

通威股份(600438.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 43.35元

目标价格(人民币): 80.00元

市场数据(人民币)

**相关报告**

- 1.《Q4电池片扭亏，业绩符合预期-通威股份2021业绩预告点评》，2022.1.9
- 2.《工业硅价格如期回落，明年硅料高盈利可期-通威股份2021年三...》，2021.10.26
- 3.《Q3净利环比高增，供应瓶颈支撑硅料高盈利-20211009...》，2021.10.10
- 4.《申报业绩贴预告上限，短中长预期均有望上修-通威股份2021半...》，2021.8.17
- 5.《申报业绩如期爆发，硅料扩产提速超预期-通威股份申报预告点评》，2021.7.1

姚遥

 分析师SAC执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

 分析师SAC执业编号: S1130522010005
 yuwendian@gjzq.com.cn
1-2月业绩超预期，硅料、电池量利齐升**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	66,602	95,069	106,066
营业收入增长率	36.39%	17.69%	50.68%	42.74%	11.57%
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	8,203	17,302	17,726
归母净利润增长率	30.51%	36.95%	127.35%	110.93%	2.45%
摊薄每股收益(元)	0.679	0.801	1.82	3.84	3.94
每股经营性现金流净额	0.58	0.54	3.77	4.57	5.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	11.81%	21.91%	37.75%	31.39%
P/E	-	-	23.79	11.28	11.01
P/B	-	-	5.21	4.26	3.46

来源:公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月9日，公司发布公告，2022年1-2月实现营收160亿元左右，同比增长130%左右；实现归母净利润33亿元左右，同比增长650%左右。

业绩简评:

- **Q1淡季不淡、需求超预期，带动产业链价格持续上涨：**随着12月底中下游降开工、去库存完毕，叠加Q1海外及国内分布式需求淡季不淡，1月至今光伏中游开工持续恢复，带动硅料价格在新产能持续释放的背景下超预期上涨。根据硅业分会统计，3月9日致密料均价243.9元/kg，较Q4低点(12月29日报价)已上涨超过13元/kg。
- **Q1硅料量利齐升，电池片单瓦净利持续修复：**根据公司硅料新产能爬坡情况，我们预计公司Q1出货3.5~4万吨，环比增长21%~38%；销售均价预计240~245元/kg，环比持平/略升，考虑到工业硅价格从12月初的3~3.8万元/吨跌至2.1~2.4万元/吨，预计Q1硅料单吨盈利有望环比提升。根据下游排产情况判断，公司Q1电池片出货量预计环比略升；从盈利能力来看，Q1电池片价格无论从涨幅还是调价时点都紧跟上游价格变动，单瓦净利有望持续修复。
- **终端需求多点爆发式增长，整个产业链尤其是瓶颈环节超额收益持续时间或超预期：**虽然Q1需求超预期有海外部分地区抢装的原因，但考虑到3月份印度抢装的出货已接近尾声，而3月中下游排产仍旧维持高位，我们认为这侧面验证了在全球能源转型及部分地区可能面对潜在能源危机的背景下，光伏终端需求呈现出多地区、多场景的多点爆发式的增长态势。在供给受限情况下，产业链价格由边际需求的成本承受力决定，因此需求(强度)的超预期将全部反映为产业链价格的超预期(即需求曲线的上移)、以及产业链利润盘子的扩张，此时产业链瓶颈环节将因供不应求而攫取绝大部分扩张出来的利润；而当需求端超预期的速度和强度阶段性持续超预期时，整个产业链尤其是瓶颈环节维持超额利润状态的持续时间或也将大大超出预期，从而使相关公司的业绩表现持续超预期。

盈利调整与投资建议:

- 根据公司业绩快报披露，2021年归母净利润为82亿元，考虑到近期终端需求对光伏成本的承受力超预期，上调22-23E年归母净利润预测分别173(+21%)、177(+16%)亿元，对应21-23年EPS分别为1.82、3.84、3.94元，维持目标价80元，对应21倍2022PE，维持“买入”评级。

风险提示：疫情超预期恶化，行业扩产规模超预期，技术路线变化超预期。

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	66,602	95,069	106,066							
增长率		36.4%	17.7%	50.7%	42.7%	11.6%							
主营业务成本	-22,327	-30,536	-36,648	-49,585	-62,341	-73,452							
%销售收入	81.1%	81.3%	82.9%	74.5%	65.6%	69.3%							
毛利	5,208	7,019	7,552	17,017	32,727	32,614							
%销售收入	18.9%	18.7%	17.1%	25.6%	34.4%	30.7%							
营业税金及附加	-111	-123	-124	-233	-323	-350							
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%							
销售费用	-863	-975	-778	-1,026	-1,426	-1,591							
%销售收入	3.1%	2.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%							
管理费用	-1,039	-1,514	-1,809	-2,731	-3,755	-3,924							
%销售收入	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	4.0%	3.7%							
研发费用	-598	-1,001	-1,035	-1,998	-2,814	-3,076							
%销售收入	2.2%	2.7%	2.3%	3.0%	3.0%	2.9%							
息税前利润 (EBIT)	2,598	3,406	3,806	11,029	24,409	23,672							
%销售收入	9.4%	9.1%	8.6%	16.6%	25.7%	22.3%							
财务费用	-316	-708	-676	-658	-748	-731							
%销售收入	1.1%	1.9%	1.5%	1.0%	0.8%	0.7%							
资产减值损失	-47	48	293	-350	-516	-308							
公允价值变动收益	-1	0	5	0	0	0							
投资收益	76	118	1,569	50	70	150							
%税前利润	3.1%	3.8%	36.7%	0.5%	0.3%	0.6%							
营业利润	2,395	3,123	4,713	10,327	23,535	23,184							
营业利润率	8.7%	8.3%	10.7%	15.5%	24.8%	21.9%							
营业外收支	3	28	-439	-50	5	20							
税前利润	2,398	3,152	4,274	10,277	23,540	23,204							
利润率	8.7%	8.4%	9.7%	15.4%	24.8%	21.9%							
所得税	-367	-469	-559	-1,542	-3,531	-3,481							
所得税率	15.3%	14.9%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	2,031	2,682	3,715	8,735	20,009	19,723							
少数股东损益	12	48	107	533	2,708	1,998							
归属于母公司的净：	2,019	2,635	3,608	8,203	17,302	17,726							
净利率	7.3%	7.0%	8.2%	12.3%	18.2%	16.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,031	2,682	3,715	8,735	20,009	19,723							
少数股东损益	12	48	107	533	2,708	1,998							
非现金支出	1,265	1,948	2,186	3,051	3,779	4,294							
非经营收益	316	594	-466	794	705	565							
营运资金变动	-512	-2,962	-2,996	4,392	-3,929	174							
经营活动现金净流	3,100	2,262	2,439	16,973	20,564	24,756							
资本开支	-7,095	-4,137	-5,354	-17,827	-11,335	-15,330							
投资	585	-61	182	80	0	0							
其他	68	-93	432	40	59	139							
投资活动现金净流	-6,442	-4,291	-4,740	-17,707	-11,276	-15,191							
股权募资	92	48	6,420	0	0	0							
债权募资	4,771	4,116	1,293	1,806	1,225	-1,672							
其他	-1,582	-2,716	-1,954	-1,894	-9,571	-7,725							
筹资活动现金净流	3,280	1,448	5,759	-88	-8,346	-9,397							
现金净流量	-62	-581	3,457	-823	942	168							

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	4	7	16	31	81
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-06	买入	33.50	N/A
2	2021-04-12	买入	32.19	N/A
3	2021-06-27	买入	39.10	N/A
4	2021-07-01	买入	43.27	55.00 ~ 55.00
5	2021-08-17	买入	47.00	58.00 ~ 58.00
6	2021-10-10	买入	50.46	69.00 ~ 69.00
7	2021-10-26	买入	57.00	75.00 ~ 75.00
8	2022-01-09	买入	42.10	80.00

来源：国金证券研究所

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


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认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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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