

新能源与汽车研究中心

通威股份 (600438.SH) 买入 (维持评级)

买入

公司点评

市场价格(人民币): 35.17元

市场数据(人民币)



相关报告

- 《1-2月业绩超预期，硅料、电池量利齐升-通威股份2022年1...》，2022.3.10
- 《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
- 《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
- 《Q3净利环比高增，供应瓶颈支撑硅料高盈利-20211009...》，2021.10.10
- 《中报业绩贴预告上限，短中长预期均有望上修-通威股份2021半年报...》，2021.8.17

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

张嘉文

联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn**业绩亮眼分红高，硅料扩产再提速**

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	107,682	116,022	133,876
营业收入增长率	17.69%	43.64%	69.60%	7.75%	15.39%
归母净利润(百万元)	3,608	8,208	17,919	18,365	19,233
归母净利润增长率	36.95%	127.50%	118.31%	2.49%	4.73%
摊薄每股收益(元)	0.801	1.823	3.98	4.08	4.27
每股经营性现金流净额	0.54	1.58	6.16	5.29	6.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.81%	21.89%	35.67%	30.99%	27.17%
P/E	47.96	24.66	8.84	8.62	8.23
P/B	5.67	5.40	3.15	2.67	2.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月25日，公司发布2021年报及2022年一季报，2021年收入635亿元，同增44%；净利润82亿元，同增127%。2022Q1收入247亿元，同增132%；净利润52亿元，同增513%，环增130%；Q1扣非净利润略超预告上限，略超市场预期。
- 同时，公司发布硅料及电池片业务2020-2023发展规划进展更新及2024-2026规划展望，并拟每10股分红9.12元(含税)，分红率高达50%。

业绩简评

- 硅料盈利能力大幅提升，生产指标持续优化，2022作为瓶颈环节继续享受丰厚利润：2021年多晶硅销量10.77万吨，同比增长24%；毛利率提升35pct至71.8%。截至2021年底，公司多晶硅产能18万吨，在建产能17万吨，其中包头5万吨预计2022年中投产，乐山12万吨预计2023年投产。公司多晶硅各项生产指标持续优化，单位平均综合电耗同比下降12%、蒸汽消耗同比下降55%。我们预计硅料作为2022年明确供不应求的产业链瓶颈环节，产品价格及盈利水平仍将维持相对高位。
- 电池片满产满销，新技术进展顺利，2022年盈利能力有望持续修复：公司2021年电池及组件销量35GW，同增58%，单晶电池毛利率8.3%。截至2021年底电池产能45GW，大尺寸占比超70%，1GW HJT+1GW TOPCon中试线技术指标持续提升并保持领先行业。我们预计2022年随行业硅料供应释放，大尺寸电池片供需关系将逐步趋紧，盈利能力有望持续改善。
- 多晶硅量利齐升，驱动Q1业绩高增：公司Q1硅料新产能爬坡顺利，销量环增超过60%至4.8万吨，预计销售均价与Q4基本持平，考虑到Q1原料工业硅价格下行，测算硅料单位盈利环比提升，叠加电池片盈利较Q4呈现修复，驱动公司Q1净利润环比高增并创出单季新高。
- 硅料扩产提速，2026年规划产能80-100万吨：公司发布最新产能规划，预计2022/2023年底硅料产能达到23/35万吨，较此前规划区间上限高1/6万吨；同时，公司公告2024-2026年硅料、电池片规划产能将分别达到80-100万吨、130-150GW，领先的产能规划、强大的执行力、及充足的资金与技术积累，将助力公司稳坐硅料及电池片行业绝对龙头地位。

盈利调整与投资建议

- 根据我们对公司出货量的最新预测，小幅上调2022-23年净利润预测分别为179、184亿元，预计2024年净利润192亿元，对应EPS为3.98、4.08、4.27元，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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	37,555	44,200	63,491	107,682	116,022	133,876							
增长率	17.7%	43.6%	69.6%	7.7%	15.4%		货币资金	2,693	6,264	3,002	6,255	6,548	11,176
主营业务成本	-30,536	-36,648	-45,918	-71,047	-78,902	-95,618	应收款项	7,327	12,110	16,511	23,749	29,927	35,413
%销售收入	81.3%	82.9%	72.3%	66.0%	68.0%	71.4%	存货	2,416	2,773	5,683	5,368	5,084	5,648
毛利	7,019	7,552	17,573	36,635	37,120	38,258	其他流动资产	1,308	4,445	3,553	4,650	5,502	6,253
%销售收入	18.7%	17.1%	27.7%	34.0%	32.0%	28.6%	流动资产	13,743	25,592	28,749	40,022	47,062	58,490
营业税金及附加	-123	-124	-276	-431	-464	-536	%总资产	29.4%	39.8%	32.6%	35.9%	37.4%	39.6%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	长期投资	700	735	725	655	666	677
销售费用	-975	-778	-919	-1,292	-1,508	-1,673	固定资产	28,123	32,828	47,939	57,605	66,801	77,277
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	%总资产	60.1%	51.1%	54.3%	51.7%	53.1%	52.3%
管理费用	-1,514	-1,809	-2,948	-4,630	-4,641	-5,087	无形资产	2,953	3,135	3,419	3,539	3,735	4,018
%销售收入	4.0%	4.1%	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%	非流动资产	33,078	38,660	59,501	71,406	78,652	89,223
研发费用	-1,001	-1,035	-2,036	-3,446	-3,713	-4,016	%总资产	70.6%	60.2%	67.4%	64.1%	62.6%	60.4%
%销售收入	2.7%	2.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%	资产总计	46,821	64,252	88,250	111,428	125,714	147,713
息税前利润 (EBIT)	3,406	3,806	11,395	26,836	26,794	26,945	短期借款	4,765	4,883	3,862	2,000	2,000	2,000
%销售收入	9.1%	8.6%	17.9%	24.9%	23.1%	20.1%	应付款项	9,517	14,073	18,871	27,072	30,402	36,721
财务费用	-708	-676	-637	-796	-711	-561	其他流动负债	3,561	3,425	5,627	7,638	7,864	8,980
%销售收入	1.9%	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%	流动负债	17,843	22,381	28,360	36,710	40,265	47,700
资产减值损失	48	293	253	-379	-229	-242	长期贷款	4,089	6,297	11,441	8,441	6,441	6,441
公允价值变动收益	0	5	6	0	0	0	其他长期负债	6,800	4,031	6,793	7,954	7,758	7,497
投资收益	118	1,569	43	50	50	50	负债	28,733	32,708	46,593	53,106	54,464	61,638
%税前利润	3.8%	36.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	普通股股东权益	17,577	30,541	37,503	50,238	59,257	70,797
营业利润	3,123	4,713	10,834	26,011	26,204	26,493	其中：股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
营业利润率	8.3%	10.7%	17.1%	24.2%	22.6%	19.8%	未分配利润	6,617	9,066	15,545	26,296	37,315	48,855
营业外收支	28	-439	-444	0	0	0	少数股东权益	511	1,003	4,154	8,084	11,993	15,279
税前利润	3,152	4,274	10,390	26,011	26,204	26,493	负债股东权益合计	46,821	64,252	88,250	111,428	125,714	147,713
利润率	8.4%	9.7%	16.4%	24.2%	22.6%	19.8%							
所得税	-469	-559	-1,648	-4,162	-3,931	-3,974							
所得税率	14.9%	13.1%	15.9%	16.0%	15.0%	15.0%							
净利润	2,682	3,715	8,742	21,849	22,274	22,519							
少数股东损益	48	107	534	3,930	3,909	3,286							
经营活动现金净流	1,948	2,186	2,999	3,843	4,204	4,931							
资本开支	594	-466	1,266	710	643	594							
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	1,314	-3,320	492							
经营活动现金净流	-4,137	-5,354	-13,851	-15,739	-11,260	-15,350							
投资	-61	182	177	80	0	0							
其他	-93	432	84	40	39	39							
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-15,619	-11,221	-15,311							
股权募资	48	6,420	2,731	0	0	0							
债权募资	4,116	1,293	3,862	-2,085	-1,800	0							
其他	-2,716	-1,954	-3,704	-6,075	-9,989	-8,237							
筹资活动现金净流	1,448	5,759	2,890	-8,160	-11,789	-8,237							
现金净流量	-581	3,457	-3,589	3,936	790	4,988							

现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,682	3,715	8,742	21,849	22,274	22,519							
少数股东损益	48	107	534	3,930	3,909	3,286	每股指标						
非现金支出	1,948	2,186	2,999	3,843	4,204	4,931	每股收益	0.679	0.801	1.823	3.981	4.080	4.273
非经营收益	594	-466	1,266	710	643	594	每股净资产	4.527	6.785	8.331	11.160	13.164	15.727
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	1,314	-3,320	492	每股经营现金净流	0.583	0.542	1.580	6.157	5.287	6.339
经营活动现金净流	-4,137	-5,354	-13,851	-15,739	-11,260	-15,350	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.592	1.632	1.709
投资	-61	182	177	80	0	0	回报率						
其他	-93	432	84	40	39	39	净资产收益率	14.99%	11.81%	21.89%	35.67%	30.99%	27.17%
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-15,619	-11,221	-15,311	总资产收益率	5.63%	5.62%	9.30%	16.08%	14.61%	13.02%
股权募资	48	6,420	2,731	0	0	0	投入资本收益率	9.26%	7.61%	16.52%	32.40%	28.26%	23.98%
债权募资	4,116	1,293	3,862	-2,085	-1,800	0	增长率						
其他	-2,716	-1,954	-3,704	-6,075	-9,989	-8,237	主营业务收入增长率	36.39%	17.69%	43.64%	69.60%	7.75%	15.39%
筹资活动现金净流	1,448	5,759	2,890	-8,160	-11,789	-8,237	EBIT增长率	31.14%	11.72%	199.39%	135.51%	-0.16%	0.57%
现金净流量	-581	3,457	-3,589	3,936	790	4,988	净利润增长率	30.51%	36.95%	127.50%	118.31%	2.49%	4.73%

现金流量表 (人民币百万元)							资产管理能力						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,682	3,715	8,742	21,849	22,274	22,519							
少数股东损益	48	107	534	3,930	3,909	3,286	应收账款周转天数	13.8	11.3	11.5	5.0	8.0	7.0
非现金支出	1,948	2,186	2,999	3,843	4,204	4,931	存货周转天数	23.9	25.8	33.6	28.0	24.0	22.0
非经营收益	594	-466	1,266	710	643	594	应付账款周转天数	46.2	37.5	48.0	53.0	55.0	55.0
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	1,314	-3,320	492	固定资产周转天数	238.5	246.3	214.4	132.6	136.6	133.6
经营活动现金净流	-4,137	-5,354	-13,851	-15,739	-11,260	-15,350	偿债能力						
投资	-61	182	177	80	0	0	净负债/股东权益	57.35%	12.03%	30.49%	7.86%	3.22%	-2.71%
其他	-93	432	84	40	39	39	EBIT利息保障倍数	4.8	5.6	17.9	33.7	37.7	48.1
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-15,619	-11,221	-15,311	资产负债率	61.37%	50.91%	52.80%	47.66%	43.32%	41.73%
现金净流量	-581	3,457	-3,589	3,936	790	4,988							

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	1	6	25	30	79
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.11	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-12	买入	32.19	N/A
2	2021-06-27	买入	39.10	N/A
3	2021-07-01	买入	43.27	55.00 ~ 55.00
4	2021-08-17	买入	47.00	58.00 ~ 58.00
5	2021-10-10	买入	50.46	69.00 ~ 69.00
6	2021-10-26	买入	57.00	75.00 ~ 75.00
7	2022-01-09	买入	42.10	80.00
8	2022-03-10	买入	43.35	80.00 ~ 80.00

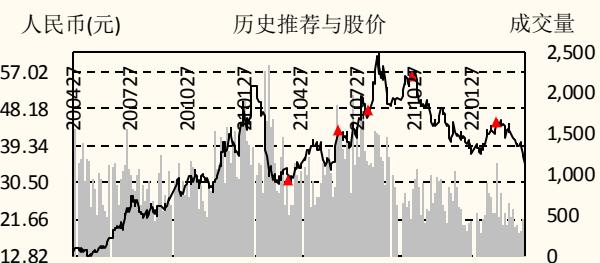
来源：国金证券研究所

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