



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

上次评级

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

黄楷 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

邮箱: huangkai@cindasc.com

相关研究

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

硅料业务量利齐升, TOPCON 量产如期而至

2022 年 08 月 18 日

➤ 公司发布 2022 年半年报, 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, 同比增长 312.17%, 毛利率为 35.05%, 同比+10.82pct。

分季度看, 2022Q2 公司实现营业收入 356.54 亿元, 同比增长 123.61%, 环比增长 44.44%, 实现归母净利润 70.29 亿元, 同比增长 231.83%, 环比增长 35.33%。

➤ 硅料业务量利齐增, 大规模扩张夯实龙头地位。上半年公司加速推进新产能释放, 在硅料供不应求的环境下, 产能利用率达 119.28%, 实现硅料产量 10.73 万吨, 同比增长 112.15%, 国内市占率近 30%。我们测算得出 2022H1 公司硅料单吨净利在 13 万左右。在新产能建设及规划方面, 公司已于 6 月份实现包头二期 5 万吨项目点火, 乐山三期 12 万吨项目已获得能耗指标批复, 预计 23 年下半年建成, 此外, 公司发布公告拟建设包头三期、保山三期各 20 万吨产能, 总投资约 280 亿元, 预计将于 2024 年投产, 届时公司硅料名义产能将达 75 万吨, 硅料龙头定位进一步夯实。

➤ 电池片盈利修复, N 型 TOPCON 扩产如期而至。2022H1 上半年公司电池片出货量为 21.79GW, 同比增长 54.55%, 通过技改快速提升大尺寸占比至 75%以上, 公司电池片盈利修复明显, 我们测算得出 2022H1 电池片单瓦盈利在 4 分/W 左右, 随着金堂二期 8GW、眉山三期 8.5GW 项目建设投产, 预计 2022 年底公司电池片产能规模将超过 70GW, 其中大尺寸占比将超 90%。在 N 型电池片方面, 公司规划了 8.5GW TOPCON PECVD 技术路线的量产线, 平均转换效率超过 24.7%。此外, 公司也将继续在 HJT、XBC、钙钛矿/硅叠层电池技术继续加大研发投入。

➤ 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 1287.27 亿元、1676.98 亿元、1654.49 亿元, 同比增长 102.7%、30.3%、-1.3%; 归母净利润分别为 237.74 亿元、259.12 亿元、263.61 亿元, 同比增长 189.3%、9.1%、1.7%; 截止 8 月 17 日市值对应 22-23 年 PE 为 10.4/9.5 倍;

➤ 风险因素: 光伏需求不及预期、产业链价格波动超预期、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	44,200	63,491	128,727	167,698	165,449
增长率 YoY %	17.7%	43.6%	102.7%	30.3%	-1.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,608	8,208	23,742	25,912	26,361
增长率 YoY%	36.9%	127.5%	189.3%	9.1%	1.7%
毛利率%	17.1%	27.7%	34.2%	32.3%	27.8%
净资产收益率 ROE%	11.8%	21.9%	41.6%	31.2%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.80	1.82	5.27	5.76	5.86
市盈率 P/E(倍)	68.37	30.05	10.39	9.52	9.36
市净率 P/B(倍)	8.08	6.58	4.32	2.97	2.25

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 17 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	74,129	115,146	146,361
货币资金	6,264	3,002	39,638	70,371	103,363
应收票据	531	1,577	2,714	2,876	2,639
应收账款	1,069	2,916	3,521	4,864	3,408
预付账款	1,113	1,607	3,389	4,540	4,780
存货	2,773	5,683	6,083	8,418	8,178
其他	13,841	13,965	18,784	24,077	23,993
非流动资产	38,660	59,501	65,977	73,695	83,480
长期股权投资	478	456	456	456	456
固定资产(含	29,830	37,299	46,966	56,918	68,266
无形资产	1,664	2,411	2,411	2,411	2,411
其他	6,689	19,335	16,144	13,911	12,347
资产总计	64,252	88,250	140,106	188,841	229,841
流动负债	22,381	28,360	55,125	66,078	75,424
短期借款	2,349	1,375	2,375	3,375	4,375
应付票据	9,412	9,958	27,693	29,052	34,014
应付账款	3,917	8,151	13,027	18,498	21,334
其他	6,702	8,875	12,030	15,153	15,701
非流动负债	10,327	18,234	18,234	18,234	18,234
长期借款	6,297	11,441	11,441	11,441	11,441
其他	4,031	6,793	6,793	6,793	6,793
负债合计	32,708	46,593	73,358	84,311	93,658
少数股东权益	1,003	4,154	9,609	21,479	26,771
归属母公司股东	30,541	37,503	57,139	83,051	109,412
负债和股东权益	64,252	88,250	140,106	188,841	229,841

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	44,200	63,491	128,727	167,698	165,449
同比(%)	17.7%	43.6%	102.7%	30.3%	-1.3%
归属母公司净利润	3,608	8,208	23,742	25,912	26,361
同比(%)	36.9%	127.5%	189.3%	9.1%	1.7%
毛利率(%)	17.1%	27.7%	34.2%	32.3%	27.8%
ROE%	11.8%	21.9%	41.6%	31.2%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.80	1.82	5.27	5.76	5.86
P/E	68.37	30.05	10.39	9.52	9.36
P/B	8.08	6.58	4.32	2.97	2.25
EV/EBITDA	27.29	14.66	5.98	4.09	4.00

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	128,727	167,698	165,449
营业成本	36,648	45,918	84,714	113,489	119,494
营业税金及附加	124	276	515	671	662
销售费用	778	919	1,545	1,845	1,654
管理费用	1,809	2,948	5,149	5,534	5,294
研发费用	1,035	2,036	3,218	3,354	3,309
财务费用	676	637	24	-663	-1,233
减值损失合计	-268	-129	100	100	100
投资净收益	1,569	43	43	43	43
其他	282	163	644	838	827
营业利润	4,713	10,834	34,349	44,450	37,239
营业外收支	-439	-444	0	0	0
利润总额	4,274	10,390	34,349	44,450	37,239
所得税	559	1,648	5,152	6,667	5,586
净利润	3,715	8,742	29,196	37,782	31,653
少数股东损益	107	534	5,455	11,870	5,292
归属母公司净利润	3,608	8,208	23,742	25,912	26,361
EBITDA	6,536	14,839	37,854	48,026	41,178
EPS(当	0.86	1.82	5.27	5.76	5.86

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	49,783	41,820	47,124
净利润	3,715	8,742	29,196	37,782	31,653
折旧摊销	2,479	3,252	3,624	4,382	5,315
财务费用	726	705	84	129	174
投资损失	-1,569	-43	-43	-43	-43
营运资金变动	-2,996	-5,894	17,022	-331	10,124
其它	670	856	-100	-100	-100
投资活动现金流	-4,740	-13,591	-9,957	-11,957	-14,957
资本支出	-5,354	-13,851	-10,000	-12,000	-15,000
长期投资	182	177	0	0	0
其他	432	84	43	43	43
筹资活动现金流	5,795	2,902	-3,190	871	826
吸收投资	6,420	2,731	0	0	0
借款	14,436	13,172	1,000	1,000	1,000
支付利息或股	-1,299	-1,727	-4,190	-129	-174
现金流净增加额	4,043	-3,083	36,636	30,733	32,992

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。