

2021年10月26日

公司研究·证券研究报告

通威股份 (600438.SH)

公司快报

电力设备 | 光伏 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2021-10-25)

57.00 元

交易数据

总市值(百万元)	256,588.25
流通市值(百万元)	256,588.25
总股本(百万股)	4,501.55
流通股本(百万股)	4,501.55
12个月价格区间	27.11/62.77 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.18	29.24	95.49
绝对收益	12.09	30.91	105.62

分析师

肖索

SAC 执业证书编号: S09105180070004

xiaosuo@huajinsec.cn

021-20377056

相关报告

通威股份: 业绩持续高增, 静待新电池片技术突破 2021-08-20

通威股份: 一季报开始兑现硅料涨价, 电池片盈利见底 2021-04-14

通威股份: 电池片盈利超预期, 硅料涨价将在 Q4 兑现 2020-10-27

通威股份: 中报业绩符合预期, 下半年受益于上游涨价 2020-08-10

通威股份: 成本优势显著, 静待落后产能出清 2020-04-21

业绩符合预期, 硅料贡献主要利润

投资要点

◆ **事件:** 10月26日, 公司发布2021年三季报, 2021Q1-Q3实现营业收入467.0亿元, 同比增长47.4%; 毛利率25.6%, 同比提升9.0pct; 归母净利润59.4亿元, 同比增长78.4%; 扣非归母净利润59.3亿元, 同比增长210.1%。其中2021Q3营收201.4亿元, 同比增加55.6%, 环比增加26.3%; 归母净利润29.8亿元, 同比增长28.3%, 环比增长40.6%。前三季度业绩增长在预告范围之内。

◆ **Q3 硅料贡献主要利润, 乐山、保山项目陆续投产。** 估算 Q3 公司硅料出货约 2.8 万吨, 电池片出货约 8GW, 其中硅料贡献了最主要的利润。预计公司乐山二期 5 万吨项目在 11 月中旬产出硅料, 预计云南保山 5 万吨项目在 12 月底投产, 届时公司产能进一步增加。

◆ **21Q1-Q3 研发和管理费用增速较高, 总体费用率基本持平。** 2021Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 6.5/18.3/13.8/4.3 亿元, 同比分别增长 10.8%/71.3%/87.5%/-10.3%; 费用率合计 9.2%, 同比增加 0.1pct, 与去年同期基本持平。其中 Q3 单季研发费用 5.9 亿元 (同比+117.3%), 销售费用 2.5 亿元 (同比+78.6%), 管理费用 7.5 亿元 (同比+80.0%), 四项费率合计 8.6%, 同比增长 0.9pct, 环比下降 0.1pct。

◆ **存货增长较快, 在建工程大幅增长。** 相比去年末, Q3 末公司存货增加 22.1 亿, 同比增长 79.6%, 主要原因有: (1) 太阳能板块 (增加 16.7 亿) 经营规模扩大、原材料价格上涨, 对应的原材料、委托加工物资、发出商品等增加; (2) 永祥板块 (增加 2.6 亿元) 经营规模扩大、原材料价格上涨, 对应的原材料增加。相比去年末, Q3 末货币资金降低 60.1%, 在建工程增长 247.2%, 主要由于太阳能电池片、高纯晶硅工程建设投入增加。

◆ **投资建议:** 考虑到四季度硅料价格仍位于高位, 我们维持公司 2021 年-2023 年归母净利润 85.6 亿元、105.5 亿元、121.3 亿元, 相当于 2022 年 24.3 倍的动态市盈率, 维持“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示:** 全球光伏需求恢复不及预期; 产业链价格下滑超预期; 产能释放不及预期; 其他生产突发事件的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	73,075	74,731	83,397
YoY(%)	36.4	17.7	65.3	2.3	11.6
净利润(百万元)	2,635	3,608	8,564	10,549	12,126
YoY(%)	30.5	36.9	137.4	23.2	15.0
毛利率(%)	18.7	17.1	22.9	25.6	24.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.90	2.34	2.69
ROE(%)	14.8	11.8	22.4	22.1	20.6
P/E(倍)	97.4	71.1	30.0	24.3	21.2
P/B(倍)	15.3	8.4	6.7	5.4	4.4
净利率(%)	7.0	8.2	11.7	14.1	14.5

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E

流动资产	13743	25592	34649	23262	37313	营业收入	37555	44200	73075	74731	83397
现金	2693	6264	5846	3737	5829	营业成本	30536	36648	56372	55614	62750
应收票据及应收账款	2129	1600	6519	1784	7482	营业税金及附加	123	124	219	275	298
预付账款	390	1113	1810	1180	2156	营业费用	975	778	1315	1196	1251
存货	2416	2773	5578	2661	6636	管理费用	1514	1809	2996	2616	2835
其他流动资产	6116	13841	14896	13901	15210	研发费用	1001	1035	1681	1345	1334
非流动资产	33078	38660	57928	56072	59054	财务费用	708	676	1321	1068	371
长期投资	440	478	606	734	862	资产减值损失	-5	-268	120	120	120
固定资产	24536	29830	47534	45931	48721	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965	投资净收益	118	1569	1690	290	190
其他非流动资产	6392	6689	7983	7529	7506	营业利润	3123	4713	10741	12788	14627
资产总计	46821	64252	92576	79334	96367	营业外收入	42	37	39	38	38
流动负债	17843	22381	42815	21664	28774	营业外支出	14	476	322	374	356
短期借款	3623	2349	16780	3704	0	利润总额	3152	4274	10458	12453	14309
应付票据及应付账款	8904	13329	17142	12128	19247	所得税	469	559	1673	1619	1860
其他流动负债	5317	6702	8893	5831	9528	税后利润	2682	3715	8784	10834	12449
非流动负债	10889	10327	10517	8595	7099	少数股东损益	48	107	221	285	323
长期借款	8301	6707	6896	4974	3478	归属母公司净利润	2635	3608	8564	10549	12126
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621	EBITDA	5888	7275	14093	16912	18517
负债合计	28733	32708	53333	30259	35873	主要财务比率					
少数股东权益	511	1003	1223	1508	1831	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	3883	4502	4502	4502	4502	成长能力					
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106	营业收入(%)	36.4	17.7	65.3	2.3	11.6
留存收益	7181	9992	16213	23853	32644	营业利润(%)	30.4	50.9	127.9	19.1	14.4
归属母公司股东权益	17577	30541	38020	47567	58663	归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	137.4	23.2	15.0
负债和股东权益	46821	64252	92576	79334	96367	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	18.7	17.1	22.9	25.6	24.8
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	7.0	8.2	11.7	14.1	14.5
经营活动现金流	2357	3025	8646	16504	15433	ROE(%)	14.8	11.8	22.4	22.1	20.6
净利润	2682	3715	8784	10834	12449	ROIC(%)	10.0	9.2	14.1	18.8	18.8
折旧摊销	1996	2479	2892	3691	4004	偿债能力					
财务费用	708	676	1321	1068	371	资产负债率(%)	61.4	50.9	57.6	38.1	37.2
投资损失	-118	-1569	-1690	-290	-190	流动比率	0.8	1.1	0.8	1.1	1.3
营运资金变动	-2962	-2996	-2662	1201	-1201	速动比率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.6
其他经营现金流	52	720	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-4291	-4740	-20469	-1545	-6796	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
筹资活动现金流	1441	5795	-5375	-3992	-2839	应收账款周转率	17.3	23.7	18.0	18.0	18.0
每股指标(元)						应付账款周转率	4.0	3.3	3.7	3.8	4.0
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.90	2.34	2.69	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	1.92	3.67	3.43	P/E	97.4	71.1	30.0	24.3	21.2
每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	8.45	10.57	13.03	P/B	15.3	8.4	6.7	5.4	4.4
						EV/EBITDA	45.8	36.4	19.8	15.8	14.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出一未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com