

2021年10月26日

沈嘉婕

H70455@capital.com.tw

目標價(元)

55RMB

公司基本資訊

產業別	电气设备
A 股價(2021/10/25)	57.00
上证指数(2021/10/25)	3609.86
股價 12 個月高/低	62.77/26.95
總發行股數(百萬)	4501.55
A 股數(百萬)	4501.55
A 市值(億元)	2565.88
主要股東	通威集團有限公司(43.85%)
每股淨值(元)	7.83
股價/賬面淨值	7.28
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-5.5 -16.3 141.5

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2021-07-01	43.2	买进

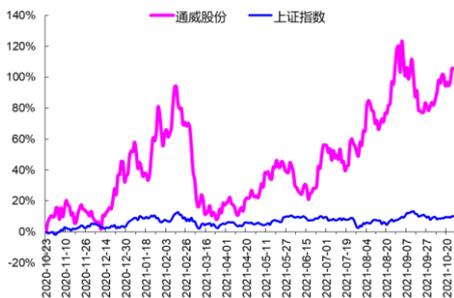
產品組合

光伏業務	51.81%
农牧業務	48.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	16.7%
一般法人	50.9%

股價相對大盤走勢



通威股份 (600438.SH)

BUY 買進

硅料價格持續上漲，公司 2021 前三季度業績高增，建議“買進”

結論與建議:

公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 467 亿元，YOY+47.4%，归母净利润 59.45 亿元，YOY+78.4%（扣非后净利润 59.3 亿元，YOY+210%），折合 EPS 为 1.32 元。公司业绩符合业绩预告，位于业绩预告中值。

到 2022 年下半年之前，国内多晶硅料新增产能有限，随着国内外光伏需求的大幅提升，多晶硅料价格有望持续维持高位。公司持续扩张产能，降低成本，有望带来较好的业绩弹性。由于硅料价格大幅上涨，我们预计公司 2021 和 2022 年净利润至 87.4 亿元和 110.7 亿元，同比增长 142%和 27%，EPS 分别为 1.9 元和 2.5 元，当前股价对应 2021 年和 2022 年 PE 分别为 29 倍和 23 倍，给予买进建议。

■ **公司 1-3Q 净利润同比大幅增长:** 公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 467 亿元，YOY+47.4%，归母净利润 59.45 亿元，YOY+78.4%（扣非后净利润 59.3 亿元，YOY+210%），折合 EPS 为 1.32 元。公司业绩符合业绩预告，位于业绩预告中值。其中 Q3 公司实现营业收入 201.4 亿元，YOY+55.6%；归母净利润 29.8 亿元，YOY+28%（扣非后净利润 29.4 亿元，同比增长 207.9%），折合 EPS 为 0.66 元。Q3 归母净利润增速放缓，主要是由于去年同期处置成都通威实业股权，使得投资收益达到 15.5 亿元，而今年投资收益仅为 0.18 亿元，扣除这部分影响，Q3 净利润增速符合预期。

公司业绩快速增长，主要是因为光伏产业链下游产能迅速扩张，硅料产品供不应求，量价齐升；此外，公司电池片出货量同比实现较大幅度增长。四季度以来，由于能耗双控的影响，硅料价格仍旧处于上涨趋势，超出市场预期，根据硅业协会数据，10 月下旬单晶致密料均价已超过 26 万元/吨；并且，公司年底前预计投放合计 10 万吨的新产能（目前总产能为 8 万吨），有望支持公司业绩继续增长。

■ **公司毛利率大幅提升，费用率基本持平:** 1-3Q 公司净利润增速快于营收增速，主要是由于 1) 受益于硅料价格持续上涨，1-3Q 公司录得毛利率 25.6%，同比增长 9pct，其中 Q3 毛利率为 27.3%，环比 Q2 继续增长 0.75pct；2) 公司费用率基本持平，其中销售费用率和财务费用率分别为 1.4%和 0.9%，同比分别下降 0.33pct 和 0.44pct；管理费用率和研发费用率分别为 3.9%和 2.96%，同比分别上升 0.69pct 和 0.64pct，公司管理费用上升主要是薪酬增加所致。

■ **盈利预期:** 由于硅料价格大幅上涨，我们预计公司 2021 和 2022 年净利润至 87.4 亿元和 110.7 亿元，同比增长 142%和 27%，EPS 分别为 1.9 元和 2.5 元，当前股价对应 2021 年和 2022 年 PE 分别为 29 倍和 23 倍，给予买进建议。

..... 繼續下頁

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
純利(Net profit)	RMB百萬元	2019	2635	3608	8736	11073
同比增減	%	0.33%	30.51%	36.95%	142.12%	26.76%
每股盈餘(EPS)	RMB元	0.520	0.679	0.801	1.941	2.460
同比增減	%	0.33%	30.50%	18.12%	142.12%	26.76%
A股市盈率(P/E)	X	109.62	84.00	71.12	29.37	23.17
股利(DPS)	RMB元	0.16	0.19	0.24	0.31	0.38
股息率(Yield)	%	0.28%	0.33%	0.42%	0.55%	0.66%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 \geq 35%
買進 (Buy)	15% \leq 潜在上漲空間 $<$ 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上漲空間 $<$ 15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
營業收入	27535	37555	44200	64388	87553
經營成本	22327	30536	36648	47286	65801
營業稅金及附加	111	123	124	251	263
銷售費用	863	975	778	837	1313
管理費用	1039	1514	1809	2447	2627
財務費用	316	708	676	644	1051
資產減值損失	0	-5	-268	0	1
投資收益	76	118	1569	80	150
營業利潤	2395	3123	4713	10992	14126
營業外收入	16	42	37	16	1
營業外支出	13	14	476	100	301
利潤總額	2398	3152	4274	10908	13826
所得稅	367	469	559	1614	2046
少數股東損益	12	48	107	558	707
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2019	2635	3608	8736	11073

附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
貨幣資金	3412	2693	6264	4270	5375
應收帳款	1166	1672	1069	1176	1294
存貨	1586	2416	2773	3050	3203
流動資產合計	8745	13743	25592	26103	26625
長期投資淨額	282	440	478	502	527
固定資產合計	16754	24534	29830	34304	37734
在建工程	8367	3587	2998	5996	2998
無形資產	1394	1710	1664	1630	1598
資產總計	38484	46821	64252	75555	76540
流動負債合計	18759	17843	22381	29095	28222
長期負債合計	4498	10889	10327	12393	11525
負債合計	23257	28733	32708	41488	39747
少數股東權益	489	511	1003	1083	1169
股東權益合計	15227	18088	31544	34067	36793
負債和股東權益總計	38484	46821	64252	75555	76540

附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
經營活動產生的現金流量淨額	3100	2357	3025	4235	4870
投資活動產生的現金流量淨額	-6442	-4291	-4740	-7110	-7821
籌資活動產生的現金流量淨額	3277	1441	5795	1159	4057
現金及現金等價物淨增加額	-62	-485	4043	-1716	1105
貨幣資金的期末餘額	2428	1943	5986	4270	5375
貨幣資金的期初餘額	2490	2428	1943	5986	4270

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推論作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持有意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。