

通威股份 (600438.SH) 买入 (维持评级)

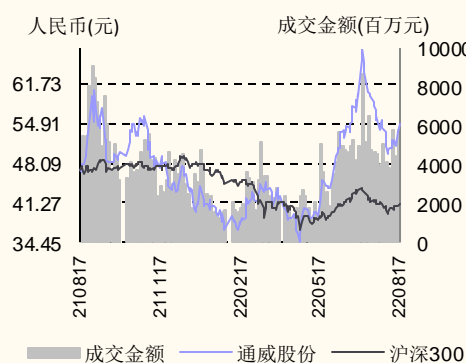
公司点评

市场价格(人民币): 54.80元

目标价格(人民币): 93.60元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	45.02
已上市流通A股(亿股)	45.02
总市值(亿元)	2,466.85
年内股价最高最低(元)	67.75/34.45
沪深300指数	4217
上证指数	3293



大举扩产巩固规模优势，电池片盈利持续提升

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	122,847	159,141	201,181
营业收入增长率	17.69%	43.64%	93.49%	29.54%	26.42%
归母净利润(百万元)	3,608	8,208	24,595	21,064	24,445
归母净利润增长率	36.95%	127.50%	199.65%	-14.36%	16.05%
摊薄每股收益(元)	0.801	1.823	5.464	4.679	5.430
每股经营性现金流净额	0.67	1.69	7.34	7.16	8.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.81%	21.89%	43.38%	29.29%	27.15%
P/E	47.96	24.66	10.03	11.71	10.09
P/B	5.67	5.40	4.35	3.43	2.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月17日, 公司发布2022年中报, 上半年归母净利润122.2亿元, 同比增长312%。其中Q2归母净利润70.3亿元, 同比增长232%, 环比增长35%, 在业绩预告范围之内, 符合预期。
- 公司同时公告在保山、包头合计投资240亿元建设40万吨(各20万吨)高纯晶硅及配套项目, 预计于2024年内竣工投产。

业绩简评

- 硅料出货高增长, 各项生产单耗持续下降。** 得益于乐山二期和包头一期新产能的贡献, 上半年公司硅料出货10.73万吨, 同比+112.15%, 国内市占率近30%; 硅料单位电耗、蒸汽消耗、硅粉消耗分别同比下降13%、63%、4%, 单晶率占比保持在99%以上, 精耕细作持续稳固成本优势。
- 硅料新扩产项目落地包头、保山, 保障完成中长期产能目标。** 根据半年报披露, 公司在建乐山三期12万吨项目已获得能耗指标批复, 预计2023H2投产, 到2023年底硅料产能将达到35万吨。同时公司公告保山、包头各20万吨新扩产计划, 预计2024年内投产, 助力达成2024-2026年多晶硅产能80~100万吨的中长期规划, 进一步巩固规模优势。
- 大尺寸占比超过75%, 盈利能力有望持续提升。** 上半年公司电池片销量21.79GW, 同比+54.55%, 大尺寸占比超75%。随着金堂二期8GW、眉山三期8.5GW的投产, 预计2022年底公司电池片产能将超过70GW, 其中大尺寸占比将超90%, 下半年硅料新产能释放带动组件排产放量, 我们预计大尺寸电池片盈利能力有望持续修复。

- TOPCon即将量产, 有望为明年电池片业务贡献超额利润。** 电池新技术方面, 公司TOPCon采用210PECVD路线, 平均转换效率超过24.7%, 8.5GW TOPCon新产线计划2022年底投产, 有望为明年电池片贡献超额利润; 公司HJT电池最高研发效率已达到25.67%(ISFH认证), 去银金属化技术取得重要阶段性成果, 此外公司保持对全背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研究与开发。

盈利调整与投资建议

- 微调22-24年净利润至246、211、244亿元, 对应EPS为5.46、4.68、5.43元, 维持目标价93.6元/股, 对应23年20xPE, 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。

相关报告

- 《Q2业绩在高预期下超预期, 下半年高盈利持续-通威股份2022...》, 2022.7.5
- 《精益管理成就龙头, 稳步扩张巩固竞争优势-通威股份深度报告》, 2022.5.20
- 《发布员工持股计划, 绑定核心员工稳固竞争力-20220516通威...》, 2022.5.17
- 《业绩亮眼分红高, 硅料扩产再提速-通威股份2021年报及202...》, 2022.4.26
- 《1-2月业绩超预期, 硅料、电池量齐升-通威股份2022年1...》, 2022.3.10

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	37,555	44,200	63,491	122,847	159,141	201,181
增长率		17.7%	43.6%	93.5%	29.5%	26.4%
主营业务成本	-30,536	-36,648	-45,918	-72,675	-112,652	-148,855
%销售收入	81.3%	82.9%	72.3%	59.2%	70.8%	74.0%
毛利	7,019	7,552	17,573	50,173	46,490	52,327
%销售收入	18.7%	17.1%	27.7%	40.8%	29.2%	26.0%
营业税金及附加	-123	-124	-276	-491	-637	-805
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-975	-778	-919	-1,474	-2,546	-3,219
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,514	-1,809	-2,948	-5,282	-6,366	-7,645
%销售收入	4.0%	4.1%	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%
研发费用	-1,001	-1,035	-2,036	-3,685	-4,297	-5,030
%销售收入	2.7%	2.3%	3.2%	3.0%	2.7%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	3,406	3,806	11,395	39,239	32,644	35,629
%销售收入	9.1%	8.6%	17.9%	31.9%	20.5%	17.7%
财务费用	-708	-676	-637	-1,177	-1,132	-952
%销售收入	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-48	-293	-253	-1,323	-371	-664
公允价值变动收益	0	5	6	32	0	0
投资收益	118	1,569	43	80	80	80
%税前利润	3.8%	36.7%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%
营业利润	3,123	4,713	10,834	37,020	31,391	34,262
营业利润率	8.3%	10.7%	17.1%	30.1%	19.7%	17.0%
营业外收支	28	-439	-444	-1,200	-200	-200
税前利润	3,152	4,274	10,390	35,820	31,191	34,062
利润率	8.4%	9.7%	16.4%	29.2%	19.6%	16.9%
所得税	-469	-559	-1,648	-5,373	-4,679	-5,109
所得税率	14.9%	13.1%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,682	3,715	8,742	30,447	26,512	28,953
少数股东损益	48	107	534	5,852	5,448	4,507
归属于母公司的净利润	2,635	3,608	8,208	24,595	21,064	24,445
净利率	7.0%	8.2%	12.9%	20.0%	13.2%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,682	3,715	8,742	30,447	26,512	28,953
少数股东损益	48	107	534	5,852	5,448	4,507
非现金支出	2,044	2,772	3,505	5,347	5,716	7,326
非经营收益	594	-466	1,266	2,388	1,662	1,632
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	-5,120	-1,666	-1,782
经营活动现金净流	2,357	3,025	7,618	33,062	32,223	36,129
资本开支	-4,137	-5,354	-13,851	-16,066	-17,570	-20,660
投资	-61	182	177	-4,834	0	0
其他	-93	432	84	80	80	80
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-20,820	-17,490	-20,580
股权募资	48	6,420	2,731	0	0	0
债权募资	4,116	1,293	3,862	7,918	0	0
其他	-2,723	-1,917	-3,692	-6,654	-7,264	-7,684
筹资活动现金净流	1,441	5,795	2,902	1,264	-7,264	-7,684
现金净流量	-485	4,043	-3,083	13,506	7,470	7,865

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,693	6,264	3,002	15,825	22,798	30,302
应收款项	7,327	12,110	16,511	22,490	29,134	36,499
存货	2,416	2,773	5,683	7,845	13,308	17,985
其他流动资产	1,308	4,445	3,553	9,095	11,080	12,509
流动资产	13,743	25,592	28,749	55,254	76,320	97,295
%总资产	29.4%	39.8%	32.6%	44.3%	48.4%	50.6%
长期投资	700	735	725	720	720	720
固定资产	28,123	32,828	47,939	58,435	70,311	83,867
%总资产	60.1%	51.1%	54.3%	46.8%	44.6%	43.6%
无形资产	2,953	3,135	3,419	3,595	3,823	4,133
非流动资产	33,078	38,660	59,501	69,508	81,404	95,072
%总资产	70.6%	60.2%	67.4%	55.7%	51.6%	49.4%
资产总计	46,821	64,252	88,250	124,762	157,724	192,366
短期借款	4,765	4,883	3,862	2,000	2,000	2,000
应付款项	9,517	14,073	18,871	19,488	30,169	39,845
其他流动负债	3,561	3,425	5,627	9,258	11,275	13,853
流动负债	17,843	22,381	28,360	30,746	43,444	55,697
长期贷款	4,089	6,297	11,441	12,248	12,248	12,248
其他长期负债	6,800	4,031	6,793	15,066	14,670	14,409
负债	28,733	32,708	46,593	58,060	70,362	82,354
普通股股东权益	17,577	30,541	37,503	56,696	71,908	90,051
其中：股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
未分配利润	6,617	9,066	15,545	34,738	49,950	68,093
少数股东权益	511	1,003	4,154	10,006	15,454	19,962
负债股东权益合计	46,821	64,252	88,250	124,762	157,724	192,366

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.679	0.801	1.823	5.464	4.679	5.430
每股净资产	4.527	6.785	8.331	12.595	15.974	20.004
每股经营现金净流	0.607	0.672	1.692	7.345	7.158	8.026
每股股利	0.186	0.241	0.912	1.200	1.300	1.400
回报率						
净资产收益率	14.99%	11.81%	21.89%	43.38%	29.29%	27.15%
总资产收益率	5.63%	5.62%	9.30%	19.71%	13.35%	12.71%
投入资本收益率	9.26%	7.61%	16.52%	36.36%	24.67%	22.39%
增长率						
主营业务收入增长率	36.39%	17.69%	43.64%	93.49%	29.54%	26.42%
EBIT增长率	31.14%	11.72%	199.39%	244.37%	-16.81%	9.14%
净利润增长率	30.51%	36.95%	127.50%	199.65%	-14.36%	16.05%
总资产增长率	21.66%	37.23%	37.35%	41.37%	26.42%	21.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	11.3	11.5	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	23.9	25.8	33.6	40.0	44.0	45.0
应付账款周转天数	46.2	37.5	48.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	238.5	246.3	214.4	153.3	141.2	132.9
偿债能力						
净负债/股东权益	57.35%	12.03%	30.49%	5.44%	-3.83%	-9.86%
EBIT利息保障倍数	4.8	5.6	17.9	33.3	28.8	37.4
资产负债率	61.37%	50.91%	52.80%	46.54%	44.61%	42.81%

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	1	7	34	58	116
增持	0	2	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.15	1.13	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-10	买入	50.46	69.00 ~ 69.00
2	2021-10-26	买入	57.00	75.00 ~ 75.00
3	2022-01-09	买入	42.10	80.00
4	2022-03-10	买入	43.35	80.00 ~ 80.00
5	2022-04-26	买入	35.17	N/A
6	2022-05-17	买入	39.72	N/A
7	2022-05-20	买入	45.42	61.23 ~ 61.23
8	2022-07-05	买入	65.63	93.60 ~ 93.60

来源：国金证券研究所



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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