

通威股份 (600438.SH) 多晶硅量价齐升，电池片盈利改善

2022 年 08 月 19 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/8/19
当前股价(元)	59.96
一年最高最低(元)	67.86/35.15
总市值(亿元)	2,699.13
流通市值(亿元)	2,699.13
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	45.02
近 3 个月换手率(%)	115.76

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《专业化战略显成效，硅料电池王者继续引领市场—公司信息更新报告》
-2022.4.27

《2022 年业绩喜迎开门红，硅料依旧是紧俏环节—公司信息更新报告》
-2022.3.11

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

殷晟路（分析师）

yinshenglu@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

● 业绩持续向好，盈利能力显著提升

8月17日，公司发布2022年半年报。公司2022H1实现营业收入603.4亿元，同比增长127.2%，实现归母净利润122.2亿元，同比增长312.2%。其中2022Q2公司实现营业收入356.5亿元，同比增长123.6%，环比增长44.4%，实现归母净利润70.3亿元，同比增长231.8%，环比增长35.3%。行业景气度持续向上，公司作为硅料和电池片业务的双料龙头受益显著。因此我们上调公司盈利，调整为2022-2024年归母净利润为247.85/196.79/209.83亿元（原163.77/169.60/166.96亿元），EPS为5.51/4.37/4.66元（原3.64/3.77/3.71元），对应当前股价PE为10.4/13.1/12.3倍，维持“买入”评级。

● 硅料扩产高速推进，市价走高持续盈利

上半年公司加速推进硅料产能释放，乐山二期、保山一期各5万吨产能顺利爬坡，2022H1产能利用率达到119.3%，实现产量10.7万吨，同比增长112%，国内市占率近30%。硅料价格持续上涨，据2022年8月17日硅业分会最新报价，硅料价格已达30.32万元/吨。6月底包头二期5万吨顺利点火，我们预计公司2022年出货将达23万吨。乐山三期12万吨预计在2023H2投产。此外，公司发布公告拟投建保山二期、包头三期各20万吨产能，预计到2024年产能将达75万吨。

● 电池技术三箭齐发，降本增效盈利回升

2022H1电池实现出货21.79GW，同比增长54.5%，大尺寸出货占比超过75%；截至2022H1拥有54GW电池片产能，预计2022年底公司电池产能将超过70GW，大尺寸产能占比超过90%，此外还包括8.5GW TOPCon产能。同时因为当下大尺寸PERC电池片的供不应求，电池片业务的盈利能力实现了较大幅度的改善，预计全年单位净利将超过0.05元/W。新电池技术方面，公司210 PECVD TOPCon技术路线平均转换效率超过24.7%，HJT替代银的金属化技术亦取得重要阶段性成果，最高研发效率已达到25.67%。

● 风险提示：四川省限电对公司生产影响、多晶硅价格下降超预期

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	127,658	145,991	160,443
YOY(%)	17.7	43.6	101.1	14.4	9.9
净利润(百万元)	3,608	8,208	24,785	19,679	20,983
YOY(%)	36.9	127.5	202.0	-20.6	6.6
毛利率(%)	17.1	27.7	36.5	29.4	28.5
净利率(%)	8.4	13.8	20.7	14.4	13.9
ROE(%)	11.8	21.2	41.5	25.3	21.6
EPS(摊薄/元)	0.80	1.82	5.51	4.37	4.66
P/E(倍)	71.3	31.4	10.4	13.1	12.3
P/B(倍)	8.5	6.9	4.4	3.4	2.7

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	44477	40147	50874	营业收入	44200	63491	127658	145991	160443
现金	6264	3002	6036	6903	7586	营业成本	36648	45918	81087	103103	114684
应收票据及应收账款	1600	4492	7758	6252	9145	营业税金及附加	124	276	462	512	573
其他应收款	798	612	2222	1019	2543	营业费用	778	919	2852	2934	2989
预付账款	1113	1607	3862	2392	4482	管理费用	1809	2948	5278	6168	6857
存货	2773	5683	9249	9737	11382	研发费用	1035	2036	3314	3945	4351
其他流动资产	13043	13353	15349	13845	15737	财务费用	676	637	3296	4979	4971
非流动资产	40656	59121	102817	111749	116202	资产减值损失	-268	-129	-674	-269	-335
长期投资	478	456	467	482	480	其他收益	304	359	242	280	296
固定资产	28262	36954	75027	84418	90155	公允价值变动收益	5	6	2	3	4
无形资产	1664	2411	2569	2760	2966	投资净收益	1569	43	451	545	652
其他非流动资产	10253	19301	24753	24088	22601	资产处置收益	-1	-78	14	19	-12
资产总计	66248	87870	147293	151896	167076	营业利润	4713	10834	31192	24826	26508
流动负债	22653	28360	62606	50415	48454	营业外收入	37	20	29	32	29
短期借款	2349	1375	51361	39254	36317	营业外支出	476	464	242	299	370
应付票据及应付账款	13329	18109	0	0	0	利润总额	4274	10390	30979	24559	26167
其他流动负债	6975	8875	11245	11161	12137	所得税	559	1648	4580	3599	3819
非流动负债	12210	18234	21117	18638	15359	净利润	3715	8742	26399	20961	22349
长期借款	6707	11852	14735	12256	8977	少数股东损益	107	534	1613	1281	1366
其他非流动负债	5503	6382	6382	6382	6382	归属母公司净利润	3608	8208	24785	19679	20983
负债合计	34863	46593	83723	69053	63813	EBITDA	7150	13981	36887	33500	35478
少数股东权益	998	4118	5732	7013	8379	EPS(元)	0.80	1.82	5.51	4.37	4.66
股本	4502	4502	4502	4502	4502	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	16106	16108	16108	16108	16108	成长能力					
留存收益	9837	16615	33889	47405	61363	营业收入(%)	17.7	43.6	101.1	14.4	9.9
归属母公司股东权益	30386	37158	57838	75831	94885	营业利润(%)	50.9	129.9	187.9	-20.4	6.8
负债和股东权益	66248	87870	147293	151896	167076	归属于母公司净利润(%)	36.9	127.5	202.0	-20.6	6.6
						毛利率(%)	17.1	27.7	36.5	29.4	28.5
						净利率(%)	8.4	13.8	20.7	14.4	13.9
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	11.8	21.2	41.5	25.3	21.6
经营活动现金流	3025	7618	3591	36114	24307	ROIC(%)	11.4	18.6	23.0	18.8	17.8
净利润	3715	8742	26399	20961	22349	偿债能力					
折旧摊销	2479	2815	3994	5931	6875	资产负债率(%)	52.6	53.0	56.8	45.5	38.2
财务费用	676	637	3296	4979	4971	净负债比率(%)	28.0	38.5	105.3	62.5	43.6
投资损失	-1569	-43	-451	-545	-652	流动比率	1.1	1.0	0.7	0.8	1.0
营运资金变动	-2996	-5894	-29416	4912	-9128	速动比率	0.9	0.7	0.5	0.5	0.7
其他经营现金流	720	1360	-230	-123	-108	营运能力					
投资活动现金流	-4740	-13591	-47222	-14296	-10684	总资产周转率	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
资本支出	5487	13975	47679	14848	11331	应收账款周转率	50.7	31.9	31.9	31.9	31.9
长期投资	-1597	1435	-11	-15	2	应付账款周转率	9.7	7.6	19.9	0.0	0.0
其他投资现金流	2344	-1051	468	567	645	每股指标(元)					
筹资活动现金流	5795	2902	-3321	-8844	-10003	每股收益(最新摊薄)	0.80	1.82	5.51	4.37	4.66
短期借款	-1274	-974	49986	-12108	-2937	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.69	0.80	8.02	5.40
长期借款	-1595	5145	2883	-2479	-3279	每股净资产(最新摊薄)	6.75	8.25	12.85	16.85	21.08
普通股增加	619	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	10433	2	0	0	0	P/E	71.3	31.4	10.4	13.1	12.3
其他筹资现金流	-2388	-1271	-56191	5743	-3787	P/B	8.5	6.9	4.4	3.4	2.7
现金净增加额	4043	-3083	-46952	12974	3620	EV/EBITDA	37.1	19.8	8.9	9.4	8.8

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 (underperform)	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 (underperform)	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方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