

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

通威股份(600438)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

硅料龙头实力凸显，电池片多技术齐头并进

2022年05月03日

事件: 公司 2021 年实现营业收入 634.91 亿元, 同比增长 43.6%, 归母净利润 82.08 亿元, 同比增长 127.5%, 扣非归母净利润 84.86 亿元, 同比增长 252.4%。

公司 2022Q1 实现营业收入 246.85 亿元, 同比增长 132.5%, 环比增长 47.0%; 归母净利润 51.94 亿元, 同比增长 513.0%, 环比增长 129.5%。

点评:

- **硅料业务量利齐升，产能持续扩张。** 2021 年公司高纯晶硅产量全球第一，国内市场占有率达到 22%，21 年乐山二期 5 万吨、保山一期 5 万吨项目已相继投产，产能规模为 18 万吨。目前在建产能包括 22 预计 22 年投产的包头二期 5 万吨项目和预计 23 年投产的乐山三期 12 万吨项目，达产后产能将达 35 万吨。21 年各基地保持满产满销，硅料销量 10.77 万吨，同比增长 24.3%，高纯晶硅及化工业务实现营收 187.61 亿元，毛利率 66.7%，同比增加 31.99pct。近年来公司与下游主流硅片企业开展锁量不锁价的长单销售合作，硅料产品单晶率超过 99%，并已实现 N 型料的批量供货。成本方面，公司产品单位平均综合电耗同比去年下降 12%，蒸汽消耗同比下降 55%，其他多项核心指标也实现不同程度优化，企业核心竞争力持续提升。
- **电池片出货量蝉联全球第一，多技术路线并行研发。** 公司截至年底电池片年产能 45GW，2022Q1 通威太阳能拟在眉山投资建设 32G 高效晶硅电池项目，预计 23 年底产能将达到 80-100GW。电池片及组件全年销量达到 34.93GW，同比增长 57.6%，实现营收 249.35 亿元，毛利率为 8.8%，同比减少 5.7pct，主要原因是受到产业链供需错配影响。公司根据市场需求，结合产线结构安排生产经营，产品由双流、金堂、眉山、合肥等生产基地直接销往下游组件企业，主要客户覆盖了全球前十大光伏组件企业。成本方面，21 年原材料价格上涨，行业盈利能力下降，公司在行业大幅下调开工率的情况下产能利用率仍然达到了 99.47%，销量高速增长。单晶 PERC 电池平均非硅成本已降至 0.18 元/W 以内，同比下降 11%，其中大尺寸非硅成本下降更为明显，目前公司 182 及以上大尺寸产能占比已超 70%。技术研发方面，公司新增投产 1GW HJT 中试线，目前 HJT 研发和量产效率均有较大幅度提升；同时进行基于 210 尺寸的 TOPCon 量产中试，目前 1GW 项目已顺利投产，产品量产转换效率行业领先；高速光伏技术中心还进一步加强对行业跨代技术、HBC、钙钛矿、叠层电池/组件等前沿技术的研发。
- **推广“渔光一体”创新发展模式，实现优势互补。** 截至 21 年末，公司已建成以“渔光一体”为主的光伏电站 48 座，累计装机并网规模达到

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

2.7GW，全年结算电量 30.90 亿度，实现营收 16.03 亿元，同比增长 36.9%。公司将继续推广“渔光一体”发展模式，有机集合农业优势和光伏资源，打造差异化核心竞争力。饲料业务方面，实现营业收入 223.79 亿元，同比增长 18.60%，饲料销量 551.59 万吨，同比增长 5.1%。公司已完成对天邦股份旗下饲料业务的收购，将进一步形成优势互补的产业协同，提升市占率，巩固行业领先地位。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 982.71、1125.17、1357.36 亿元，同比增长 54.8%、14.5%、20.6%；归母净利润分别是 156.47、170.48、171.54 亿元，同比增长 90.6%、9.0%和 0.6%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 11.82、10.85、10.79 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 光伏新增装机不及预期风险；产能扩张不及预期风险；电池片技术研发不及预期风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	44,200	63,491	98,271	112,517	135,736
增长率 YoY %	17.7%	43.6%	54.8%	14.5%	20.6%
归属母公司净利润 (百万元)	3,608	8,208	15,647	17,048	17,154
增长率 YoY%	36.9%	127.5%	90.6%	9.0%	0.6%
毛利率%	17.1%	27.7%	26.8%	26.1%	22.9%
净资产收益率ROE%	11.8%	21.9%	29.4%	24.3%	19.6%
EPS(摊薄)(元)	0.86	1.82	3.48	3.79	3.81
市盈率 P/E(倍)	44.80	24.66	11.82	10.85	10.79
市净率 P/B(倍)	5.67	5.40	3.48	2.64	2.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	25,592	28,749	54,186	75,006	101,441	
货币资金	6,264	3,002	18,670	34,352	51,944	
应收票据	531	1,577	2,692	3,083	3,719	
应收账款	1,069	2,916	4,537	5,201	6,282	
预付账款	1,113	1,607	2,158	2,494	3,138	
存货	2,773	5,683	8,819	10,199	12,847	
其他	13,841	13,965	17,309	19,677	23,511	
非流动资产	38,660	59,501	63,246	66,121	68,503	
长期股权投资	478	456	456	456	456	
固定资产(合计)	29,830	37,299	38,907	39,978	40,929	
无形资产	1,664	2,411	2,393	2,367	2,292	
其他	6,689	19,335	21,490	23,320	24,825	
资产总计	64,252	88,250	117,431	141,127	169,944	
流动负债	22,381	28,360	40,575	46,013	56,459	
短期借款	2,349	1,375	1,245	994	571	
应付票据	9,412	9,958	15,767	18,221	22,929	
应付账款	3,917	8,151	11,825	13,665	17,196	
其他	6,702	8,875	11,738	13,133	15,763	
非流动负债	10,327	18,234	18,534	18,634	18,734	
长期借款	6,297	11,441	11,741	11,841	11,941	
其他	4,031	6,793	6,793	6,793	6,793	
负债合计	32,708	46,593	59,109	64,647	75,193	
少数股东权益	1,003	4,154	5,173	6,282	7,399	
归属母公司股东权益	30,541	37,503	53,150	70,198	87,352	
负债和股东权益	64,252	88,250	117,431	141,127	169,944	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	44,200	63,491	98,271	112,517	135,736	
同比(%)	17.7%	43.6%	54.8%	14.5%	20.6%	
归属母公司净利润	3,608	8,208	15,647	17,048	17,154	
同比(%)	36.9%	127.5%	90.6%	9.0%	0.6%	
毛利率(%)	17.1%	27.7%	26.8%	26.1%	22.9%	
ROE(%)	11.8%	21.9%	29.4%	24.3%	19.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.86	1.82	3.48	3.79	3.81	
P/E	44.80	24.66	11.82	10.85	10.79	
P/B	5.67	5.40	3.48	2.64	2.12	
EV/EBITDA	27.29	14.66	7.43	6.18	5.32	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	44,200	63,491	98,271	112,517	135,736	
营业成本	36,648	45,918	71,937	83,131	104,612	
营业税金及附加	124	276	344	394	475	
销售费用	778	919	1,278	1,463	1,765	
管理费用	1,809	2,948	3,636	4,163	5,022	
研发费用	1,035	2,036	2,555	3,038	3,665	
财务费用	676	637	513	472	421	
减值损失合计	-268	-129	60	60	60	
投资净收益	1,569	43	472	338	407	
其他	282	163	837	860	1,001	
营业利润	4,713	10,834	19,379	21,114	21,245	
营业外收支	-439	-444	0	0	0	
利润总额	4,274	10,390	19,379	21,114	21,245	
所得税	559	1,648	2,713	2,956	2,974	
净利润	3,715	8,742	16,666	18,158	18,271	
少数股东损益	107	534	1,019	1,110	1,117	
归属母公司净利润	3,608	8,208	15,647	17,048	17,154	
EBITDA	6,536	14,839	24,858	27,326	28,392	
EPS(当年)(元)	0.86	1.82	3.48	3.79	3.81	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3,025	7,618	25,289	25,751	28,248	
净利润	3,715	8,742	16,666	18,158	18,271	
折旧摊销	2,479	3,252	5,985	6,849	7,843	
财务费用	726	705	532	533	523	
投资损失	-1,569	-43	-472	-338	-407	
营运资金变动	-2,996	-5,894	2,492	456	1,925	
其它	670	856	85	92	93	
投资活动现金流	-4,740	-13,591	-9,259	-9,385	-9,811	
资本支出	-5,354	-13,851	-9,515	-9,507	-10,003	
长期投资	182	177	-215	-215	-215	
其他	432	84	472	338	407	
筹资活动现金流	5,795	2,902	-362	-684	-846	
吸收投资	6,420	2,731	0	0	0	
借款	14,436	13,172	170	-152	-323	
支付利息或股息	-1,299	-1,727	-532	-533	-523	
现金净增加额	4,043	-3,083	15,668	15,682	17,592	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。