

通威股份(600438.SH)

硅料量价齐升推升盈利，开启TOPCon产能扩张

推荐（维持）

股价：54.8元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/43.85%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通A股(百万股)	4,502
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,467
流通A股市值(亿元)	2,467
每股净资产(元)	10.05
资产负债率(%)	50.3

行情走势图



证券分析师

皮秀
投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 半年报，实现营业收入 603.39 亿元，同比增长 127.16%，归母净利润 122.24 亿元，同比增长 312.17%，扣非后净利润 124.93 亿元，同比增长 317.19%，EPS 2.72 元。二季度，公司营收 356.54 亿元，同比增长 123.61%，归母净利润 70.29 亿元，同比增长 231.83%。

平安观点：

- **二季度硅料量价齐升，三季度盈利水平有望高位运行。**上半年，多晶硅业务是公司主要利润来源，子公司四川永祥股份有限公司实现净利润 138.34 亿元。上半年多晶硅产量 10.73 万吨，同比增长 112.15%，产能利用率达到 119.28%；其中二季度产量约 6.08 万吨，环比增长约 31%，主要得益于乐山二期 5 万吨、保山一期 5 万吨项目的产能爬坡。2022 年多晶硅价格持续上涨，估计二季度多晶硅盈利水平环比进一步提升；三季度以来，硅料价格延续上涨趋势，根据硅业分会统计，当前单晶致密料价格已经超过 30 万元/吨，考虑限电对供给端的影响，估计三季度硅料价格及硅料企业盈利水平高位运行。
- **公司 2023-2024 年还将有大规模的硅料新产能投运。**截至 2021 年底公司多晶硅产能 18 万吨，公司于 2022 年 6 月底如期实现包头二期 5 万吨项目的顺利点火，目前产能规模达到 23 万吨。乐山三期 12 万吨项目已取得能耗指标批复，各项建设工作正稳步推进中，预计将于 2023 年下半年建成投产。另外，公司计划在内蒙古包头和云南保山各投资建设 20 万吨多晶硅产能，预计于 2024 年投产，届时公司多晶硅产能有望达到 75 万吨。
- **加强新型电池技术储备，开启 TOPCon 产能扩张。**上半年公司实现电池销量 21.79GW，同比增长 54.55%，估计二季度以来电池盈利水平呈现修复态势。目前公司拥有 54GW 电池产能，随着在建项目金堂二期 8GW、眉山三期 8.5GW 的建成投产，预计 2022 年底公司电池产能规模将超过 70GW，其中大尺寸产能占比将超过 90%。在电池新技术方面，公司 TOPCon 采用了自主研发的 210 PECVD 多晶硅沉积技术路线，平均转换效率超过 24.7%，公司规划新增建设 8.5GW TOPCon 电池产线，预计将

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	125,986	130,860	142,334
YOY(%)	17.7	43.6	98.4	3.9	8.8
净利润(百万元)	3,608	8,208	24,436	21,153	16,576
YOY(%)	36.9	127.5	197.7	-13.4	-21.6
毛利率(%)	17.1	27.7	37.8	32.5	25.8
净利率(%)	8.2	12.9	19.4	16.2	11.6
ROE(%)	11.8	21.9	46.2	31.9	21.6
EPS(摊薄/元)	0.80	1.82	5.43	4.70	3.68
P/E(倍)	68.4	30.1	10.1	11.7	14.9
P/B(倍)	8.1	6.6	4.7	3.7	3.2

于 2022 年底建成投产；另外，公司 HJT 电池最高研发效率已达到 25.67%（ISFH 认证），替代银的金属化技术亦取得重要阶段性成果。

- **农业及电站业务势头向好，员工持股彰显发展信心。**上半年，公司饲料相关业务实现营收 143.82 亿元，同比增长 61.26%，实现饲料销量 323.34 万吨，同比增长 49.31%；新建光伏装机并网规模 433.38MW，同比增长 34%，截至上半年累计装机并网规模超过 3.12GW。公司已完成员工持股计划股票购买，累计买入公司股票 99,278,665 股，占公司总股本比例为 2.21%，成交总金额约 54.88 亿元，成交均价约为 55.28 元/股，锁定期为 2022 年 7 月 6 日-2023 年 7 月 5 日，彰显对公司未来发展的信心。
- **投资建议。**维持公司盈利预测，预计 2022-2023 年公司归母净利润 244.4、211.5 亿元，EPS 5.43、4.70 元，对应的动态 PE 10.1、11.7 倍。光伏行业中长期前景向好，公司在硅料和电池片环节具有核心竞争力，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内外光伏需求受政策、疫情等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）硅料环节产能持续扩张，可能导致竞争加剧和盈利水平不及预期。（3）电池片环节技术迭代速度较快，如果新技术发展速度超预期，可能影响存量电池片产能的盈利水平。

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,749	60,363	64,369	73,136
现金	3,002	12,599	13,086	16,993
应收票据及应收账款	16,615	30,672	33,342	36,266
其他应收款	612	2,063	2,143	2,331
预付账款	1,607	3,176	3,155	3,315
存货	5,683	9,239	9,927	11,279
其他流动资产	1,231	2,614	2,715	2,952
非流动资产	59,501	70,486	80,375	89,767
长期投资	456	456	456	456
固定资产	41,679	56,067	68,722	73,250
无形资产	2,411	2,290	2,170	2,049
其他非流动资产	14,955	11,673	9,027	14,012
资产总计	88,250	130,850	144,744	162,904
流动负债	28,360	52,083	51,023	58,771
短期借款	1,375	6,467	704	0
应付票据及应付账款	18,109	29,807	33,106	38,965
其他流动负债	8,875	15,808	17,214	19,806
非流动负债	18,234	17,350	15,772	13,657
长期借款	14,352	13,469	11,891	9,776
其他非流动负债	3,882	3,882	3,882	3,882
负债合计	46,593	69,433	66,795	72,428
少数股东权益	4,154	8,466	11,627	13,676
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,108	16,108	16,108	16,108
留存收益	16,893	32,340	45,712	56,190
归属母公司股东权益	37,503	52,950	66,321	76,800
负债和股东权益	88,250	130,850	144,744	162,904

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,182	30,120	31,273	28,246
净利润	8,742	28,749	24,314	18,625
折旧摊销	2,815	4,015	5,111	5,607
财务费用	637	818	726	488
投资损失	-43	-57	-57	-57
营运资金变动	-5,894	-3,386	1,185	3,591
其他经营现金流	924	-19	-7	-8
投资活动现金流	-13,591	-14,925	-14,937	-14,935
资本支出	13,714	15,000	15,000	15,000
长期投资	175	0	0	0
其他投资现金流	-27,481	-29,925	-29,937	-29,935
筹资活动现金流	2,902	-5,598	-15,849	-9,405
短期借款	-974	5,092	-5,763	-704
长期借款	7,645	-883	-1,578	-2,115
其他筹资现金流	-3,770	-9,807	-8,507	-6,586
现金净增加额	-3,520	9,597	487	3,907

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63,491	125,986	130,860	142,334
营业成本	45,918	78,426	88,377	105,564
税金及附加	276	548	569	619
营业费用	919	1,764	1,832	1,993
管理费用	2,948	5,795	6,020	6,547
研发费用	2,036	3,906	4,057	4,412
财务费用	637	818	726	488
资产减值损失	-129	-630	-471	-569
信用减值损失	-124	-154	-160	-174
其他收益	359	250	330	318
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	43	57	57	57
资产处置收益	-78	0	0	0
营业利润	10,834	34,253	29,036	22,343
营业外收入	20	33	33	33
营业外支出	464	464	464	464
利润总额	10,390	33,822	28,605	21,912
所得税	1,648	5,073	4,291	3,287
净利润	8,742	28,749	24,314	18,625
少数股东损益	534	4,312	3,161	2,049
归属母公司净利润	8,208	24,436	21,153	16,576
EBITDA	13,842	38,655	34,442	28,007
EPS (元)	1.82	5.43	4.70	3.68

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	43.6	98.4	3.9	8.8
营业利润(%)	129.9	216.2	-15.2	-23.1
归属于母公司净利润(%)	127.5	197.7	-13.4	-21.6
获利能力				
毛利率(%)	27.7	37.8	32.5	25.8
净利率(%)	12.9	19.4	16.2	11.6
ROE(%)	21.9	46.2	31.9	21.6
ROIC(%)	26.4	52.2	31.2	21.5
偿债能力				
资产负债率(%)	52.8	53.1	46.1	44.5
净负债比率(%)	30.5	11.9	-0.6	-8.0
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.2
速动比率	0.7	0.9	1.0	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	4.2	4.5	4.3	4.3
应付账款周转率	5.6	6.1	6.3	6.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.82	5.43	4.70	3.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	6.69	6.95	6.27
每股净资产(最新摊薄)	8.33	11.76	14.73	17.06
估值比率				
P/E	30.1	10.1	11.7	14.9
P/B	6.6	4.7	3.7	3.2
EV/EBITDA	16.0	7.1	7.9	9.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033