

## 公司研究

## 硅料价格高企+电池片盈利修复，2024年计划新增40万吨硅料产能

## ——通威股份（600438.SH）2022年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年半年度报告，2022H1实现营业收入603.39亿元，同比增长127.16%，实现归母净利润122.24亿元，同比高增312.17%，处于业绩预告中值（业绩预告预计实现归母净利润120~125亿元）；其中2022Q2实现归母净利润70.29亿元，同比增长231.83%，环比增长35.33%。

**上半年硅料销售量价齐升，下半年硅料价格仍将维持高位，公司计划2024年新增40万吨多晶硅产能。**出货方面，2022H1公司加速推进乐山二期（5万吨）和保山一期（5万吨）项目的产能释放，产能利用率达119.28%，实现高纯晶硅产量10.73万吨（同比+112.15%），国内市占率近30%；价格方面，在硅片开工率持续提升、叠加硅料企业产能释放不及预期等多重因素推动下，我们预计2022H1公司硅料销售均价约250元/kg，同比亦有显著提升。

展望2022H2，需求端的高景气（尤其是海外）叠加供给端的硅料企业检修、四川地区限电等因素频出，硅料供需形势偏紧有望维持至Q4。此外，公司公告将在包头和保山分别投资140亿建设年产20万吨高纯晶硅及配套项目，均预计于2024年内竣工投产，将带动公司硅料产能从2023年的35万吨提升至2024年底的75万吨。在光伏行业高景气背景下公司加快产能释放，叠加行业领先的成本控制能力，在后续硅料价格步入下行周期之时公司仍将获得可观收益。

**电池产能持续扩张，PERC电池片盈利修复+TOPCon电池片获超额利润。**2022H1公司实现电池片销量21.79GW（同比+54.55%），在大尺寸PERC电池片阶段性供需偏紧背景下我们预计2022Q2公司单瓦盈利已修复至4分/W；在2022年多家电池片企业积极开拓N型电池片产能的基础上，下游的实际需求仍多以PERC大尺寸产品为主，因此大尺寸PERC电池的阶段性供需紧张有望持续，叠加公司领先行业的非硅成本控制能力，公司电池片单瓦盈利有望持续改善。

截至2022H1公司电池片产能达54GW，随着金堂二期（8GW）、眉山三期（8.5GW TOPCon）建成投产，预计2022年底公司产能规模超过70GW（其中大尺寸占比将超过90%），且TOPCon技术的产能释放也将给公司带来超额利润。

**维持“买入”评级：**预计硅料价格在2022年及2023H1仍将维持相对高位，叠加公司较为激进的24年扩产规划，我们上调盈利预测，预计公司22-24年实现归母净利润281.23/221.79/231.56亿元（上调23%/上调6%/上调18%），对应EPS6.25/4.93/5.14元，当前股价对应22-24年PE为9/11/11倍。公司作为硅料绝对龙头扩产节奏行业领先，未来市占率将进一步提升，且在大尺寸电池/组件环节的布局也有望给公司盈利带来额外增量，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**光伏行业装机不及预期；公司产能投放、产品销售量不及预期；产能过剩价格战激烈程度高于预期；公司技术路线选错或产能扩张无法紧跟趋势。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	44,200	63,491	110,524	118,615	131,599
营业收入增长率	17.69%	43.64%	74.08%	7.32%	10.95%
净利润（百万元）	3,608	8,208	28,123	22,179	23,156
净利润增长率	36.95%	127.50%	242.63%	-21.14%	4.41%
EPS（元）	0.80	1.82	6.25	4.93	5.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.81%	21.89%	45.71%	31.48%	27.95%
P/E	68	30	9	11	11
P/B	8.1	6.6	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-17

## 买入（维持）

当前价：54.80元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004  
010-58452063

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001  
021-52523827

[haopian@ebsec.com](mailto:haopian@ebsec.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005  
021-52523828

[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	45.02
总市值(亿元):	2466.85
一年最低/最高(元):	34.43/67.86
近3月换手率:	111.14%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.87	24.90	27.06
绝对	-6.63	32.87	16.61

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩超预期，硅料高景气+电池片盈利将持续修复——通威股份（600438.SH）2022年半年度业绩预增公告点评（2022-07-04）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	44,200	63,491	110,524	118,615	131,599
营业成本	36,648	45,918	62,765	78,236	92,304
折旧和摊销	2,420	2,712	3,656	4,367	5,073
税金及附加	124	276	332	356	395
销售费用	778	919	1,105	949	1,053
管理费用	1,809	2,948	3,868	3,796	3,948
研发费用	1,035	2,036	2,653	2,847	3,027
财务费用	676	637	760	877	1,042
投资收益	1,569	43	100	100	100
营业利润	4,713	10,834	39,328	31,982	30,279
利润总额	4,274	10,390	38,968	31,622	29,982
所得税	559	1,648	5,845	4,743	4,497
净利润	3,715	8,742	33,123	26,879	25,484
少数股东损益	107	534	5,000	4,700	2,328
归属母公司净利润	3,608	8,208	28,123	22,179	23,156
EPS(元)	0.80	1.82	6.25	4.93	5.14

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,025	7,618	35,258	31,454	29,931
净利润	3,608	8,208	28,123	22,179	23,156
折旧摊销	2,420	2,712	3,656	4,367	5,073
净营运资金增加	2,001	3,144	6,885	1,378	2,867
其他	-5,004	-6,446	-3,406	3,529	-1,166
投资活动产生现金流	-4,740	-13,591	-10,365	-10,400	-10,400
净资本支出	-5,354	-13,851	-10,500	-10,500	-10,500
长期投资变化	478	456	0	0	0
其他资产变化	136	-195	135	100	100
融资活动现金流	5,795	2,902	-2,787	-10,964	-8,034
股本变化	619	0	0	0	0
债务净变化	-1,477	4,124	1,138	3,000	3,500
无息负债变化	5,452	9,761	2,985	786	1,544
净现金流	4,043	-3,083	22,105	10,090	11,497

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.1%	27.7%	43.2%	34.0%	29.9%
EBITDA 率	15.5%	23.2%	39.6%	31.3%	27.6%
EBIT 率	9.9%	18.7%	36.3%	27.6%	23.8%
税前净利润率	9.7%	16.4%	35.3%	26.7%	22.8%
归母净利润率	8.2%	12.9%	25.4%	18.7%	17.6%
ROA	5.8%	9.9%	27.3%	19.4%	16.1%
ROE (摊薄)	11.8%	21.9%	45.7%	31.5%	27.9%
经营性 ROIC	10.0%	16.9%	47.3%	35.1%	30.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	53%	42%	39%	38%
流动比率	1.14	1.01	1.93	2.28	2.61
速动比率	1.02	0.81	1.73	2.09	2.40
归母权益/有息债务	2.64	2.39	3.65	3.55	3.55
有形资产/有息债务	5.24	5.36	6.94	6.75	6.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	64,252	88,250	121,390	138,806	158,583
货币资金	6,264	3,002	25,107	35,197	46,694
交易性金融资产	1,532	11	0	0	0
应收账款	1,069	2,916	4,576	4,911	5,448
应收票据	531	1,577	1,105	1,186	1,316
其他应收款 (合计)	798	612	1,105	1,186	1,316
存货	2,773	5,683	5,598	5,426	6,411
其他流动资产	10,522	12,628	14,979	15,384	16,033
流动资产合计	25,592	28,749	55,069	66,352	80,702
其他权益工具	153	154	154	154	154
长期股权投资	478	456	456	456	456
固定资产	29,819	37,294	44,046	50,020	55,242
在建工程	2,933	10,276	9,957	9,718	9,538
无形资产	1,664	2,411	2,822	3,220	3,604
商誉	636	747	747	747	747
其他非流动资产	1,547	6,817	6,817	6,817	6,817
非流动资产合计	38,660	59,501	66,321	72,454	77,880
总负债	32,708	46,593	50,716	54,502	59,546
短期借款	2,349	1,375	0	0	0
应付账款	3,917	8,151	8,159	7,824	9,230
应付票据	9,412	9,958	11,298	11,735	11,076
预收账款	35	102	111	119	132
其他流动负债	130	208	208	208	208
流动负债合计	22,381	28,360	28,541	29,166	30,950
长期借款	6,297	11,441	14,441	17,441	20,441
应付债券	410	410	410	410	410
其他非流动负债	782	4,051	4,992	5,154	5,413
非流动负债合计	10,327	18,234	22,174	25,336	28,596
股东权益	31,544	41,657	70,674	84,304	99,037
股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
公积金	17,031	17,523	18,359	18,359	18,359
未分配利润	9,066	15,545	38,726	47,656	60,061
归属母公司权益	30,541	37,503	61,520	70,450	82,855
少数股东权益	1,003	4,154	9,154	13,854	16,182

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.76%	1.45%	1.00%	0.80%	0.80%
管理费用率	4.09%	4.64%	3.50%	3.20%	3.00%
财务费用率	1.53%	1.00%	0.69%	0.74%	0.79%
研发费用率	2.34%	3.21%	2.40%	2.40%	2.30%
所得税率	13%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.24	0.91	2.94	2.39	2.26
每股经营现金流	0.67	1.69	7.83	6.99	6.65
每股净资产	6.78	8.33	13.67	15.65	18.41
每股销售收入	9.82	14.10	24.55	26.35	29.23

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	68	30	9	11	11
PB	8.1	6.6	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	37.7	18.7	6.1	7.3	7.4
股息率	0.4%	1.7%	5.4%	4.4%	4.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE