

通威股份 (600438)

通威股份 2022 年中报点评：硅料量利双增，新技术量产即将落地！

买入（维持）

2022 年 08 月 17 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	63,491	114,392	130,092	150,655
同比	44%	80%	14%	16%
归属母公司净利润（百万元）	8,208	22,663	19,464	16,555
同比	128%	176%	-14%	-15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.82	5.03	4.32	3.68
P/E（现价&最新股本摊薄）	35.99	13.04	15.18	17.85

股价走势



投资要点

- 事件：**公司 2022H1 实现营业收入 603.4 亿元，同增 127.2%；实现利润总额 168 亿元，同增 350%；实现归属母公司净利润 122.2 亿元，同增 312.2%。其中 2022Q2 实现营业收入 356.5 亿元，同增 123.6%，环增 44.4%；实现归属母公司净利润 70.3 亿元，同增 231.8%，环增 35.3%。2022H1 毛利率为 35.1%，同增 10.8pct，2022Q2 毛利率 35.7%，同增 9.15pct，环增 1.61pct；业绩超预期。
- 产销两旺，硅料量增利升。**2022H1 公司产能利用率达 119%，实现产量 10.73 万吨，同增 112%，国内市占率近 30%。公司 2022H1 硅料权益出货约 8.8-9.3 万吨，同增 98%，其中 2022Q2 出货约 5.8-6.2 万吨，权益出货约 4.9-5.1 万吨，环增 20%+。2022Q2 硅料价格持续上涨，测算 2022Q2 含税均价约 25 万元/吨，单吨净利约 13 万元+，创历史新高。2022Q3 以来受行业产能检修影响，硅料价格环涨 10.3%，突破 30 万元/吨高位；公司包头二期 5 万吨已顺利点火，2022H2 爬坡增产，2022 全年可贡献 1 万吨+产量。我们预计公司 2022 年出货将达 22 万吨+（权益出货约 20 万吨），假设单吨净利 10.5~11 万元，对应 2022 全年硅料利润 200+亿元！
- 电池盈利修复、N 型量产即将落地。**2022H1 电池出货 21.79GW，同增 55%，其中 2022Q2 出货 11-12GW，同增 47%，大尺寸出货超 75%。2022 年供需改善下盈利修复，测算 2022Q2 大尺寸盈利达 3-4 分/W（按 6 年折旧）。截至 2022Q2 公司电池产能 54GW，2022H2 金堂二期 8GW、眉山三期 8.5GW 落地，我们预计 2022 年底产能超 70GW，大尺寸占比超 90%。我们预计 2022 全年电池出货达 45GW，平均盈利 3-4 分/W，对应电池业务利润 15-20 亿元。公司深入布局多种技术路线，目前具备 1.4GW HJT 及 1GW TOPCON 产能。眉山三期 8.5GW 将采用 PECVD 路线 TOPCon 技术，平均效率超 24.7%。同时公司 HJT 电池最高效率已达 25.67%，替代银金属化技术亦取得重要成果，后续围绕 HJT 提效降本继续攻关，N 型时代保持领先地位！
- 产能持续加码、布局组件迎增长。**2022 年 8 月 17 日晚公司公告拟建设包头三期、保山二期各 20 万吨产能，总投资约 280 亿元，折算单吨投资约 7 亿元。乐山三期 12 万吨已于 2022 年 7 月底开建，我们预计 2023H2 投产，单体超 10 万吨，有望进一步降低成本！包头三期、保山二期公告预计 2024 年投产，届时硅料产能达 75 万吨，规模优势明显！硅料+电池成本优势明显，公司纵向布局组件业务，打造通威自主品牌。前期以国内地面电站为主，正在积极进行海外认证，后续拓展全球渠道。上游优势明显，组件业务有望带来公司进一步增长！
- 盈利预测与投资评级：**基于硅料价格持续超预期，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 227/195/166 亿元（前值 227/195/166 亿元），同比+176%/-14%/-15%。我们给予 2023 年 17xPE，目标价 73.6 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

市场数据

收盘价(元)	54.80
一年最低/最高价	35.17/67.75
市净率(倍)	5.45
流通 A 股市值(百万元)	246,684.84
总市值(百万元)	246,684.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.05
资产负债率(%，LF)	50.33
总股本(百万股)	4,501.55
流通 A 股(百万股)	4,501.55

相关研究

- 《通威股份(600438): 2022H1 业绩预告点评：量利双增，硅料景气周期超预期!》
2022-07-05
- 《通威股份(600438): 发布员工持股方案，提高凝聚力，彰显信心》
2022-05-17

图表目录

图 1:	2022H1 收入 603.39 亿元, 同比+127.16% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 122.24 亿元, 同比+312.17% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 356.54 亿元, 同比+123.61% (亿元, %)	3
图 4:	2022Q2 归母净利润 70.29 亿元, 同比+231.83% (亿元, %)	3
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比+10.82、+9.09pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比+9.15、+6.43pct (%)	4
图 7:	公司多晶硅料销量及单吨净利 (万吨, 万元/吨)	5
图 8:	公司电池销量及单 W 净利 (GW, 元/W)	5
图 7:	2022Q2 期间费用 18.82 亿元, 同比+35.99% (亿元, %)	7
图 8:	2022Q2 期间费用率 5.28%, 同比-3.4pct (%)	7
图 9:	2022Q2 现金净流入 101.9 亿元, 同比+630.31% (亿元)	7
图 10:	2022Q2 期末合同负债 45.43 亿元, 同比+72.06% (亿元)	7
表 1:	2022H1 收入 603.39 亿元, 同比增长 127.16%; 归属母公司净利润 122.24 亿元, 同比增长 312.17% (单位: 亿元)	3
表 2:	公司公告扩产包头三期、保山二期各 20 万吨产能	6

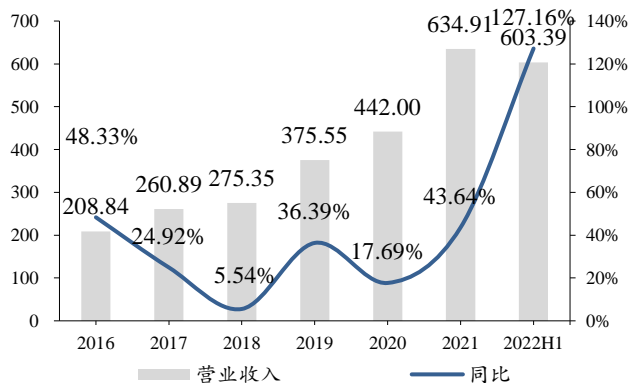
事件: 公司 2022H1 实现营业收入 603.39 亿元, 同比增长 127.16%; 实现利润总额 168.01 亿元, 同比增长 350.04%; 实现归属母公司净利润 122.24 亿元, 同比增长 312.17%。其中 2022Q2 实现营业收入 356.54 亿元, 同比增长 123.61%, 环比增长 44.43%; 实现归属母公司净利润 70.29 亿元, 同比增长 231.83%, 环比增长 35.32%。2022H1 毛利率为 35.06%, 同比增长 10.82pct, 2022Q2 毛利率 35.72%, 同比增长 9.15pct, 环比增长 1.61pct; 2022H1 归母净利率为 20.26%, 同比增长 9.09pct, 2022Q2 归母净利率 19.72%, 同比增长 6.43pct, 环比下降 1.33pct。业绩符合市场预期。

表1: 2022H1 收入 603.39 亿元, 同比增长 127.16%; 归属母公司净利润 122.24 亿元, 同比增长 312.17% (单位: 亿元)

通威股份	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	603.39	265.62	127.2%	356.54	159.44	123.6%	246.85	44.4%
毛利率	35.1%	24.2%	10.8%	35.7%	26.6%	9.1%	34.1%	1.6%
营业利润	172.60	37.85	356.0%	103.81	27.30	280.2%	68.79	50.9%
利润总额	168.01	37.33	350.0%	99.29	10.53	842.6%	68.71	44.5%
归属母公司净利润	122.24	29.66	312.2%	70.29	21.18	231.8%	51.94	35.3%
扣非归母净利润	124.93	29.95	317.2%	73.58	21.98	234.7%	51.35	43.3%
归母净利率	20.3%	11.2%	9.1%	19.7%	13.3%	6.4%	21.0%	-1.3%
股本	45.02	45.02	-	45.02	45.02	-	45.02	-
EPS	2.72	0.66	312.2%	1.56	0.47	231.8%	1.15	35.3%

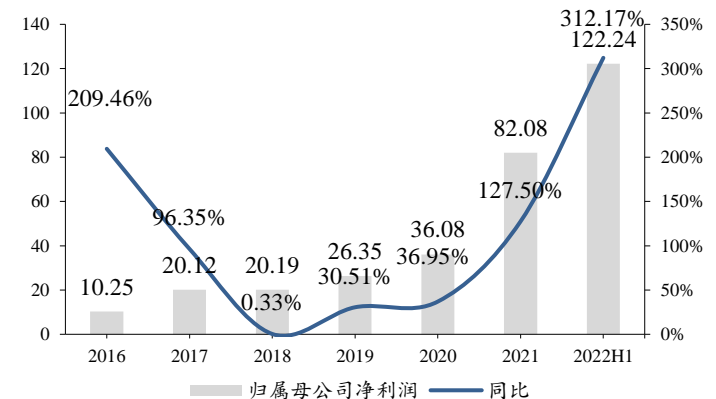
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 603.39 亿元, 同比+127.16%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

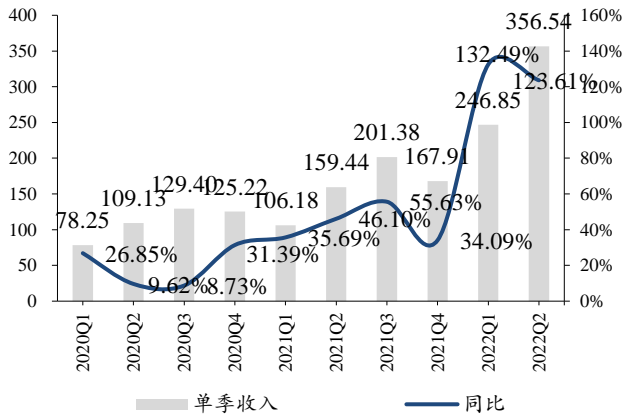
图2: 2022H1 归母净利润 122.24 亿元, 同比+312.17%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

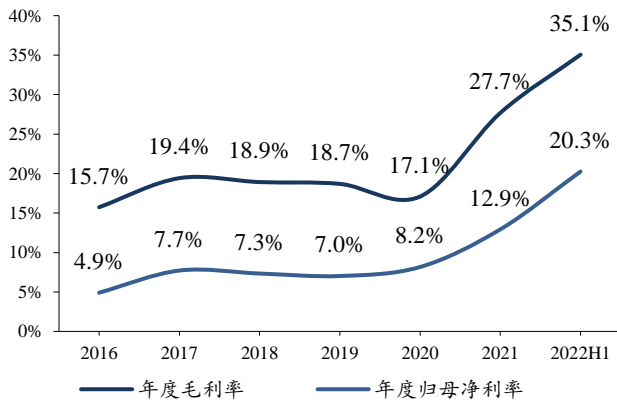
图3: 2022Q2 收入 356.54 亿元, 同比+123.61%(亿元, %)

图4: 2022Q2 归母净利润 70.29 亿元, 同比+231.83%(亿元, %)

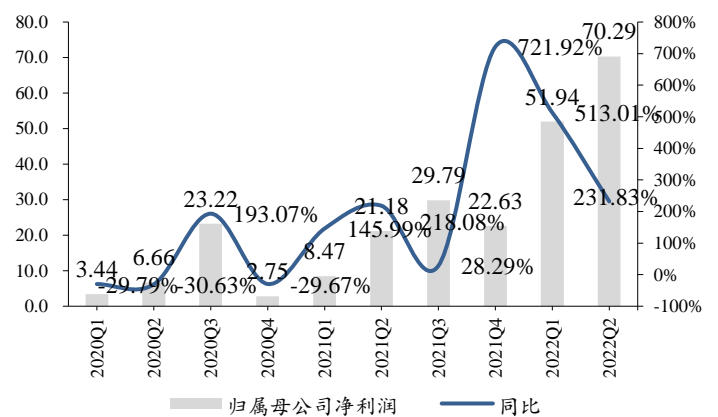


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+10.82、+9.09pct (%)

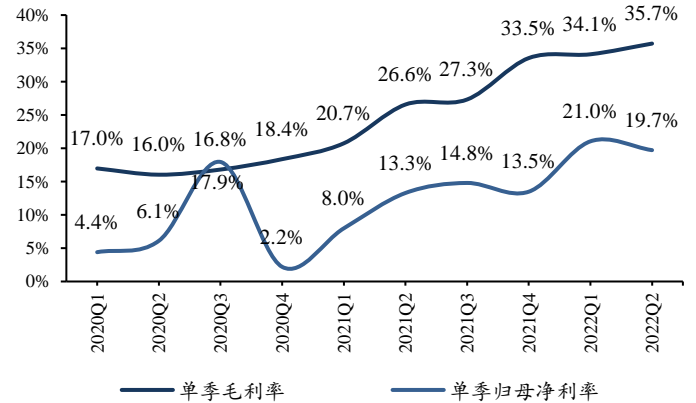


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

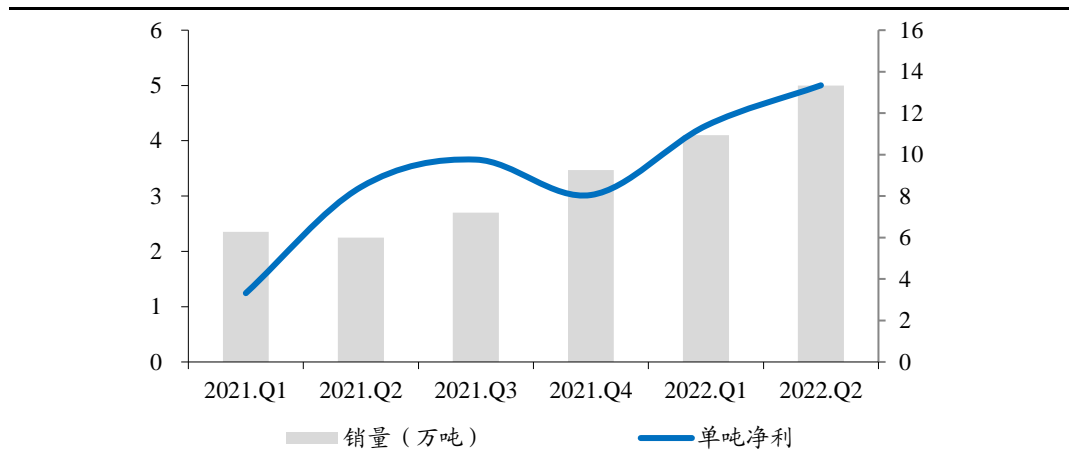
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比+9.15、+6.43pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

产销两旺，硅料量增利升。2022H1 公司加速推进乐山二期、保山一期产能释放，产能利用率达 119%，实现产量 10.73 万吨，同增 112%，国内市占率近 30%。公司 2022H1 硅料权益出货约 8.8-9.3 万吨，同增 98%，其中 2022Q2 出货约 5.8-6.2 万吨，权益出货约 4.9-5.1 万吨，环增 20%+。2022Q2 硅料价格持续上涨，测算 2022Q2 含税均价约 25 万元/吨，单吨净利约 13 万元+，创历史新高。2022Q3 以来受行业产能检修影响，硅料价格环涨 10.3%，突破 30 万元/吨高位；公司包头二期 5 万吨已顺利点火，2022H2 爬坡增产，2022 全年可贡献 1 万吨+产量。预计公司 2022 年出货将达 22 万吨+（权益出货约 20 万吨），假设单吨净利 10.5~11 万元，对应 2022 全年硅料利润 200+亿元！

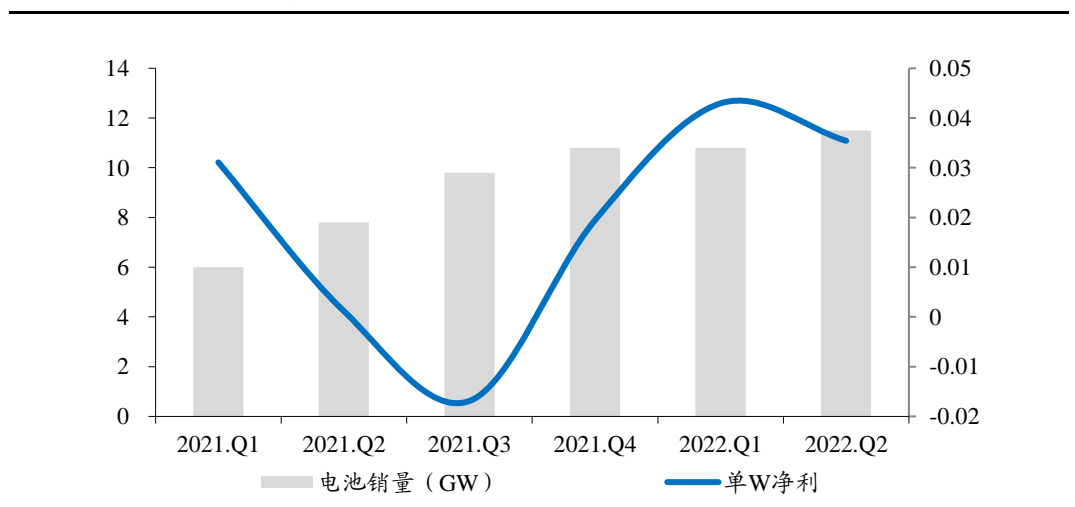
图7: 公司多晶硅料销量及单吨净利 (万吨, 万元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

电池盈利修复、N型量产即将落地。2022H1 电池出货 21.79GW, 同增 55%, 其中 2022Q2 出货 11-12GW, 同增 47%, 大尺寸出货超 75%。2022 年供需改善下盈利修复, 测算 2022Q2 大尺寸盈利达 3-4 分/W (按 6 年折旧)。截至 2022Q2 公司电池产能 54GW, 2022H2 金堂二期 8GW、眉山三期 8.5GW 落地, 我们预计 2022 年底产能超 70GW, 大尺寸占比超 90%。我们预计 2022 全年电池出货达 45GW, 平均盈利 3-4 分/W, 对应电池业务利润 15-20 亿元。公司深入布局多种技术路线, 目前具备 1.4GW HJT 及 1GW TOPCON 产能。眉山三期 8.5GW 将采用 PECVD 路线 TOPCon 技术, 平均转换效率超 24.7%, 组件功率可达 690W (210mm/66 片)。同时公司 HJT 电池最高效率已达 25.67% (ISFH 认证), 替代银金属化技术亦取得重要成果, 后续围绕 HJT 提效降本继续攻关, N 型时代保持领先地位!

图8: 公司电池销量及单 W 净利 (GW, 元/W)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产能持续加码、布局组件迎增长。2022年8月17日晚公司公告拟建设包头三期、保山二期各20万吨产能，总投资约280亿元，折算单吨投资约7亿元。乐山三期12万吨已于2022年7月底开建，我们预计2023H2投产，单体超10万吨，有望进一步降低成本！包头三期、保山二期公告预计2024年投产，届时硅料产能达75万吨，规模优势明显！硅料+电池成本优势明显，公司纵向布局组件业务，打造通威自主品牌。前期以国内地面电站为主，正在积极进行海外认证，后续拓展全球渠道。上游优势明显，组件业务有望带来公司进一步增长！

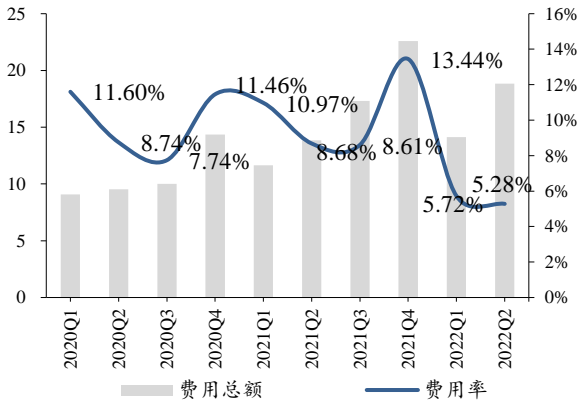
表2：公司公告扩产包头三期、保山二期各20万吨产能

公告时间	投资标的	项目	设计产能 (万吨)	投资金额	竣工时间
2022/8/17	包头三期	多晶硅及配套项目	20	约140亿元	2024年内
	保山二期	高纯晶硅绿色能源项目	20	约140亿元	2024年内

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

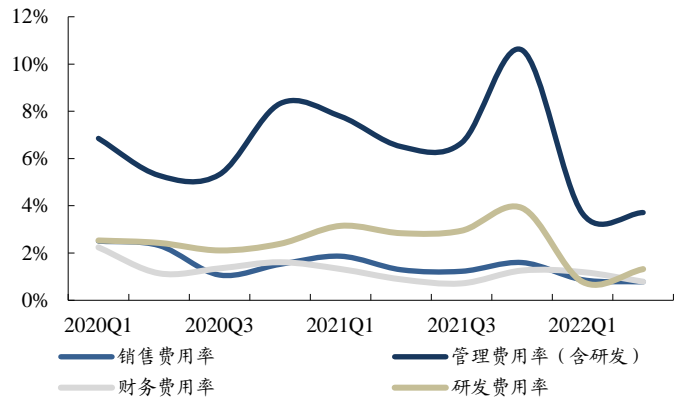
控费能力强，2022H1期间费用率同比下降：公司2022H1期间费用同比增长29.27%至32.95亿元，期间费用率下降4.14个百分点至5.46%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升21.78%、上升19.57%、下降15.81%、上升104.14%至4.92亿元、22.28亿元、6.63亿元、5.75亿元；费用率分别下降0.71、下降3.32、下降1.87、下降0.11个百分点至0.82%、3.69%、1.10%、0.95%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+35.01%/+27.66%/+3.96%/+98.50%，费用率分别为0.78%/3.71%/1.32%/0.79%。公司2022Q2期间费用同比增长35.99%至18.82亿元，期间费用率下降3.4pct至5.28%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升35.01%、上升27.66%、上升3.96%、上升98.50%至2.78亿元、13.24亿元、4.71亿元、2.81亿元；费用率分别下降0.51、下降2.79、下降1.52、下降0.1个百分点至0.78%、3.71%、1.32%、0.79%。

图7: 2022Q2 期间费用 18.82 亿元, 同比+35.99% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

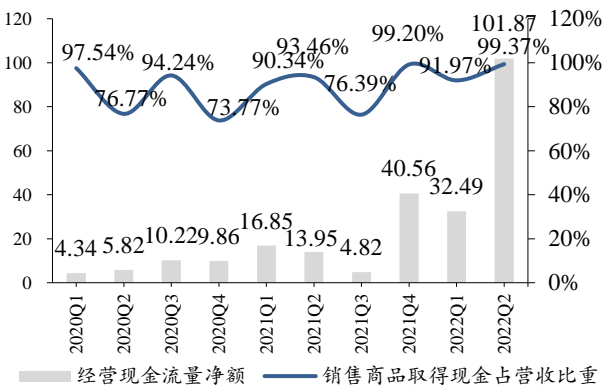
图8: 2022Q2 期间费用率 5.28%, 同比-3.4pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

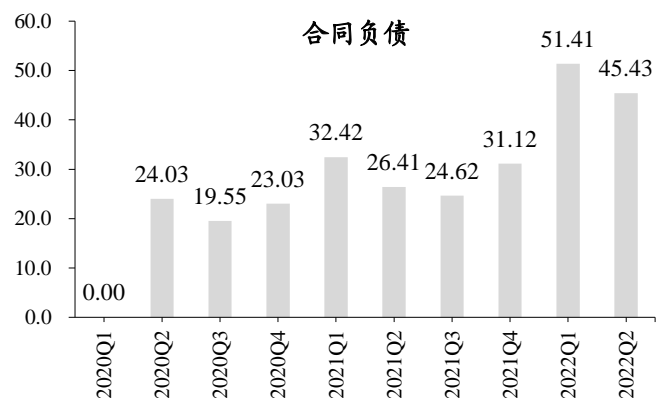
现金流大幅增长, 盈利能力提升: 2022H1 经营活动现金流量净流入 134.36 亿元, 同比增长 336.21%。销售商品取得现金 581.35 亿元, 同比增长 137.35%。期末合同负债 45.43 亿元, 比年初增长 45.99%。期末应收账款 44.39 亿元, 较期初增长 15.23 亿元, 应收账款周转天数下降 0.33 天至 10.97 天。期末存货 76.56 亿元, 较期初上升 19.74 亿元; 存货周转天数下降 2.51 天至 30.64 天。2022Q2 经营活动现金净流入 101.87 亿元, 同比增长 630.31%。2022Q2 销售商品取得现金 354.31 亿元, 同比增长 137.76%。2022Q2 期末存货 76.56 亿元, 同比增长 30.27 亿元。

图9: 2022Q2 现金净流入 101.9 亿元, 同比+630.31% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q2 期末合同负债 45.43 亿元, 同比+72.06% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于硅料价格持续超预期，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 227/195/166 亿元（前值 227/195/166 亿元），同比+176%/-14%/-15%。我们给予 2023 年 17xPE，目标价 73.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,749	62,633	78,168	98,165	营业总收入	63,491	114,392	130,092	150,655
货币资金及交易性金融资产	3,013	18,453	26,063	36,634	营业成本(含金融类)	45,918	74,147	94,933	118,147
经营性应收款项	17,506	31,240	35,899	41,861	税金及附加	276	343	390	452
存货	5,683	9,176	11,749	14,622	销售费用	919	1,544	1,561	1,657
合同资产	715	1,288	1,465	1,697	管理费用	2,948	5,193	5,659	6,026
其他流动资产	1,833	2,475	2,992	3,351	研发费用	2,036	3,432	2,849	3,073
非流动资产	59,501	76,503	94,367	113,561	财务费用	637	906	1,149	1,614
长期股权投资	456	456	456	456	加:其他收益	359	721	455	527
固定资产及使用权资产	41,675	49,717	57,834	66,307	投资净收益	43	11	299	196
在建工程	10,636	19,497	29,244	39,965	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	2,411	2,511	2,511	2,511	减值损失	-253	442	177	159
商誉	747	747	747	747	资产处置收益	-78	-1,144	-13	-15
长期待摊费用	262	262	262	262	营业利润	10,834	28,857	24,470	20,553
其他非流动资产	3,314	3,314	3,314	3,314	营业外净收支	-444	-460	-80	-50
资产总计	88,250	139,136	172,534	211,726	利润总额	10,390	28,397	24,390	20,503
流动负债	28,360	54,708	67,175	88,633	减:所得税	1,648	4,260	3,658	2,870
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,862	15,106	16,766	26,112	净利润	8,742	24,138	20,731	17,633
经营性应付款项	18,211	29,426	37,649	46,837	减:少数股东损益	534	1,475	1,267	1,078
合同负债	3,112	5,025	6,434	8,007	归属母公司净利润	8,208	22,663	19,464	16,555
其他流动负债	3,174	5,150	6,325	7,677	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	5.03	4.32	3.68
非流动负债	18,234	18,634	18,834	18,934	EBIT	11,395	29,733	24,700	21,300
长期借款	11,441	11,841	12,041	12,141	EBITDA	14,647	30,931	26,298	23,347
应付债券	410	410	410	410	毛利率(%)	27.68	35.18	27.03	21.58
租赁负债	2,501	2,501	2,501	2,501	归母净利率(%)	12.93	19.81	14.96	10.99
其他非流动负债	3,882	3,882	3,882	3,882	收入增长率(%)	43.64	80.17	13.72	15.81
负债合计	46,593	73,342	86,008	107,567	归母净利润增长率(%)	127.50	176.11	-14.11	-14.95
归属母公司股东权益	37,503	60,165	79,630	96,185					
少数股东权益	4,154	5,629	6,896	7,974					
所有者权益合计	41,657	65,794	86,526	104,159					
负债和股东权益	88,250	139,136	172,534	211,726					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,618	24,006	25,944	23,410	每股净资产(元)	8.33	13.37	17.69	21.37
投资活动现金流	-13,591	-19,350	-19,077	-20,951	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	2,902	10,785	743	8,113	ROIC(%)	18.62	32.50	19.63	13.90
现金净增加额	-3,083	15,440	7,610	10,572	ROE-摊薄(%)	21.89	37.67	24.44	17.21
折旧和摊销	3,252	1,198	1,597	2,047	资产负债率(%)	52.80	52.71	49.85	50.80
资本开支	-13,851	-19,362	-19,377	-21,147	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.99	13.04	15.18	17.85
营运资本变动	-5,894	-4,673	2,223	1,695	P/B(现价)	7.88	4.91	3.71	3.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

