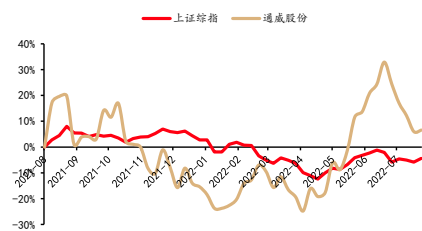


公司投资评级

推荐|首次覆盖

相对指数表现



资料来源：Wind 资讯，中邮证券研究所

基本数据 (2022.8.22)

收盘价 (元/股)	61.18
52 周内高 (元/股)	67.86
52 周内低 (元/股)	35.15
总市值(百万元)	275404.72
流通市值(百万元)	275404.72
总股本(百万股)	4501.55
A 股(百万股)	4501.55

研究所

分析师：赵勇臻

SAC 登记编号：S1340522080004

Email: zhaoyongzhen@cnpsec.com

通威股份 (600438.SH):
硅料量利齐增，一体化扬帆起航
● 事件描述

通威股份公布 2022 半年报:报告期内公司实现营业收入 603.4 亿元，同比+127%；归母净利润 122.2 亿元，同比+312%。归母净利润落入此前业绩预告 120-125 亿元区间。归母净利润落入此前业绩预告 120-125 亿元区间。

● 事件点评

硅料业务：光伏行业高景气，硅料龙头量价齐升。公司是全球硅料龙头，光伏行业高景气，上游硅料供需瓶颈仍在，2022 上半年中国光伏新增装机量 30.9GW，同比+137%，全国多晶硅产量 36.5 万吨，同比+53.4%，公司多晶硅产量 10.7 万吨，同比+112%，国内份额约 30%。供需偏紧运行下，据 PVInfoLink 数据，单晶致密料均价上半年最高达到 27.2 万元/吨，至今仍维持高位。公司受益于光伏行业高景气，硅料业务上半年量价齐升。目前公司多晶硅产能 23 万吨，按照现有产能规划和进度，如能顺利投产，预计 2023 年底多晶硅产能达到 35 万吨，2024 年底多晶硅产能达到 75 万吨。

电池片业务：多点开花，重点推进。公司上半年电池片业务表现优异，实现销量 21.8GW，同比+55%。电池技术路线多样，公司技术积累深厚，在各个路线均有丰富的技术储备，在市场主流的 PERC 技术上公司精益求精，上半年非硅成本同比下降 20%；在 TOPCon 技术上公司平均转换效率超过 24.7%，规划新增 8.5GW 产线，预计将于 2022 年底量产；在 HJT 上，公司实验室效率已达 25.67% (ISFH 认证)，此外，公司在全背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等领域的研发也走在行业前列。公司目前电池片产能 54GW，大尺寸出货比例已超过 75%，随着在建电池项目的投产，预计公司 2022 年底产能规模将超过 70GW，大尺寸产能将超过 90%。

组件业务：拟从上至下一体化，具有高度的战略意义。此前公司很少涉及组件业务，在 8 月 17 日公司入围华润电力光伏组件采集，并通过公开渠道表示“组件业务上做进一步论证规划”。我们认为，公司从上游到下游进行一体化战略布局，是不得已而为之，也是顺势而为，未来机遇与挑战并存。

从行业变动最大期待点看，电池技术方向在多点开花，在未来一

段时间内，尚未看到颠覆性的快速技术变革，在政策扶持托底与全球需求稳增的大环境下，成本竞争成为未来一个阶段核心的主题。公司本身具备优异的技术储备、精益的生产能力、优秀的成本控制能力，选择自上而下切入组件领域，从集中式需求入手，实现量上扩充与盈利转移，对于公司未来发展具有高度的战略意义。

考察行业内现有的组件龙头，在行业内深耕多年，在技术、成本、服务、品牌、渠道等方面具备综合性优势，核心壁垒仍然很高。光伏行业是中国制造业优秀的代表，经历了多年风风雨雨才取得了今日全球性的优势，组件领域的原有龙头，以及拟进入的通威，将以竞争的形式合作，在行业增量下携手前行，共同提高中国光伏产品质量和服务品质，未来行业龙头的竞争力和确定性将进一步提升，看好包括通威在内的光伏龙头公司未来的发展。

农业板块：外部压力下公司锐意进取，农业板块收入高增。公司农业板块产品主要是饲料。由于全球通胀、俄乌冲突、新冠疫情等原因，上游农产品成本上涨，由于经济疲软、物流不畅等原因，下游需求整体走弱，据中国饲料工业协会，上半年全国工业饲料总产量 1.37 亿吨，同比下降 4.3%。在外部压力下，公司锐意进取，坚持高产品质量，提升管理效率和运营水平，农业板块上半年实现收入 143.8 亿元，同比增长 61%，实现饲料销量 323 万吨，同比增长 49%。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 1106 亿元、1210 亿元、1339 亿元，归母净利润为 242 亿元、206 亿元、210 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11 倍、13 倍、13 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

需求不及预期风险；供给释放过快风险；公司经营管理风险等。

盈利预测				
项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63491.07	110607.07	121007.07	133907.07
增长率(%)	43.64%	74.21%	9.40%	10.66%
EBITDA(百万元)	14839.06	38051.91	36418.23	40864.97
归属母公司净利润(百万元)	8207.92	24248.75	20555.37	21002.37
增长率(%)	127.50%	195.43%	-15.23%	2.17%
EPS(元/股)	1.82	5.39	4.57	4.67
市盈率(P/E)	24.66	11.36	13.40	13.11
市净率(P/B)	5.40	4.78	3.52	2.78
EV/EBITDA	14.66	7.52	7.80	6.84

数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理（估值数据采用 2022 年 8 月 22 日收盘价）

目录

1 事件描述.....	4
2 事件点评.....	4
3 投资建议.....	7
4 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
图表 2: 公司 2022Q2 营收同比+124%, 环比+44%.....	6
图表 3: 公司 2022Q2 归母净利润同比+232%, 环比+35%.....	6
图表 4: 公司 2022Q2 毛利率同比+9pct, 环比+2pct.....	6
图表 5: 公司 2022Q2 净利率同比+6pct, 环比-1pct.....	6
图表 6: 公司 2022Q2 费用率同比-3pct, 环比+0pct.....	6
图表 7: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率.....	6

1 事件描述

通威股份公布 2022 半年报：

- 报告期内公司实现营业收入 603.4 亿元，同比+127%；营业利润 172.6 亿元，同比+356%；利润总额 168.0 亿元，同比+350%。
- 报告期内公司实现归母净利润 122.2 亿元，同比+312%；扣非归母净利润 124.9 亿元，同比+317%。
- 归母净利润落入此前业绩预告 120-125 亿元区间，扣非归母净利润落入此前业绩预告 120-125 亿元区间。

图表 1：公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	2021 年末	增减变动
总资产（百万元）	107,845	88,250	22%
归属上市公司股东的所有者权益（百万元）	47,230	37,503	26%
归属上市公司股东的每股净资产（元/股）	10.05	8.33	21%
	本报告期	2021 上半年	增减变动
营业总收入（百万元）	60,339	26,562	127%
毛利率（%）	35.1	24.2	10.8
营业利润（百万元）	17,260	3,785	356%
利润总额（百万元）	16,801	3,733	350%
归属于上市公司股东的净利润（百万元）	12,224	2,966	312%
基本每股收益（元/股）	2.72	0.66	312%
经营活动产生的现金流量净额（百万元）	13,436	3,080	336%
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	2.98	0.68	336%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

2 事件点评

业绩高速增长，基本符合预期。通威股份公布 2022 半年报：报告期内公司营收 603.4 亿元，同比+127%，归母净利润 122.2 亿元，同比+312%，扣非归母净利润 124.9 亿元，同比+317%。毛利率 35%，同比+11pct，净利率 20%，同比+9pct。单季度来看，公司 Q2 营收 356.5 亿元，同比+124%，环比+44%，Q2 归母净利润 70.3 亿元，同比+232%，环比+35%，Q2 毛利率 36%，同比+9pct，环比+2pct，Q2 净利率 20%，同比+6pct，环比-1pct。

硅料业务：光伏行业高景气，硅料龙头量价齐升。公司是全球硅料龙头，光伏行业高景气，上游硅料供需瓶颈仍在，2022 上半年中国光伏新增装机量 30.9GW，同比+137%，全国多晶硅产量 36.5 万吨，同比+53%，公司多晶硅产量 10.7 万吨，同比+112%，国内份额约 30%。供需偏紧运行下，据 PVInfoLink 数据，单晶致密料均价上半年最高达到 27.2 万元/吨，至今仍维持

高位。公司受益于光伏行业高景气，硅料业务上半年量价齐升。目前多晶硅产能 23 万吨，按照现有产能规划和进度，如能顺利投产，预计 2023 年底多晶硅产能达到 35 万吨，2024 年底多晶硅产能达到 75 万吨。

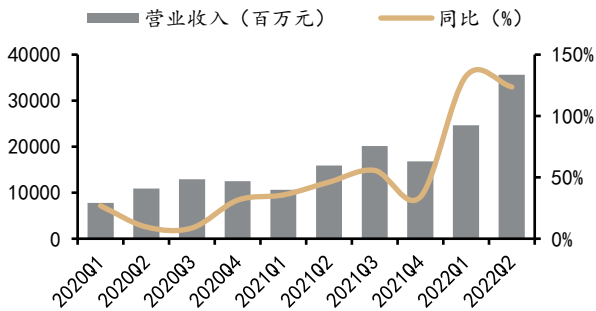
电池片业务：多点开花，重点推进。公司上半年电池片业务表现优异，实现销量 21.8GW，同比+55%。电池技术路线多样，公司技术积累深厚，在各个路线均有丰富的技术储备，在市场主流的 PERC 技术上公司精益求精，上半年非硅成本同比下降 20%；在 TOPCon 技术上公司平均转换效率超过 24.7%，规划新增 8.5GW 产线，预计将于 2022 年底量产；在 HJT 上，公司实验室效率已达 25.67%（ISFH 认证），此外，公司在全背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等领域的研发也走在行业前列。公司目前电池片产能 54GW，大尺寸出货比例已超过 75%，随着在建电池项目的投产，预计公司 2022 年底产能规模将超过 70GW，大尺寸产能将超过 90%。

组件业务：拟从上至下一体化，具有高度的战略意义。此前公司很少涉及组件业务，在 8 月 17 日公司入围华润电力光伏组件采集，并通过公开渠道表示“组件业务上做进一步论证规划”。我们认为，公司从上游到下游进行一体化战略布局，是不得已而为之，也是顺势而为，未来机遇与挑战并存。

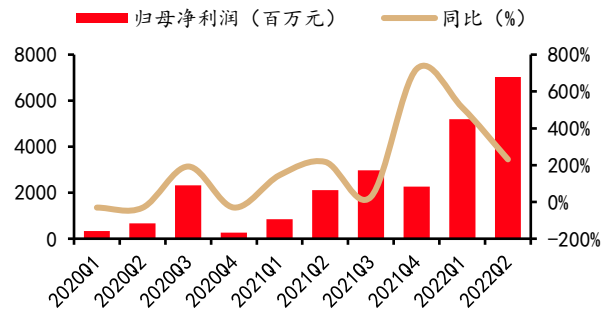
从行业变动最大期待点看，电池技术方向在多点开花，在未来一段时间内，尚未看到颠覆性的快速技术变革，在政策扶持托底与全球需求稳增的大环境下，成本竞争成为未来一个阶段核心的主题。公司本身具备优异的技术储备、精益的生产能力、优秀的成本控制能力，选择自上而下切入组件领域，从集中式需求入手，实现量上扩充与盈利转移，对于公司未来发展具有高度的战略意义。

考察行业内现有的组件龙头，在行业内深耕多年，在技术、成本、服务、品牌、渠道等方面具备综合性优势，核心壁垒仍然很高。光伏行业是中国制造业优秀的代表，经历了多年风风雨雨才取得了今日全球性的优势，组件领域的原有龙头，以及拟进入的通威，将以竞争的形式合作，在行业增量下携手前行，共同提高中国光伏产品质量和服务品质，未来行业龙头的竞争力和确定性将进一步提升，看好包括通威在内的光伏龙头公司未来的发展。

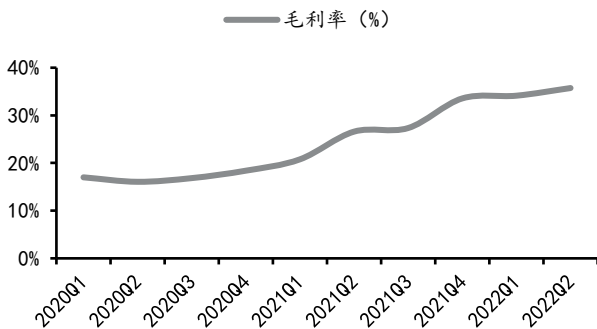
农业板块：外部压力下公司锐意进取，农业板块收入高增。公司农业板块产品主要是饲料。由于全球通胀、俄乌冲突、新冠疫情等原因，上游农产品成本上涨，由于经济疲软、物流不畅等原因，下游需求整体走弱，据中国饲料工业协会，上半年全国工业饲料总产量 1.37 亿吨，同比下降 4.3%。在外部压力下，公司锐意进取，坚持高产品质量，提升管理效率和运营水平，农业板块上半年实现收入 143.8 亿元，同比增长 61%，实现饲料销量 323 万吨，同比增长 49%。

图表 2：公司 2022Q2 营收同比+124%，环比+44%


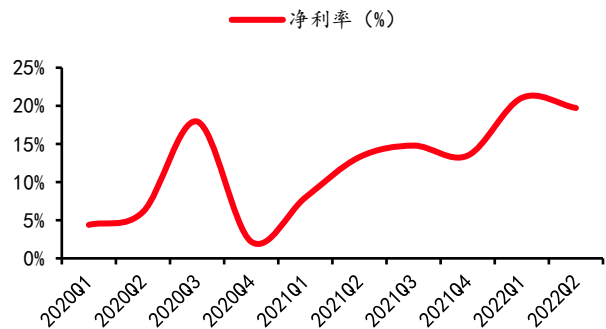
数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

图表 3：公司 2022Q2 归母净利润同比+232%，环比+35%


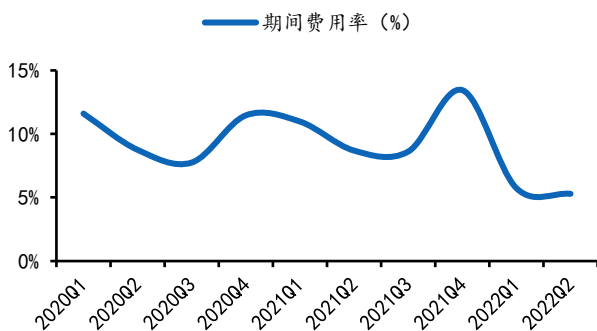
数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

图表 4：公司 2022Q2 毛利率同比+9pct，环比+2pct


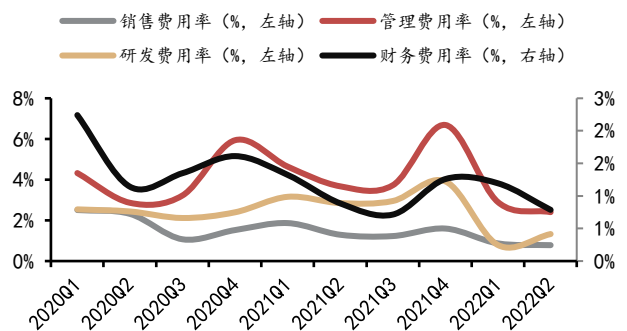
数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

图表 5：公司 2022Q2 净利率同比+6pct，环比-1pct


数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

图表 6：公司 2022Q2 费用率同比-3pct，环比+0pct


数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

图表 7：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率


数据来源：Wind 资讯，中邮证券研究所整理

3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 1106 亿元、1210 亿元、1339 亿元，归母净利润为 242 亿元、206 亿元、210 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11 倍、13 倍、13 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

4 风险提示

需求不及预期风险；供给释放过快风险；公司经营管理风险等。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28749.02	52172.13	61633.61	77674.69
货币资金	3001.93	12355.80	19639.37	28917.19
应收及预付	6099.00	8546.09	8428.83	10689.83
存货	5682.79	7077.79	8387.97	9140.29
其他流动资产	13965.30	24192.44	25177.43	28927.38
非流动资产	59500.98	77384.84	95483.70	117117.56
长期股权投资	455.80	455.80	455.80	455.80
固定资产	37299.17	55183.03	73281.89	94915.75
在建工程	10636.40	10636.40	10636.40	10636.40
无形资产	2410.84	2410.84	2410.84	2410.84
其他长期资产	8698.76	8698.76	8698.76	8698.76
资产总计	88249.99	129556.96	157117.31	194792.24
流动负债	28359.65	47944.80	53611.70	68917.11
短期借款	1375.23	6375.23	11375.23	16375.23
应付及预收	18211.45	29512.08	28361.79	37217.84
其他流动负债	8772.96	12057.49	13874.68	15324.04
非流动负债	18233.75	18233.75	18233.75	18233.75
长期借款	11441.03	11441.03	11441.03	11441.03
应付债券	410.49	410.49	410.49	410.49
其他非流动负债	6382.22	6382.22	6382.22	6382.22
负债合计	46593.39	66178.54	71845.45	87150.85
实收资本	4501.55	4501.55	4501.55	4501.55
资本公积	16107.86	16107.86	16107.86	16107.86
留存收益	16959.55	37102.89	57658.26	78660.64
归属母公司股东权益	37502.57	57645.91	78201.28	99203.65
少数股东权益	4154.03	5732.51	7070.58	8437.74
负债和股东权益	88249.99	129556.96	157117.31	194792.24

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63491.07	110607.07	121007.07	133907.07
营业成本	45918.10	69294.10	83984.10	95184.10
税金及附加	275.96	480.74	525.94	582.01
销售费用	918.97	1600.93	1751.46	1938.17
管理费用	2947.65	4977.32	5203.30	5356.28
研发费用	2035.85	3318.21	3025.18	3347.68
财务费用	637.16	241.25	497.71	913.62
资产减值损失	-129.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.54	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-78.23	0.00	0.00	0.00
其他收益	359.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	10834.17	30694.53	26019.38	26585.20
营业外收入	19.94	0.00	0.00	0.00
营业外支出	464.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	10389.74	30694.53	26019.38	26585.20
所得税	1647.52	4867.29	4125.95	4215.67
净利润	8742.22	25827.23	21893.44	22369.53
少数股东损益	534.30	1578.48	1338.06	1367.16
归属母公司净利润	8207.92	24248.75	20555.37	21002.37
EBITDA	14839.06	38051.91	36418.23	40864.97

数据来源: Wind 资讯, 中邮证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7618.27	33730.55	30904.84	40387.84
净利润	8742.22	25827.23	21893.44	22369.53
折旧摊销	3252.01	7116.14	9901.14	13366.14
营运资金变动	-5894.28	515.91	-1511.00	3542.14
其它	1518.32	271.27	621.27	1110.02
投资活动现金流	-13591.03	-25000.00	-28000.00	-35000.00
资本支出	-13851.46	-25000.00	-28000.00	-35000.00
投资变动	176.57	0.00	0.00	0.00
其他	83.86	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2901.64	623.32	4378.73	3889.98
银行借款	13172.16	5000.00	5000.00	5000.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2731.42	0.00	0.00	0.00
其他	-13001.93	-4376.68	-621.27	-1110.02
现金净增加额	-3082.96	9353.87	7283.58	9277.82
期初现金余额	5986.04	2903.08	12256.95	19540.52
期末现金余额	2903.08	12256.95	19540.52	28818.34

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	43.64%	74.21%	9.40%	10.66%
营业利润增长	129.87%	183.31%	-15.23%	2.17%
归属母公司净利润增长	127.50%	195.43%	-15.23%	2.17%
获利能力 (%)				
毛利率	27.68%	37.35%	30.60%	28.92%
净利率	13.77%	23.35%	18.09%	16.71%
ROE	21.89%	42.06%	26.29%	21.17%
ROIC	16.28%	30.06%	19.66%	16.43%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.80%	51.08%	45.73%	44.74%
净负债比率	36.52%	17.13%	10.06%	3.99%
流动比率	1.01	1.09	1.15	1.13
速动比率	0.69	0.84	0.89	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.85	0.77	0.69
应收账款周转率	21.78	27.47	33.91	27.69
存货周转率	11.17	15.63	14.43	14.65
每股指标 (元)				
每股收益	1.82	5.39	4.57	4.67
每股经营现金流	1.69	7.49	6.87	8.97
每股净资产	8.33	12.81	17.37	22.04
估值比率				
P/E	24.66	11.36	13.40	13.11
P/B	5.40	4.78	3.52	2.78
EV/EBITDA	14.66	7.52	7.80	6.84

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。