

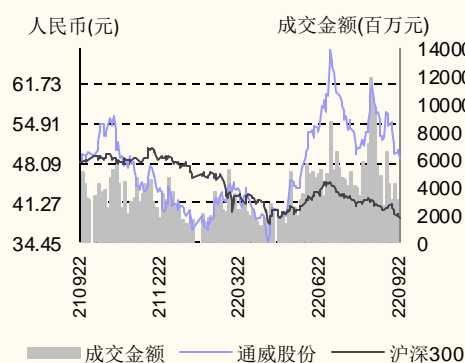
通威股份 (600438.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.12 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)	2,211.16
年内股价最高最低(元)	67.75/34.45
沪深 300 指数	3869
上证指数	3109



25GW 组件扩产计划落地, 组件业务布局脉络渐清晰

公司基本情况 (人民币)

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	127,948	159,141	201,181
营业收入增长率	17.69%	43.64%	101.52%	24.38%	26.42%
归母净利润(百万元)	3,608	8,208	27,651	21,000	24,420
归母净利润增长率	36.95%	127.50%	236.89%	-24.05%	16.28%
摊薄每股收益(元)	0.80	1.82	6.14	4.67	5.42
每股经营性现金流净额	0.67	1.69	7.31	6.19	6.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.81%	21.89%	46.29%	28.04%	26.26%
P/E	47.96	24.66	8.00	10.53	9.05
P/B	5.67	5.40	3.70	2.95	2.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 9月22日, 公司公告拟在盐城投资40亿元建设25GW高效光伏组件项目, 预计项目建设期为获取完整建设土地及相应建设所需手续后24个月内。

业绩简评

- 接连中标央国企组件招标项目, 彰显龙头企业品牌地位。公司近期接连中标央国企组件招标项目, 8月23日以1.942元/W预中标华润电力3GW集采项目, 9月6日以1.981元/W拟中标广东电力200MW项目, 9月14日以1.970元/W拟中标南方电网25MW框采项目(第二中标候选人), 9月20日以1.970元/W拟中标国电投(四川)170MW 210叠瓦组件采购项目。除华润电力项目以外, 其他项目报价均高于参与投标的最低价, 可见公司并非完全以低价占领市场, 多年的口碑积累、供应链的保障能力等多方面优势也为公司赢得大客户认可。
- 继实验室认证后再公告重磅扩产计划, 组件业务布局脉络渐清晰。9月7日, 公司光伏实验中心荣获 TÜV 北德 IECCE CB-Scheme' s CTF 实验室认可资质证书, 有望推动公司加快通过海外市场认证、实现全球化市场布局。结合本次公告的25GW组件扩产计划, 公司在组件业务的布局逐渐清晰, 即以国内央企订单快速上量, 同时加快认证开拓海外市场, 大规模扩产构建规模壁垒。按照现有产能规划, 预计未来两年公司有望成为全球出货规模前十组件企业(以100%产能利用率计)。
- 组件环节“高壁垒+持续成长”的逻辑仍然成立。组件环节的进入门槛本质上反映的是终端客户对光伏组件这种使用寿命超过20年、商业项目投资回收期可达10年以上的产品品质可靠性、企业提供长期质保及稳定供货能力的信任度。公司的组件业务延伸是基于“硅料/电池片双龙一+未来一段时间内硅料仍为产业链短板环节+近两年硅料业务积累的巨额资金+高效精益管理”的综合优势, 而行业内外同时具备这些能力和优势的企业暂时数不出第二家, 因此通威入局组件并不代表组件环节高壁垒和成长性的消失。

盈利调整与投资建议

- 根据我们对硅料价格的最新判断, 上调2022年净利润预测至276.51亿元(+12%), 微调23-24年净利润预测至210.00、244.20亿元, 对应EPS为6.14、4.67、5.42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。

相关报告

- 《大举扩产巩固规模优势, 电池片盈利持续提升-通威股份2022中...》, 2022.8.18
- 《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...》, 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

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)							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	127,948	159,141	201,181	货币资金	2,693	6,264	3,002	21,687	25,251	29,816
增长率		17.7%	43.6%	101.5%	24.4%	26.4%	应收款项	7,327	12,110	16,511	29,831	41,835	54,622
主营业务成本	-30,536	-36,648	-45,918	-73,157	-112,652	-148,855	存货	2,416	2,773	5,683	7,929	13,308	17,985
%销售收入	81.3%	82.9%	72.3%	57.2%	70.8%	74.0%	其他流动资产	1,308	4,445	3,553	4,997	7,118	8,793
毛利	7,019	7,552	17,573	54,791	46,490	52,327	流动资产	13,743	25,592	28,749	64,444	87,512	111,215
%销售收入	18.7%	17.1%	27.7%	42.8%	29.2%	26.0%	%总资产	29.4%	39.8%	32.6%	48.6%	52.1%	54.2%
营业税金及附加	-123	-124	-276	-512	-637	-805	长期投资	700	735	725	725	725	725
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	28,123	32,828	47,939	56,755	68,951	82,427
销售费用	-975	-778	-919	-1,471	-2,546	-3,219	%总资产	60.1%	51.1%	54.3%	42.8%	41.0%	40.1%
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%	无形资产	2,953	3,135	3,419	3,633	3,869	4,186
管理费用	-1,514	-1,809	-2,948	-5,374	-6,366	-7,645	非流动资产	33,078	38,660	59,501	68,271	80,494	94,089
%销售收入	4.0%	4.1%	4.6%	4.2%	4.0%	3.8%	%总资产	70.6%	60.2%	67.4%	51.4%	47.9%	45.8%
研发费用	-1,001	-1,035	-2,036	-3,710	-4,297	-5,030	资产总计	46,821	64,252	88,250	132,715	168,006	205,305
%销售收入	2.7%	2.3%	3.2%	2.9%	2.7%	2.5%	短期借款	4,765	4,883	3,862	2,000	2,000	2,000
息税前利润 (EBIT)	3,406	3,806	11,395	43,723	32,644	35,629	应付款项	9,517	14,073	18,871	24,663	37,934	50,102
%销售收入	9.1%	8.6%	17.9%	34.2%	20.5%	17.7%	其他流动负债	3,561	3,425	5,627	9,318	11,139	13,906
财务费用	-708	-676	-637	-1,021	-975	-861	流动负债	17,843	22,381	28,360	35,981	51,073	66,007
%销售收入	1.9%	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%	0.4%	长期贷款	4,089	6,297	11,441	11,441	11,441	11,441
资产减值损失	-48	-293	-253	-1,404	-404	-586	其他长期负债	6,800	4,031	6,793	14,928	14,531	14,270
公允价值变动收益	0	5	6	0	0	0	负债	28,733	32,708	46,593	62,349	77,045	91,718
投资收益	118	1,569	43	50	50	50	普通股股东权益	17,577	30,541	37,503	59,736	74,884	93,002
%税前利润	3.8%	36.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	其中：股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
营业利润	3,123	4,713	10,834	41,349	31,316	34,232	未分配利润	6,617	9,066	15,545	37,794	52,942	71,060
营业利润率	8.3%	10.7%	17.1%	32.3%	19.7%	17.0%	少数股东权益	511	1,003	4,154	10,629	16,078	20,585
营业外收支	28	-439	-444	-1,200	-200	-200	负债股东权益合计	46,821	64,252	88,250	132,715	168,006	205,305
税前利润	3,152	4,274	10,390	40,149	31,116	34,032	比率分析						
利润率	8.4%	9.7%	16.4%	31.4%	19.6%	16.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-469	-559	-1,648	-6,022	-4,667	-5,105	每股指标						
所得税率	14.9%	13.1%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.68	0.80	1.82	6.14	4.67	5.42
净利润	2,682	3,715	8,742	34,126	26,448	28,927	每股净资产	4.53	6.78	8.33	13.27	16.64	20.66
少数股东损益	48	107	534	6,475	5,448	4,507	每股经营现金净流	0.61	0.67	1.69	7.31	6.19	6.94
归属于母公司的净利润	2,635	3,608	8,208	27,651	21,000	24,420	每股股利	0.19	0.24	0.91	1.20	1.30	1.40
净利率	7.0%	8.2%	12.9%	21.6%	13.2%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.99%	11.81%	21.89%	46.29%	28.04%	26.26%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.63%	5.62%	9.30%	20.84%	12.50%	11.89%
净利润	2,682	3,715	8,742	34,126	26,448	28,927	投入资本收益率	9.26%	7.61%	16.52%	38.35%	23.59%	21.58%
少数股东损益	48	107	534	6,475	5,448	4,507	增长率						
非现金支出	2,044	2,772	3,505	4,903	4,420	5,321	主营业务收入增长率	36.39%	17.69%	43.64%	101.52%	24.38%	26.42%
非经营收益	594	-466	1,266	2,445	1,710	1,681	EBIT增长率	31.14%	11.72%	199.39%	283.72%	-25.34%	9.14%
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	-8,580	-4,716	-4,690	净利润增长率	30.51%	36.95%	127.50%	236.89%	-24.05%	16.28%
经营活动现金净流	2,357	3,025	7,618	32,894	27,863	31,238	总资产增长率	21.66%	37.23%	37.35%	50.38%	26.59%	22.20%
资本开支	-4,137	-5,354	-13,851	-14,469	-16,540	-18,630	资产管理能力						
投资	-61	182	177	0	0	0	应收账款周转天数	13.8	11.3	11.5	10.0	10.0	10.0
其他	-93	432	84	50	50	50	存货周转天数	23.9	25.8	33.6	40.0	44.0	45.0
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-14,419	-16,490	-18,580	应付账款周转天数	46.2	37.5	48.0	40.0	40.0	40.0
股权募资	48	6,420	2,731	0	0	0	固定资产周转天数	238.5	246.3	214.4	111.6	99.6	88.9
债权募资	4,116	1,293	3,862	7,589	0	0	偿债能力						
其他	-2,723	-1,917	-3,692	-6,694	-7,312	-7,733	净负债/股东权益	57.35%	12.03%	30.49%	5.90%	0.65%	-3.50%
筹资活动现金净流	1,441	5,795	2,902	894	-7,312	-7,733	EBIT利息保障倍数	4.8	5.6	17.9	42.8	33.5	41.4
现金净流量	-485	4,043	-3,083	19,369	4,060	4,926	资产负债率	61.37%	50.91%	52.80%	46.98%	45.86%	44.67%

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	2	23	46	71	140
增持	0	3	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.12	1.12	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。

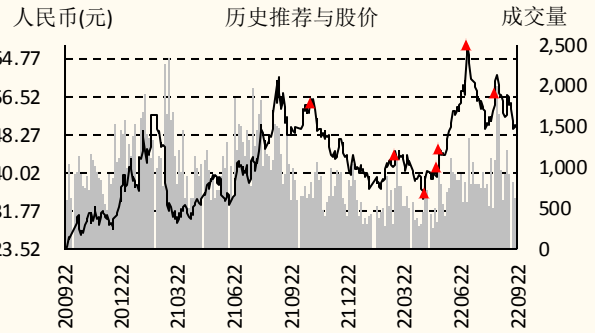
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-10-26	买入	57.00	75.00 ~ 75.00
2	2022-01-09	买入	42.10	80.00
3	2022-03-10	买入	43.35	80.00 ~ 80.00
4	2022-04-26	买入	35.17	N/A
5	2022-05-17	买入	39.72	N/A
6	2022-05-20	买入	45.42	61.23 ~ 61.23
7	2022-07-05	买入	65.63	93.60 ~ 93.60
8	2022-08-18	买入	54.80	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。

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