

2022 年 06 月 28 日
通威股份 (600438.SH)

硅料价格高位运行，电池盈利持续修复

■**硅料价格高位运行，公司产能逐步投放实现量利齐升。**2022 年全球光伏装机需求持续超预期，海外能源价格飙升带动分布式装机高增，国内大型地面电站亦有望于下半年大规模启动。目前硅料为光伏主产业链中产能最为紧张的环节，2022 年价格持续攀升，根据硅业分会公布的数据，6 月 22 日国内单晶致密料成交均价已达 27.04 万元/吨，较年初上涨接近 20%。考虑到近期部分硅料厂商由于检修等因素实际产出受到一定影响，我们预计硅料的价格仍将保持高位运行。作为行业中扩产速度最快、幅度最大的厂商之一，公司乐山二期、保山一期各 5 万吨硅料产能已于 2021 年底投产，包头二期 5 万吨亦将从 2022 年下半年开始爬坡，我们预计公司全年硅料产出将接近 20 万吨，较 2021 年实现翻倍左右增长，硅料板块迎来量利齐升。目前公司乐山三期 12 万吨产能处于建设阶段，预计将于 2023 年投产，届时公司硅料总产能将达到 35 万吨，而根据公司今年 4 月公告的长期规划，2024-2026 年公司硅料产能将达到 80-100 万吨的量级。

■**电池盈利有望修复，新技术布局全面。**2021 年受上游硅料、硅片价格上涨影响，电池行业盈利普遍承压，开工率保持较低水平，但公司依然凭借自身硅料供应优势实现较为饱满的产能利用率，与此同时单晶 PERC 电池平均非硅成本降至 0.18 元/W 以内，同比下降超 10%。在旺盛需求的推动下，2022 年起大尺寸电池供需整体偏紧，公司目前电池产能超过 50GW，预计年底将达到 70GW，其中 182 及以上大尺寸产能占比接近 90%，年内电池环节盈利有望得到修复。与此同时，2021 年公司 1GW TOPCon 与 1GW HJT 中试线量产项目均顺利投产，产品量产转换效率行业领先，新技术布局全面，未来有望维持电池环节龙头地位。

■**投资建议：**2022 年光伏行业景气度持续上行，公司硅料业务量利齐升，电池板块盈利持续修复。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 966/1048/1294 亿元，归母净利润 205/153/217 亿元，维持“买入-A”投资评级，目标价 68.06 元，对应 2023 年 20 倍 PE。

■**风险提示：**光伏装机不及预期、技术升级方向变化、市场竞争加剧等

(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	442.0	634.9	966.1	1,048.0	1,294.4
净利润	36.1	82.1	205.0	153.2	216.7
每股收益(元)	0.80	1.82	4.55	3.40	4.81
每股净资产(元)	6.78	8.33	11.53	13.92	17.29

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	73.6	32.4	13.0	17.3	12.3
市净率(倍)	8.7	7.1	5.1	4.2	3.4
净利润率	8.2%	12.9%	21.2%	14.6%	16.7%
净资产收益率	11.8%	21.9%	39.5%	24.5%	27.8%
股息收益率	0.4%	1.5%	2.3%	1.7%	2.4%
ROIC	17.8%	29.9%	49.0%	26.0%	25.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

光伏

 投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**68.06 元**
 股价 (2022-06-28) **59.02 元**

交易数据

总市值(百万元)	259,064.10
流通市值(百万元)	259,064.10
总股本(百万股)	4,501.55
流通股本(百万股)	4,501.55
12 个月价格区间	35.17/61.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.56	37.08	56.58
绝对收益	31.51	42.28	50.25

王哲宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120005
 wangzy9@essence.com.cn

胡洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120003
 huyang@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	442.0	634.9	966.1	1,048.0	1,294.4	成长性					
减:营业成本	366.5	459.2	607.6	741.2	881.0	营业收入增长率	17.7%	43.6%	52.2%	8.5%	23.5%
营业税费	1.2	2.8	3.9	4.2	5.2	营业利润增长率	50.9%	129.9%	138.5%	-24.8%	40.5%
销售费用	7.8	9.2	14.5	15.7	19.4	净利润增长率	36.9%	127.5%	149.8%	-25.3%	41.4%
管理费用	18.1	29.5	43.5	47.2	58.2	EBITDA 增长率	46.2%	77.1%	118.6%	-11.9%	38.7%
研发费用	10.4	20.4	29.0	31.4	38.8	EBIT 增长率	60.0%	104.9%	131.2%	-22.2%	40.1%
财务费用	6.8	6.4	9.2	14.0	18.9	NOPLAT 增长率	43.7%	106.0%	135.7%	-22.2%	40.1%
资产减值损失	-2.7	-1.3	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	43.8%	46.8%	40.7%	22.6%
加:公允价值变动收益	0.0	0.1	-0.1	-	-	净资产增长率	74.4%	32.1%	37.2%	20.2%	23.7%
投资和汇兑收益	15.7	0.4	-	-	-						
营业利润	47.1	108.3	258.4	194.2	272.8	利润率					
加:营业外净收支	-4.4	-4.4	-4.5	-4.5	-4.5	毛利率	17.1%	27.7%	37.1%	29.3%	31.9%
利润总额	42.7	103.9	253.9	189.7	268.3	营业利润率	10.7%	17.1%	26.7%	18.5%	21.1%
减:所得税	5.6	16.5	38.1	28.5	40.2	净利润率	8.2%	12.9%	21.2%	14.6%	16.7%
净利润	36.1	82.1	205.0	153.2	216.7	EBITDA/营业收入	18.3%	22.5%	32.3%	26.2%	29.5%
						EBIT/营业收入	12.8%	18.2%	27.7%	19.9%	22.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	221	190	178	237	249
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动资产周转天数	-7	4	-3	-3	5
货币资金	62.6	30.0	48.3	52.4	64.7	流动资产周转天数	160	154	113	126	126
交易性金融资产	15.3	0.1	-	-	-	应收账款周转天数	18	15	15	15	15
应收账款	18.7	35.3	45.2	42.1	65.8	存货周转天数	21	24	19	21	20
应收票据	5.3	15.8	11.1	18.0	17.9	总资产周转天数	452	432	384	466	469
预付账款	11.1	16.1	17.7	23.5	25.5	投资资本周转天数	239	223	213	282	297
存货	27.7	56.8	44.4	79.1	67.7						
其他流动资产	115.1	133.4	150.0	200.0	250.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.8%	21.9%	39.5%	24.5%	27.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	9.9%	18.3%	10.5%	12.4%
长期股权投资	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6	ROIC	17.8%	29.9%	49.0%	26.0%	25.9%
投资性房地产	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	费用率					
固定资产	298.3	373.0	583.2	795.1	996.3	销售费用率	1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
在建工程	29.3	102.8	151.4	175.7	187.8	管理费用率	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	16.6	24.1	32.6	40.6	48.1	研发费用率	2.3%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	36.5	89.4	91.4	100.0	109.1	财务费用率	1.5%	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%
资产总额	642.5	882.5	1,180.9	1,532.2	1,838.6	四费/营业收入	9.7%	10.3%	10.0%	10.3%	10.5%
短期债务	23.5	13.8	79.8	220.8	304.7	偿债能力					
应付账款	46.6	89.1	83.0	127.0	122.6	资产负债率	50.9%	52.8%	51.6%	55.2%	53.8%
应付票据	94.1	99.6	153.6	155.3	211.8	负债权益比	103.7%	111.9%	106.6%	123.1%	116.3%
其他流动负债	59.6	81.1	91.7	96.3	102.3	流动比率	1.14	1.01	0.78	0.69	0.66
长期借款	63.0	114.4	121.4	156.1	147.2	速动比率	1.02	0.81	0.67	0.56	0.57
其他非流动负债	40.3	67.9	80.0	90.0	100.0	利息保障倍数	8.35	18.16	28.99	14.83	15.42
负债总额	327.1	465.9	609.4	845.4	988.7	分红指标					
少数股东权益	10.0	41.5	52.3	60.4	71.8	DPS(元)	0.24	0.91	1.37	1.02	1.44
股本	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	分红比率	30.1%	50.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	261.0	330.7	474.2	581.4	733.1	股息收益率	0.4%	1.5%	2.3%	1.7%	2.4%
股东权益	315.4	416.6	571.5	686.8	849.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	37.1	87.4	205.0	153.2	216.7	EPS(元)	0.80	1.82	4.55	3.40	4.81
加:折旧和摊销	24.8	28.2	44.6	66.6	89.6	BVPS(元)	6.78	8.33	11.53	13.92	17.29
资产减值准备	2.7	1.3	-	-	-	PE(X)	73.6	32.4	13.0	17.3	12.3
公允价值变动损失	-0.0	-0.1	-0.1	-	-	PB(X)	8.7	7.1	5.1	4.2	3.4
财务费用	7.3	7.0	9.2	14.0	18.9	P/FCF	-68.9	-148.0	36.9	51.6	35.2
投资损失	-15.7	-0.4	-	-	-	P/S	6.0	4.2	2.8	2.5	2.1
少数股东损益	1.1	5.3	10.8	8.1	11.4	EV/EBITDA	21.7	14.8	9.0	10.9	8.0
营运资金的变动	-74.8	-82.9	44.6	-43.6	-5.4	CAGR(%)	63.1%	37.7%	100.4%	63.1%	37.7%
经营活动产生现金流量	30.2	76.2	314.1	198.4	331.2	PEG	1.2	0.9	0.1	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-47.4	-135.9	-309.8	-310.0	-310.0	ROIC/WACC	1.8	3.0	4.9	2.6	2.6
融资活动产生现金流量	58.0	29.0	13.9	115.7	-8.9	REP	3.0	1.5	0.8	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034