

通威股份 (600438.SH) 2022 年业绩喜迎开门红，硅料依旧是紧俏环节

2022 年 03 月 11 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/11
当前股价(元)	45.55
一年最高最低(元)	62.77/29.34
总市值(亿元)	2,050.46
流通市值(亿元)	2,050.46
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	45.02
近 3 个月换手率(%)	65.05

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-高价高产推动多晶硅盈利增长，电池饲料稳中向好》
-2022.1.9

《公司信息更新报告-高价硅料创造业绩增量，电池环节盈利有待修复》
-2021.10.27

《公司信息更新报告-三季报业绩预告符合预期，高价硅料贡献业绩》
-2021.10.9

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

● 公司主动上调产能，进一步夯实王者地位

公司发布 2022 年 1~2 月主要经营数据，业绩表现亮眼。公司实现营业收入 160 亿元左右，同比增长约 130%；实现归母净利润 33 亿元左右，同比增长约 650%。

(1) 需求：年初至今，受益于分布式光伏需求高增，下游装机需求“淡季不淡”，推动硅料景气度超预期。(2) 成本：2022 年年初至今工业硅均价约为 2.13 万元/吨，较 2021 年四季度环比下降超 9 成，从而带动硅料成本下行。我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预测 82.21 (+2.04) /161.26 (+62.25) /163.10 (+38.51) 亿元，EPS 分别为 1.83/3.58/3.62 元/股，当前股价对应市盈率分别为 24.9/12.7/12.6 倍，维持“买入”评级。

● 硅料紧平衡仍将持续，公司产能释放带动盈利提升

硅料供需依旧处于紧平衡状态，产能提升带动公司盈利高增。(1) 价格：虽然全球硅料产能在 2022 年预计有较大增长，但新增产能平均需 6 个月才能达到满产，随着分布式光伏需求高增，硅料紧平衡仍将是 2022 年市场的主旋律，价格预计仍将延续高位。(2) 产能：截至 2021 年底，公司多晶硅的产能达到 18 万吨。2022 年，随着乐山三期和包头二期投产后，到 2022 年年底公司产能将超过 23 万吨，未来公司硅料销量全球市占率从有望从 2021 年接近 20%逐步提升至 30%以上。高价格叠加高产能，多晶硅业务盈利有望保持强劲增长。

● 电池片产能持续提升，技术迭代为公司夯实龙头地位

电池片产能持续提升，新技术有望为公司打开新的盈利点。2021 年公司电池片产能达到 35GW，随着新项目陆续建成投产，预计 2022 年公司电池片产能有望超过 50GW，其中 90% 的产能为盈利性更好的 210 大尺寸电池片。随着 TOPCon 技术在 210 电池片上的应用及 2021 年底 1GW TOPCon 中试线的建成，在技术及产能优势下，大尺寸电池片有望成为公司业绩主要贡献点。

● 风险提示：光伏装机量不及预期；原材料价格波动超预期；硅料价格波动超预期；技术推进不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,555	44,200	66,608	95,251	106,355
YOY(%)	36.4	17.7	50.7	43.0	11.7
归母净利润(百万元)	2,635	3,608	8,221	16,126	16,310
YOY(%)	30.5	36.9	127.9	96.1	1.1
毛利率(%)	18.7	17.1	25.1	29.7	27.7
净利率(%)	7.0	8.2	12.3	16.9	15.3
ROE(%)	14.8	11.8	21.7	30.4	23.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.80	1.83	3.58	3.62
P/E(倍)	77.8	56.8	24.9	12.7	12.6
P/B(倍)	12.3	6.7	5.4	3.9	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13743	25592	24568	28939	40325	营业收入	37555	44200	66608	95251	106355
现金	2693	6264	443	2771	13074	营业成本	30536	36648	49894	66920	76875
应收票据及应收账款	2129	1600	4020	4017	4957	营业税金及附加	123	124	202	278	317
其他应收款	805	798	1618	1836	2021	营业费用	975	778	1451	1876	2206
预付账款	390	1113	1152	2088	1530	管理费用	1514	1809	2705	3883	4328
存货	2416	2773	4291	5184	5700	研发费用	1001	1035	1668	2308	2620
其他流动资产	5310	13043	13043	13043	13043	财务费用	708	676	489	776	540
非流动资产	33078	38660	52077	69645	73922	资产减值损失	-5	-268	-206	-436	-408
长期投资	440	478	516	554	592	其他收益	214	304	0	0	0
固定资产	24539	29841	41137	56226	60236	公允价值变动收益	0	5	1	1	2
无形资产	1710	1664	1805	1878	1965	投资净收益	118	1569	0	0	0
其他非流动资产	6389	6678	8619	10987	11129	资产处置收益	140	-1	0	0	0
资产总计	46821	64252	76644	98584	114247	营业利润	3123	4713	10405	19647	19880
流动负债	17843	22381	27567	33624	34967	营业外收入	42	37	29	31	35
短期借款	3623	2349	2349	2349	2349	营业外支出	14	476	485	247	305
应付票据及应付账款	8904	13329	16939	23658	22978	利润总额	3152	4274	9950	19431	19609
其他流动负债	5317	6702	8279	7617	9640	所得税	469	559	1485	2828	2816
非流动负债	10889	10327	10154	10274	8672	净利润	2682	3715	8465	16603	16793
长期借款	8301	6707	6533	6653	5052	少数股东损益	48	107	243	477	483
其他非流动负债	2588	3621	3621	3621	3621	归母净利润	2635	3608	8221	16126	16310
负债合计	28733	32708	37721	43898	43639	EBITDA	5834	7150	12841	23515	24441
少数股东权益	511	1003	1246	1723	2206	EPS(元)	0.59	0.80	1.83	3.58	3.62
股本	3883	4502	4502	4502	4502						
资本公积	5673	16106	16106	16106	16106	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	7181	9992	15935	27639	39530	成长能力					
归属母公司股东权益	17577	30541	37678	52963	68402	营业收入(%)	36.4	17.7	50.7	43.0	11.7
负债和股东权益	46821	64252	76644	98584	114247	营业利润(%)	30.4	50.9	120.8	88.8	1.2
						归属于母公司净利润(%)	30.5	36.9	127.9	96.1	1.1
						获利能力					
						毛利率(%)	18.7	17.1	25.1	29.7	27.7
						净利率(%)	7.0	8.2	12.3	16.9	15.3
						ROE(%)	14.8	11.8	21.7	30.4	23.8
						ROIC(%)	9.9	8.9	16.9	25.0	20.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.4	50.9	49.2	44.5	38.2
						净负债比率(%)	70.9	27.4	34.4	21.2	-0.2
						流动比率	0.8	1.1	0.9	0.9	1.2
						速动比率	0.3	0.5	0.3	0.3	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.0
						应收账款周转率	17.3	23.7	23.7	23.7	23.7
						应付账款周转率	4.0	3.3	3.3	3.3	3.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.80	1.83	3.58	3.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.67	2.86	5.49	4.93
						每股净资产(最新摊薄)	3.71	6.78	8.37	11.77	15.20
						估值比率					
						P/E	77.8	56.8	24.9	12.7	12.6
						P/B	12.3	6.7	5.4	3.9	3.0
						EV/EBITDA	37.4	29.8	17.0	9.2	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn