

太阳能

通威股份（600438.SH）

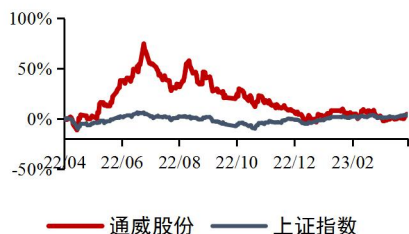
买入-A(首次)

盈利超预期，N型电池即将放量

2023年4月12日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年4月11日

收盘价(元):	40.53
年内最高/最低(元):	67.86/35.15
流通A股/总股本(亿):	45.02/45.02
流通A股市值(亿):	1,824.64
总市值(亿):	1,824.64

资料来源：最闻

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益:	4.83
摊薄每股收益:	4.83
每股净资产(元):	14.62
净资产收益率:	39.79

资料来源：最闻

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

研究助理:

贾惠琳

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 4月10日，公司公告2023年1-3月主要经营数据，实现营业收入约350-360亿元，同比增长约42%-46%；实现归母净利润约83-87亿元，同比增长约60%-68%。

事件点评

➢ **预计Q1硅料出货量约8万吨，超市场预期。**2022年底硅料价格快速下跌，春节后价格反弹至23万元/吨左右，成交活跃度逐渐提高。我们预计一季度公司硅料环节出货量约8万吨，对应权益出货量约为6万吨。公司乐山三期多晶硅计划于2023年6月底前开工建设，力争2024年内投产，预计至2023年底名义产能35万吨。当前硅料价格约20万元/吨，我们预计随着硅料行业新产能逐步释放，硅料价格会持续缓降，至二季度末降至15万元/吨左右的水平。

➢ **电池片顺利扩产，N型电池片产能释放。**随着金堂二期8GW和眉山三期8.5GW的TOPCon电池片产能建成投产，我们估计至2022年底公司电池片产能约70GW；预计2023年Q1电池片接近满产，出货约16GW。盈利能力来看，尽管3月份受高纯石英砂短缺等因素影响，硅片价格较为强势；但电池片全年供应较为紧张，且公司TOPCon电池能够享受一定溢价，因此全年盈利能力有保障。

➢ **组件业务快速成长，预计年底产能近80GW。**预计公司一季度组件出货约3GW。随着盐城和南通各25GW光伏组件制造基地项目投产，预计至2023年底公司组件产能达到80GW。此外，公司于2022年四季度进入BNEF组件制造商Tier1榜单，有利于进一步打开国内外市场。

投资建议

➢ 我们预计公司2022年-2024年归母公司净利润262.52/204.97/192.28亿元，同比增速为219.8%/-21.9%/-6.2%，2023年硅料价格下降对应归母净利润下滑，对应EPS为5.83/4.55/4.27元，PE为7.0/8.9/9.5倍，估值仍处于低位，给予“买入-A”评级。

风险提示

➢ 光伏装机不及预期，产能释放不及预期，竞争格局恶化等。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	131,874	145,107	168,071
YoY(%)	17.7	43.6	107.7	10.0	15.8



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



净利润(百万元)	3,608	8,208	26,252	20,497	19,228
YoY(%)	36.9	127.5	219.8	-21.9	-6.2
毛利率(%)	17.1	27.7	34.2	27.2	23.6
EPS(摊薄/元)	0.80	1.82	5.83	4.55	4.27
ROE(%)	11.8	21.0	41.8	25.2	19.6
P/E(倍)	50.6	22.2	7.0	8.9	9.5
P/B(倍)	6.0	4.9	3.1	2.3	1.9
净利率(%)	8.2	12.9	19.9	14.1	11.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	25592	28749	33227	33350	61271
现金	6264	3002	3956	6486	21486
应收票据及应收账款	1600	4492	9192	5122	10867
预付账款	1113	1607	1401	2287	2658
存货	2773	5683	7287	8469	11379
其他流动资产	13841	13965	11391	10986	14881
<b>非流动资产</b>	38660	59501	102383	107745	119055
长期投资	478	456	566	666	724
固定资产	29830	37303	78420	84609	95801
无形资产	1664	2411	2569	2760	2966
其他非流动资产	6689	19332	20828	19710	19564
<b>资产总计</b>	64252	88250	135610	141095	180327
<b>流动负债</b>	22381	28360	56635	44908	68560
短期借款	2349	1375	8105	1943	1824
应付票据及应付账款	13329	18109	35679	31659	50389
其他流动负债	6702	8875	12850	11307	16347
<b>非流动负债</b>	10327	18234	14304	12013	9535
长期借款	6707	11852	9574	7262	4538
其他非流动负债	3621	6382	4730	4751	4998
<b>负债合计</b>	32708	46593	70939	56922	78095
少数股东权益	1003	4154	4922	5644	6406
股本	4502	4502	4502	4502	4502
资本公积	16106	16108	16108	16108	16108
留存收益	9992	16960	34640	48323	60807
归属母公司股东权益	30541	37503	59748	78529	95826
<b>负债和股东权益</b>	64252	88250	135610	141095	180327

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3025	7618	49618	24254	37449
净利润	3715	8742	27020	21219	19989
折旧摊销	2479	2815	4078	5993	7009
财务费用	676	637	645	642	125
投资损失	-1569	-43	-451	-545	-652
营运资金变动	-2996	-5894	18490	-3081	10969
其他经营现金流	720	1360	-165	26	9
<b>投资活动现金流</b>	-4740	-13591	-47108	-10869	-17742
<b>筹资活动现金流</b>	5795	2902	-7391	-5021	-4706
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.82	5.83	4.55	4.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.69	11.02	5.39	8.32
每股净资产(最新摊薄)	6.78	8.33	13.25	17.43	21.27

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	44200	63491	131874	145107	168071
营业成本	36648	45918	86837	105639	128483
营业税金及附加	124	276	477	509	600
营业费用	778	919	2947	2916	3131
管理费用	1809	2948	5452	6131	7182
研发费用	1035	2036	3423	3921	4558
财务费用	676	637	645	642	125
资产减值损失	-293	-253	-335	-523	-704
公允价值变动收益	5	6	2	3	4
投资净收益	1569	43	451	545	652
<b>营业利润</b>	4713	10834	32211	25373	23943
营业外收入	37	20	29	32	29
营业外支出	476	464	532	543	568
<b>利润总额</b>	4274	10390	31708	24862	23405
所得税	559	1648	4688	3643	3416
<b>税后利润</b>	3715	8742	27020	21219	19989
少数股东损益	107	534	768	722	761
<b>归属母公司净利润</b>	3608	8208	26252	20497	19228
EBITDA	7150	13981	36323	31281	30303

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.7	43.6	107.7	10.0	15.8
营业利润(%)	50.9	129.9	197.3	-21.2	-5.6
归属于母公司净利润(%)	36.9	127.5	219.8	-21.9	-6.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.1	27.7	34.2	27.2	23.6
净利率(%)	8.2	12.9	19.9	14.1	11.4
ROE(%)	11.8	21.0	41.8	25.2	19.6
ROIC(%)	9.1	16.2	33.0	23.0	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.9	52.8	52.3	40.3	43.3
流动比率	1.1	1.0	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0
应收账款周转率	23.7	20.8	19.3	20.3	21.0
应付账款周转率	3.3	2.9	3.2	3.1	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	50.6	22.2	7.0	8.9	9.5
P/B	6.0	4.9	3.1	2.3	1.9
EV/EBITDA	26.5	14.6	5.7	6.3	5.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话: 010-83496336

