

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件业务快速推进，硅料竞争力再增强

业绩简评

4月24日公司披露2022年报及2023年一季报，2022年实现营收1424亿元，同比+124%，实现归母净利257亿元，同比+213%；其中Q4实现归母净利40亿元，同比+77%、环比-58%。1Q23实现营收332亿元，同比+35%，实现归母净利润86亿元，同比+66%、环比+115%，一季度业绩偏预告上限，略超预期。

同时，公司发布定增预案拟募资160亿元用于40万吨高纯晶硅项目，并拟每10股分红28.58元（含税），分红率高达50%。

经营分析

硅料单位投资额再降，规模、成本、品质优势持续强化。2022年公司实现高纯晶硅销量25.68万吨，同比+137%，在建永祥能源科技一期12万吨项目预计3Q23投产，23年底产能将提升至38万吨。此外，公司拟定增募资160亿元用于内蒙20万吨、云南二期20万吨硅料项目建设，进一步巩固规模优势，且新增项目单位投资额降至5亿元/万吨，按照折旧成本占比15%计算，预计新产能生产成本将降低4%左右。公司持续推进技术升级，2022年单位硅耗、综合电耗、蒸汽消耗分别同比下降2.7%/10.7%/72%，优质的产品品质可充分满足下游N型产品对硅料的要求，有望在硅料供给释放的背景下凭借成本和品质优势持续提升竞争力。

组件业务进展迅速，2023年出货有望达35GW。公司组件业务快速发展，2022年组件销量7.94GW，出货已进入全球TOP10。据不完全统计，公司Q1国内组件集采中标规模近3GW，国内市场迅速推进；且已进入BNEF组件制造商Tier 1榜单，为将来海外市场的推进再下一城。22年底公司组件产能提升至14GW，随着在建盐城、金堂、南通等项目达产，预计2023年底组件产能将提升至80GW，全年组件出货有望快速提升至35GW，跻身行业第一梯队。

电池片新技术进展顺利，有望充分享受新技术溢价。2022年底公司电池产能超过70GW，全年电池片出货47.98GW，同比+37%。公司眉山9GW TNC电池项目已实现满产，预计2023年底TNC电池产能将超过25GW，有望充分享受新技术溢价。

盈利预测、估值与评级

公司硅料、电池片竞争优势显著，组件业务快速推进，调整2023-2024年净利润至216.22(+3%)、182.98(-25%)亿元，新增2025年预测251.64亿元，对应EPS为4.80、4.06、5.59元，当前股价对应PE分别为8.1/9.5/6.9倍，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动，行业需求不及预期，组件市场开拓不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.80元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：年底计提难掩核心业务靓丽经营成果，组件业务...》，2023.1.20
- 《电池片盈利持续扩张，看好组件业务表现-通威股份22Q3业绩点...》，2022.10.26
- 《25GW组件扩产落地，组件布局脉络渐清晰-通威股份25GW组...》，2022.9.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,491	142,423	164,088	198,813	259,204
营业收入增长率	43.64%	124.32%	15.21%	21.16%	30.38%
归母净利润(百万元)	8,208	25,726	21,622	18,298	25,164
归母净利润增长率	127.50%	213.43%	-15.95%	-15.37%	37.53%
摊薄每股收益(元)	1.82	5.71	4.80	4.06	5.59
每股经营性现金流净额	1.69	9.73	6.90	7.90	8.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.89%	42.32%	28.47%	20.62%	23.66%
P/E	24.66	6.75	8.08	9.55	6.94
P/B	5.40	2.86	2.30	1.97	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	44,200	63,491	142,423	164,088	198,813	259,204	货币资金	6,264	3,002	36,842	36,781	43,564	54,178	
增长率		43.6%	124.3%	15.2%	21.2%	30.4%	应收款项	12,110	16,511	20,496	25,310	30,666	39,981	
主营业务成本	-36,648	-45,918	-88,060	-114,803	-152,542	-206,337	存货	2,773	5,683	11,003	13,871	16,383	22,160	
%销售收入	82.9%	72.3%	61.8%	70.0%	76.7%	79.6%	其他流动资产	4,445	3,553	7,170	10,063	11,665	13,345	
毛利	7,552	17,573	54,363	49,285	46,271	52,867	流动资产	25,592	28,749	75,511	86,025	102,278	129,665	
%销售收入	17.1%	27.7%	38.2%	30.0%	23.3%	20.4%	%总资产	39.8%	32.6%	52.0%	48.7%	49.5%	53.0%	
营业税金及附加	-124	-276	-911	-820	-994	-1,296	长期投资	735	725	656	656	656	656	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	32,828	47,939	57,298	77,894	91,370	101,966	
销售费用	-778	-919	-1,435	-1,641	-1,988	-2,592	%总资产	51.1%	54.3%	39.4%	44.1%	44.2%	41.7%	
%销售收入	1.8%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	3,135	3,419	3,418	4,134	4,459	4,837	
管理费用	-1,809	-2,948	-7,868	-8,204	-8,549	-8,424	非流动资产	38,660	59,501	69,733	90,644	104,252	115,042	
%销售收入	4.1%	4.6%	5.5%	5.0%	4.3%	3.3%	%总资产	60.2%	67.4%	48.0%	51.3%	50.5%	47.0%	
研发费用	-1,035	-2,036	-1,464	-3,282	-3,579	-4,147	资产总计	64,252	88,250	145,244	176,669	206,530	244,707	
%销售收入	2.3%	3.2%	1.0%	2.0%	1.8%	1.6%	短期借款	4,883	3,862	2,300	1,500	1,500	1,500	
息税前利润 (EBIT)	3,806	11,395	42,684	35,337	31,161	36,408	应付款项	14,073	18,871	22,012	27,553	36,561	49,395	
%销售收入	8.6%	17.9%	30.0%	21.5%	15.7%	14.0%	其他流动负债	3,425	5,627	12,045	11,976	14,066	18,003	
财务费用	-676	-637	-689	-1,369	-1,607	-1,474	流动负债	22,381	28,360	36,357	41,030	52,126	68,898	
%销售收入	1.5%	1.0%	0.5%	0.8%	0.8%	0.6%	长期贷款	6,297	11,441	15,409	22,179	22,179	22,179	
资产减值损失	-293	-253	-2,348	-783	-551	-618	其他长期负债	4,031	6,793	20,232	18,590	18,047	17,688	
公允价值变动收益	5	6	-36	0	0	0	负债	32,708	46,593	71,999	81,799	92,353	108,766	
投资收益	1,569	43	-421	50	50	50	普通股股东权益	30,541	37,503	60,797	75,947	88,755	106,370	
%税前利润	36.7%	0.4%	n.a	0.2%	0.2%	0.1%	其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	
营业利润	4,713	10,834	39,574	33,556	29,373	34,686	未分配利润	9,066	15,545	35,854	50,989	63,798	81,413	
营业利润率	10.7%	17.1%	27.8%	20.4%	14.8%	13.4%	少数股东权益	1,003	4,154	12,448	18,923	25,422	29,571	
营业外收支	-439	-444	-1,235	-500	-200	-200	负债股东权益合计	64,252	88,250	145,244	176,669	206,530	244,707	
税前利润	4,274	10,390	38,339	33,056	29,173	34,486	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	9.7%	16.4%	26.9%	20.1%	14.7%	13.3%	每股指标							
所得税	-559	-1,648	-5,966	-4,958	-4,376	-5,173	每股收益	0.801	1.823	5.715	4.803	4.064	5.590	
所得税率	13.1%	15.9%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.785	8.331	13.505	16.870	19.715	23.628	
净利润	3,715	8,742	32,373	28,097	24,797	29,313	每股经营现金净流	0.672	1.692	9.733	6.902	7.901	8.743	
少数股东损益	107	534	6,646	6,475	6,499	4,149	每股股利	0.190	0.241	2.858	1.441	1.219	1.677	
归属于母公司的净利润	3,608	8,208	25,726	21,622	18,298	25,164	回报率							
净利率	8.2%	12.9%	18.1%	13.2%	9.2%	9.7%	净资产收益率	11.81%	21.89%	42.32%	28.47%	20.62%	23.66%	
							总资产收益率	5.62%	9.30%	17.71%	12.24%	8.86%	10.28%	
							投入资本收益率	7.61%	16.52%	35.18%	23.10%	17.74%	18.09%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	17.69%	43.64%	124.32%	15.21%	21.16%	30.38%	
							EBIT增长率	11.72%	199.39%	274.60%	-17.21%	-11.82%	16.84%	
							净利润增长率	36.95%	127.50%	213.43%	-15.95%	-15.37%	37.53%	
							总资产增长率	37.23%	37.35%	64.58%	21.64%	16.90%	18.48%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	11.3	11.5	9.5	11.0	11.0	11.0	
							存货周转天数	25.8	33.6	34.6	45.0	40.0	40.0	
							应付账款周转天数	37.5	48.0	39.7	45.0	45.0	45.0	
							固定资产周转天数	246.3	214.4	136.6	143.2	129.2	103.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	12.03%	30.49%	-17.96%	-8.17%	-12.73%	-18.50%	
							EBIT利息保障倍数	5.6	17.9	61.9	25.8	19.4	24.7	
							资产负债率	50.91%	52.80%	49.57%	46.30%	44.72%	44.45%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-26	买入	35.17	N/A
2	2022-05-17	买入	39.72	N/A
3	2022-05-20	买入	45.42	61.23~61.23
4	2022-07-05	买入	65.63	93.60~93.60
5	2022-08-18	买入	54.80	93.60
6	2022-09-23	买入	49.12	N/A
7	2022-10-26	买入	47.37	N/A
8	2023-01-20	买入	40.94	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402