	21.18	40.6%
扣非归属净利润（亿元）	59.31	19.13	210.1%	29.36	9.54	207.9%	21.98	33.6%
归母净利率	12.7%	10.5%	+2.2pct	14.8%	17.9%	-3.2pct	13.3%	+1.5pct
股本（亿股）	45.02	42.88	-	45.02	42.88	-	45.02	-
EPS	1.32	0.78	69.9%	0.66	0.54	22.2%	0.47	40.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 1：2021Q1-3 毛利率、净利率同比+8.99、+2.21pct**



**图 2：2021Q3 毛利率、净利率同比+10.52、-3.15pct**



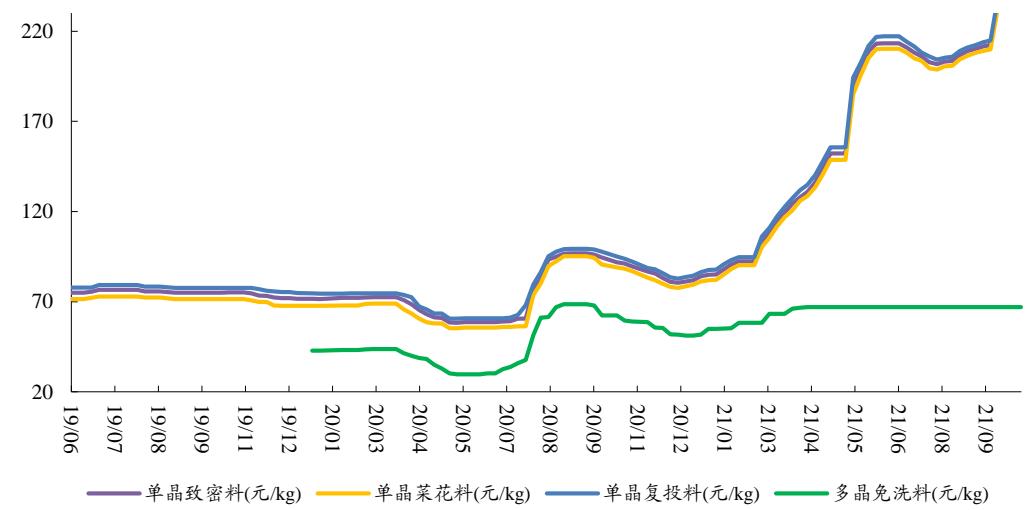
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**硅料 2021Q3 价格坚挺超预期，单吨利润再创新高。**我们预计公司 2021 年 Q1-3 多晶硅料销量 7.2-7.3 万吨，同增 28%-32%，其中 2021Q3 销量 2.6-2.7 万吨，同环比 +152%/+17% 左右。因 Q3 组件排产快速提升，而硅料 10 月前无新增产能，Q3 硅料价格坚

挺超预期，我们预计公司 Q3 均价为 20-21 万元/吨，同环比+185%/+21%左右。因工业硅价格上涨，单吨硅料生产成本上涨至 4.8-5 万元，按 6.1-6.3 万元/吨全成本计算，Q3 硅料单吨净利 10 万元左右，对应净利润约为 26 亿。根据硅业协会，截至 10 月 20 日，单晶复投料平均成交价在 27.07 万元/吨左右，价格再创历史新高，已完全覆盖工业硅涨价幅度，我们测算当前时点，硅料单吨净利约为 13 万元/吨，创新高。2022 年新增产能释放，硅料部分让利下游，但由于需求饱满，我们预计均价在 10 万元/吨之上，盈利能力依然强劲。

图 3：硅料价格走势（硅业协会口径，截至 10 月 22 日）



数据来源：Solarzoom, 东吴证券研究所

硅料产能持续扩张，2022 年市占率大幅提升。截至 2020 年底公司硅料产能达 8 万吨，目前公司共有四个扩产项目有序推进，其中乐山二期 5 万吨、保山一期 5 万吨将分别于 2021 年 10 月底和 12 月底投产，包头二期 5 万吨和乐山三期 10 万吨将于 2022 年内投产。公司 2021 年、2022 年底产能将分别达到 18、33 万吨，同比+125%、+83%。公司硅料加速扩产，2022 年出货量预期翻倍增长达 20 万吨，我们预计 2022 年公司市占率提升至 25%左右，龙头地位进一步强化。

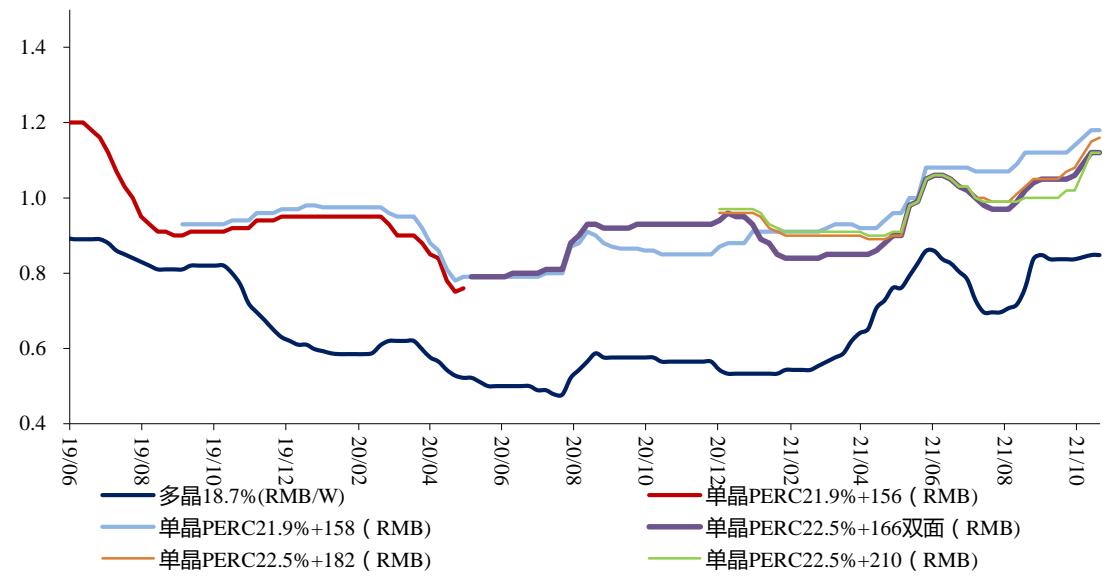
表 2：公司硅料产能规划情况（万吨）

单位：万吨	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	生产成本（万元/吨）
乐山老产能	1.5	2	2	2	2	2	2	2	4.7-4.8
乐山一期				3	3	3	3	3	3.7-3.8
包头一期				3	3	3	3	3	3.6-3.7
乐山二期					5	5	5	5	3.2-3.3
保山一期					5	5	5	5	3.2-3.3
包头二期						5	5	5	3.2-3.3
乐山三期						10	10	10	3.2-3.3
保山二期							5	5	3.2-3.3
乐山四期								5	
设计产能	1.5	2	2	8	8	18	33	43	
实际产能	1.5	2	2	9	9	19	34	44	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**电池片盈亏平衡，看好后续修复。**公司 2021 年 Q1-3 预计电池片销量 21.5-22GW，同增 60%-64%，其中 Q3 销量 8-8.5GW，同环比+45%/+6%左右，其中多晶电池片 0.7GW 左右。上游硅料硅片价格持续高涨，电池片盈利受到严重挤压，Q3 单瓦盈利仅 1 分左右，处于历史底部。明年看好上游价格下降及需求增长带来的盈利修复。

图 4：电池价格走势（截至 10 月 22 日）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

**三费控制能力稳定，研发费用大幅增加：**公司持续加大研发投入，21Q1-Q3 研发费用 13.8 亿元，同增 87.5%。2021Q1-3 费用同比增长 36.42% 至 29.02 亿元，期间费用率

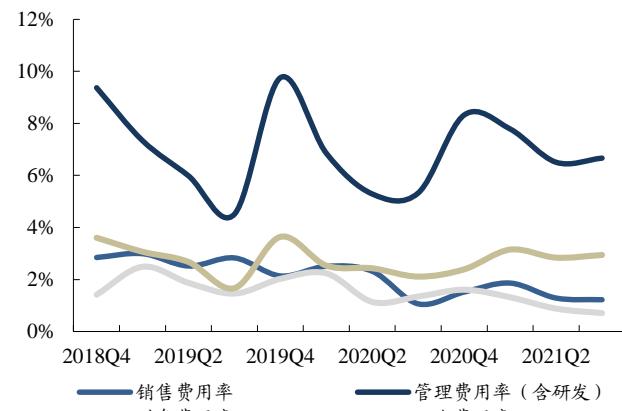
上升 0.13 个百分点至 9.17%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 10.83%、上升 77.93%、上升 87.47%、下降 10.30%至 6.51 亿元、32.05 亿元、13.8 亿元、4.26 亿元；费用率分别下降 0.46、上升 1.18、上升 0.63、下降 0.59 个百分点至 1.39%、6.86%、2.96%、0.91%。2021Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+78.64%/+94.79%/+117.29%/-17.59%，费用率分别为 1.23%/6.66%/2.94%/0.71%。

图 5：2021Q1-3 期间费用 29.02 亿元，同比+36.42%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2021Q3 期间费用率 8.61%，同比+0.86pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

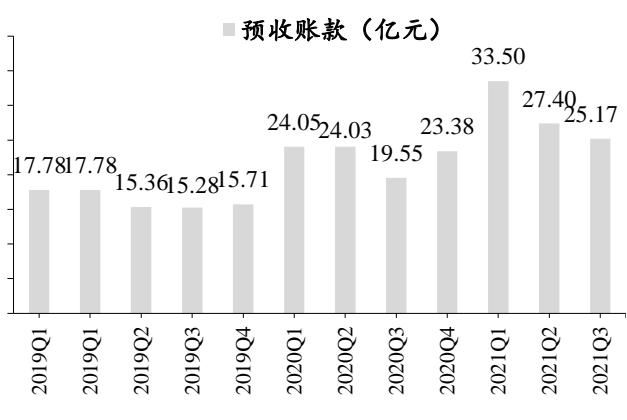
**经营现金流净流入大幅增加：**2021Q1-3 经营活动现金流量净流入 35.62 亿元，同比增长 74.73%，其中 2021Q3 经营活动现金流量净额 4.82 亿元；销售商品取得现金 398.76 亿元，同比增长 41.38%。期末预收款项 25.17 亿元，比期初下降 8.13%。期末应收账款 15.18 亿元，较期初增长 0 亿元，应收账款周转天数下降 1.29 天至 7.48 天。期末存货 49.79 亿元，较期初上升 16.36 亿元；存货周转天数下降 3 天至 30.11 天。

图 7：2021Q3 现金净流入 4.82 亿元，同比-52.90%



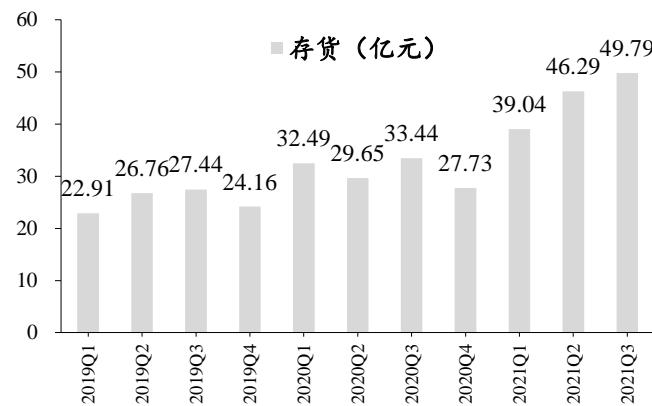
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2021Q3 期末预收款项 25.17 亿元，同比+28.74%



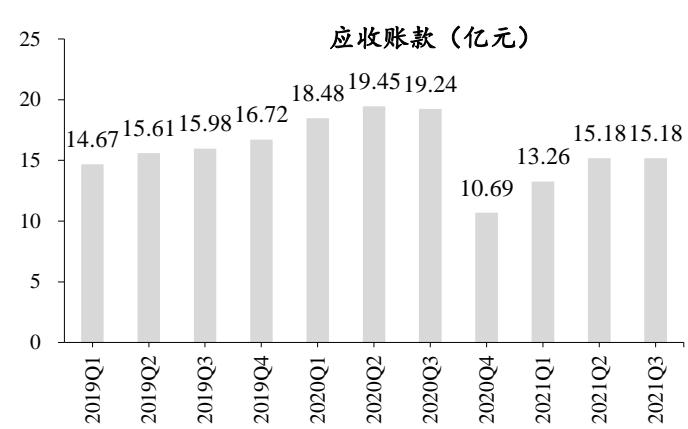
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9: 2021Q3 期末存货 49.79 亿元, 同比+16.36 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 期末应收账款 15.18 亿元, 较期初+0 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于 2022 年需求强劲, 预计 2022 年硅料价格均价在 10 万以上, 我们上调公司盈利预测为 2021-2023 年归母净利润预期为 84.75/120.01/125.88 亿元, 前值为 84.75/101.33/105.67 亿元, 同增 134.9%/41.6%/4.89%, 对应 EPS 为 1.88/2.67/2.79 元/股, 我们给予 2022 年 30 倍 PE, 对应目标价 80.1 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 光伏政策超预期变化。

## 通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>25592</b>	<b>30323</b>	<b>40901</b>	<b>53842</b>	<b>营业收入</b>	<b>44200</b>	<b>70390</b>	<b>95067</b>	<b>110664</b>
现金	6264	15811	10539	15251	营业成本	36648	53286	71632	85774
应收账款	2398	5785	7814	12128	营业税金及附加	124	214	285	335
存货	2773	4380	5888	7050	营业费用	778	1586	2043	2162
其他流动资产	14156	4347	16660	19414	管理费用	1871	4986	6658	7249
<b>非流动资产</b>	<b>38660</b>	<b>47412</b>	<b>51761</b>	<b>55711</b>	<b>财务费用</b>	<b>676</b>	<b>384</b>	<b>516</b>	<b>733</b>
长期股权投资	478	516	554	592	投资净收益	1569	209	150	150
固定资产	32828	41596	45963	49931	其他收益	-958	10	291	341
无形资产	1664	1608	1553	1497	营业利润	4713	10154	14374	14902
其他非流动资产	3691	3691	3691	3691	加:营业外净收支	-439	0	3	3
<b>资产总计</b>	<b>64252</b>	<b>77735</b>	<b>92662</b>	<b>109553</b>	<b>利润总额</b>	<b>4274</b>	<b>10154</b>	<b>14377</b>	<b>14905</b>
<b>流动负债</b>	<b>22381</b>	<b>25603</b>	<b>28788</b>	<b>33309</b>	<b>减:所得税费用</b>	<b>559</b>	<b>1523</b>	<b>2157</b>	<b>2087</b>
短期借款	4883	4883	4883	4883	少数股东损益	107	155	220	231
应付账款	13329	8759	7850	9400	归属母公司净利润	3608	8475	12001	12588
其他流动负债	4168	11960	16055	19026	EBIT	4965	10588	14790	15535
<b>非流动负债</b>	<b>10327</b>	<b>15827</b>	<b>20827</b>	<b>26127</b>	<b>EBITDA</b>	<b>7385</b>	<b>13365</b>	<b>18315</b>	<b>19722</b>
长期借款	6297	10297	14297	18297					
其他非流动负债	4031	5531	6531	7831	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>32708</b>	<b>41430</b>	<b>49616</b>	<b>59436</b>	每股收益(元)	0.84	1.88	2.67	2.80
少数股东权益	1003	1102	1243	1390	每股净资产(元)	7.12	7.82	9.29	10.82
归属母公司股东权益	30541	35203	41803	48726	发行在外股份(百万股)	3883	4502	4502	4502
<b>负债和股东权益</b>	<b>64252</b>	<b>77735</b>	<b>92662</b>	<b>109553</b>	ROIC(%)	12%	23%	27%	23%
					ROE(%)	12%	24%	29%	26%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	17%	24%	25%	22%
经营活动现金流	3025	20903	4052	14064	销售净利率(%)	8%	12%	13%	11%
投资活动现金流	-4740	-11542	-7923	-8188	资产负债率(%)	51%	53%	54%	54%
筹资活动现金流	5795	186	-1400	-1164	收入增长率(%)	18%	59%	35%	16%
现金净增加额	4043	9546	-5271	4711	净利润增长率(%)	37%	135%	42%	5%
折旧和摊销	2420	2778	3524	4188	P/E	68	30	21	20
资本开支	-7548	-11504	-7885	-8150	P/B	8	7	6	5
营运资本变动	-1966	9291	-11663	-2909	EV/EBITDA	38	21	16	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>