

业绩预告点评：硅料盈利稳定，业绩符合预期

买入（维持）

2022 年 01 月 07 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006

15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 44,200 | 70,390 | 95,067 | 110,664 |
| 同比（%） | 17.69% | 59.25% | 35.06% | 16.41% |
| 归母净利润（百万元） | 3,608 | 8,475 | 13,002 | 12,588 |
| 同比（%） | 36.95% | 134.89% | 53.42% | -3.18% |
| 每股收益（元/股） | 0.80 | 1.88 | 2.89 | 2.80 |
| P/E（倍） | 52.28 | 22.26 | 14.51 | 14.98 |

投资要点

■ **事件：公司发布 2021 年业绩预告**，公司预计全年实现归母净利润 80-85 亿元，同增 122%-136%，扣除非经常损益后的净利润 80-85 亿元，同增 232%-253%；2021Q4 实现归母净利润 20.6-25.6 亿元，同增 646%-828%，扣除非经常损益后的净利润 20.7-25.7 亿元，同增 317%-418%，我们预计 2021Q4 有资产减值影响，经营性业绩符合预期。

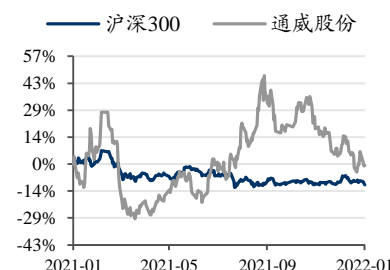
■ **硅料 2022 年出货量翻倍增长**：我们预计 2021Q4 出货约 2.7 万吨，2021 年出货约 10 万吨。2021Q4 硅料价格环比上升，但硅粉价格亦环比提高（约 4 万元/吨），我们预计盈利能力保持稳定。2021Q4 投产 5+5 万吨，其中乐山项目我们预计 2 月满产，保山 4 月满产，合计 2022Q1 将贡献超万吨产量。我们预计 2022 年年底硅料产能将达 30 万吨+，销量将达 20 万吨。

■ **电池 Q4 拐点已现，电池盈利修复**。公司 Q4 电池业务扭亏为盈，目前公司在运电池产能达 47.5GW，2022Q2 会再投产 7.5GW（天合合资），总产能将超 55GW，其中 210 产能超 35GW。2021Q3 为电池盈利低点，Q4 扭亏，拐点显现，2022 年电池盈利修复，叠加 N 型电池量产持续推进，有望带来超额收益。

■ **盈利预测与投资评级**：基于光伏高景气度以及公司龙头地位巩固，我们上调 2021-2023 年净利润预测 84.75/130.02/125.88 亿元（前值为 84.75/120.01/125.88 亿元），同比+134.9%/+53.4%/-3.18%，对应 2021-2023 年 PE 为 22/15/15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 41.90 |
| 一年最低/最高价 | 29.34/62.77 |
| 市净率(倍) | 5.35 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 188614.87 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 7.83 |
| 资产负债率(%) | 54.01 |
| 总股本(百万股) | 4501.55 |
| 流通 A 股(百万股) | 4501.55 |

相关研究

- 1、《通威股份（600438）：业绩偏预告上限，硅料龙头持续扩产巩固龙头地位加强》2021-10-26
- 2、《通威股份（600438）：2021 年 Q3 业绩预告点评：硅料价格坚挺，超市场预期，单吨利润再创新高》2021-10-10
- 3、《通威股份（600438）：硅料助力业绩大增，扩产强化龙头地位》2021-08-19

通威股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 25,592 | 44,272 | 57,535 | 71,448 | 营业收入 | 44,200 | 70,390 | 95,067 | 110,664 |
| 现金 | 6,264 | 19,996 | 29,084 | 39,990 | 减:营业成本 | 36,648 | 53,286 | 71,632 | 85,774 |
| 应收账款 | 1,069 | 2,121 | 2,865 | 3,335 | 营业税金及附加 | 124 | 211 | 285 | 332 |
| 存货 | 2,773 | 4,380 | 5,888 | 7,050 | 营业费用 | 778 | 1,518 | 1,590 | 1,652 |
| 其他流动资产 | 15,485 | 17,775 | 19,698 | 21,074 | 管理费用 | 1,809 | 2,562 | 3,308 | 4,345 |
| 非流动资产 | 38,660 | 44,140 | 50,057 | 56,565 | 研发费用 | 1,035 | 1,788 | 1,981 | 2,578 |
| 长期股权投资 | 478 | 478 | 478 | 478 | 财务费用 | 676 | 507 | 609 | 794 |
| 固定资产 | 29,830 | 35,892 | 42,562 | 49,898 | 资产减值损失 | 268 | 213 | 235 | 258 |
| 在建工程 | 2,998 | 2,314 | 1,562 | 735 | 加:投资净收益 | 1,569 | 260 | 219 | 144 |
| 无形资产 | 1,664 | 1,764 | 1,764 | 1,764 | 其他收益 | 283 | 443 | 333 | 387 |
| 其他非流动资产 | 3,691 | 3,691 | 3,691 | 3,691 | 资产处置收益 | -1 | -282 | -10 | -11 |
| 资产总计 | 64,252 | 88,412 | 107,592 | 128,013 | 营业利润 | 4,713 | 10,725 | 15,970 | 15,451 |
| 流动负债 | 22,381 | 37,415 | 43,008 | 50,368 | 加:营业外净收支 | -439 | -460 | -220 | -380 |
| 短期借款 | 2,349 | 9,463 | 6,348 | 7,015 | 利润总额 | 4,274 | 10,265 | 15,750 | 15,071 |
| 应付账款 | 3,917 | 5,696 | 7,657 | 9,168 | 减:所得税费用 | 559 | 1,540 | 2,362 | 2,110 |
| 其他流动负债 | 16,114 | 22,256 | 29,003 | 34,185 | 少数股东损益 | 107 | 251 | 385 | 373 |
| 非流动负债 | 10,327 | 10,727 | 10,927 | 11,027 | 归属母公司净利润 | 3,608 | 8,475 | 13,002 | 12,588 |
| 长期借款 | 6,297 | 6,697 | 6,897 | 6,997 | EBIT | 3,806 | 11,024 | 16,271 | 15,983 |
| 其他非流动负债 | 4,031 | 4,031 | 4,031 | 4,031 | EBITDA | 6,285 | 13,545 | 18,904 | 18,749 |
| 负债合计 | 32,708 | 48,142 | 53,935 | 61,396 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 1,003 | 1,253 | 1,638 | 2,011 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 归属母公司股东权益 | 30,541 | 39,016 | 52,018 | 64,606 | 每股收益(元) | 0.80 | 1.88 | 2.89 | 2.80 |
| 负债和股东权益 | 64,252 | 88,412 | 107,592 | 128,013 | 每股净资产(元) | 6.78 | 8.67 | 11.56 | 14.35 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 4501.55 | 4501.55 | 4501.55 | 4501.55 |
| | | | | | ROIC(%) | 8% | 16% | 20% | 16% |
| | | | | | ROE(%) | 12% | 22% | 25% | 19% |
| | | | | | 毛利率(%) | 17% | 24% | 25% | 22% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 8% | 12% | 14% | 11% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 51% | 54% | 50% | 48% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 18% | 59% | 35% | 16% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 37% | 135% | 53% | -3% |
| | | | | | P/E | 52.28 | 22.26 | 14.51 | 14.98 |
| | | | | | P/B | 5.67 | 4.83 | 3.63 | 2.92 |
| | | | | | EV/EBITDA | 28.38 | 13.86 | 9.30 | 8.83 |
| | | | | | | | | | |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 3,025 | 15,426 | 21,403 | 20,481 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -4,740 | -8,695 | -8,796 | -9,780 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 5,795 | 7,000 | -3,519 | 204 | | | | | |
| 现金净增加额 | 4,043 | 13,731 | 9,089 | 10,905 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 2,479 | 2,521 | 2,633 | 2,766 | | | | | |
| 资本开支 | 6,610 | 8,213 | 8,785 | 9,533 | | | | | |
| 营运资本变动 | -3,880 | -3,014 | -4,559 | -3,687 | | | | | |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>