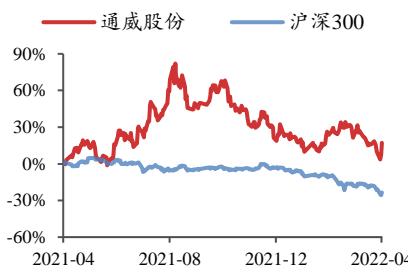


通威股份 (600438.SH)**专业化战略显成效，硅料电池王者继续引领市场**

2022年04月27日

——公司信息更新报告**投资评级：买入（维持）**

日期	2022/4/27
当前股价(元)	39.82
一年最高最低(元)	62.77/33.35
总市值(亿元)	1,792.52
流通市值(亿元)	1,792.52
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	45.02
近3个月换手率(%)	61.9

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-2022年业绩喜迎开门红，硅料依旧是紧俏环节》 -
2022.3.11

《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

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

● 硅料环节持续高景气，电池业务有望带来新的盈利增长点

公司充分受益于硅料高景气，电池业务盈利有望逐步回升。公司2021年实现营业收入634.91亿元，同比增长43.64%，归母净利润82.08亿元，同比增长127.50%，扣非净利润84.86亿元，同比增长252.35%。2022年Q1公司实现营业收入246.85亿元，同比增长132.49%，归母净利润51.94亿元，同比增长513.01%，扣非净利润51.35亿元，同比增长544.95%。公司充分受益于硅料环节景气度高企，以及公司产能持续释放，2021年公司硅料销量达10.77万吨，平均售价约15.58万元/吨，为公司主要的利润来源。同时公司稳步扩张电池片产能，随着电池片环节盈利逐步修复，有望为公司带来新的盈利增长点。我们上调2022/2023年盈利预测并新增2024年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润有望达到163.77(+2.51)/169.60(+6.50)/166.96亿元，EPS分别为3.64/3.77/3.71元/股，当前股价对应市盈率分别为10.9/10.6/10.7倍，维持“买入”评级。

● 公司硅料产能持续提升，产品品质及成本优势持续加强

2022年硅料仍是行业最紧缺的环节，公司有望充分受益于产能提升。2021年公司硅料产能达18万吨，预计2022/2023年年底公司硅料产能分别达到23/35万吨，公司有望持续保持硅料行业市占率第一。目前公司单晶料占比达99%以上，可实现90%以上的N型料占比，同时硅料生产成本已降至4万元/吨以内，公司硅料产品品质、成本继续保持行业领先地位。

● 积极布局电池新技术，降本增效带来盈利回升

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年底电池产能已达45GW，其中1GW的HJT及1GW的TOPCon产线顺利投产，预计2022/2023年年底电池片产能分别达到70/102GW。2022年公司电池片非硅成本已经降至0.17元/W以下，大尺寸有效降至0.15元/W以下，平均效率已达23.53%，公司电池片业务持续降本增效将带来盈利逐步回升，从而提供新的增长点。

● 风险提示：光伏装机量不及预期；原材料价格波动超预期；技术推进不及预期。**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	103,495	116,938	125,973
YOY(%)	17.7	43.6	63.0	13.0	7.7
归母净利润(百万元)	3,608	8,208	16,377	16,960	16,696
YOY(%)	36.9	127.5	99.5	3.6	-1.6
毛利率(%)	17.1	27.7	31.9	27.8	26.6
净利率(%)	8.2	12.9	15.8	14.5	13.3
ROE(%)	11.8	21.0	31.7	25.3	20.4
EPS(摊薄/元)	0.80	1.82	3.64	3.77	3.71
P/E(倍)	49.7	21.8	10.9	10.6	10.7
P/B(倍)	5.9	4.8	3.6	2.8	2.2

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25592	28749	30600	34651	54277	营业收入	44200	63491	103495	116938	125973
现金	6264	3002	0	4176	20736	营业成本	36648	45918	70471	84391	92464
应收票据及应收账款	1600	4492	5439	5782	6306	营业税金及附加	124	276	450	508	548
其他应收款	798	612	1686	910	1886	营业费用	778	919	2080	2022	2355
预付账款	1113	1607	2827	2182	3214	管理费用	1809	2948	5485	5262	5669
存货	2773	5683	7295	8246	8781	研发费用	1035	2036	4347	3629	4535
其他流动资产	13043	13353	13353	13353	13353	财务费用	676	637	267	186	-261
非流动资产	38660	59501	86276	92589	94436	资产减值损失	-268	-129	-210	-238	-256
长期投资	478	456	438	411	389	其他收益	304	359	305	332	319
固定资产	29841	37308	61269	68205	71384	公允价值变动收益	5	6	2	2	3
无形资产	1664	2411	2569	2760	2966	投资净收益	1569	43	65	54	59
其他非流动资产	6678	19326	21999	21213	19698	资产处置收益	-1	-78	-40	-59	-49
资产总计	64252	88250	116876	127240	148714	营业利润	4713	10834	20937	21507	21251
流动负债	22381	28360	42936	39246	47928	营业外收入	37	20	17	18	17
短期借款	2349	1375	2473	1375	1375	营业外支出	476	464	485	360	446
应付票据及应付账款	13329	18109	30140	27640	35667	利润总额	4274	10390	20469	21165	20822
其他流动负债	6702	8875	10322	10231	10886	所得税	559	1648	3026	3101	3039
非流动负债	10327	18234	18946	16623	13559	净利润	3715	8742	17443	18064	17783
长期借款	6707	11852	12564	10240	7177	少数股东损益	107	534	1066	1104	1087
其他非流动负债	3621	6382	6382	6382	6382	归母净利润	3608	8208	16377	16960	16696
负债合计	32708	46593	61882	55869	61488	EBITDA	7150	13981	24431	26391	26296
少数股东权益	1003	4154	5220	6324	7411	EPS(元)	0.80	1.82	3.64	3.77	3.71
股本	4502	4502	4502	4502	4502						
资本公积	16106	16108	16108	16108	16108	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	9992	16960	28373	40021	51128	成长能力					
归属母公司股东权益	30541	37503	49774	65047	79815	营业收入(%)	17.7	43.6	63.0	13.0	7.7
负债和股东权益	64252	88250	116876	127240	148714	营业利润(%)	50.9	129.9	93.3	2.7	-1.2
						归属于母公司净利润(%)	36.9	127.5	99.5	3.6	-1.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	17.1	27.7	31.9	27.8	26.6
						净利率(%)	8.2	12.9	15.8	14.5	13.3
						ROE(%)	11.8	21.0	31.7	25.3	20.4
						ROIC(%)	8.9	15.9	24.2	21.5	18.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.9	52.8	52.9	43.9	41.3
						净负债比率(%)	27.4	44.2	43.4	23.1	-3.5
						流动比率	1.1	1.0	0.7	0.9	1.1
						速动比率	0.5	0.3	0.2	0.3	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0	0.9
						应收账款周转率	23.7	20.8	20.8	20.8	20.8
						应付账款周转率	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.80	1.82	3.64	3.77	3.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.69	6.47	4.53	6.34
						每股净资产(最新摊薄)	6.78	8.33	11.06	14.45	17.73
						估值比率					
						P/E	49.7	21.8	10.9	10.6	10.7
						P/B	5.9	4.8	3.6	2.8	2.2
						EV/EBITDA	26.2	14.4	8.5	7.7	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。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