

通威股份(600438)

报告日期: 2023年08月25日

## 业绩符合预期, 全面推进一体化产能布局

### ——通威股份 2023 半年报点评报告

#### 投资要点

- 业绩符合预期, 2023H1 归母净利润同比增长 8.56%**  
 2023H1, 公司实现营业收入 740.68 亿元, 同比增长 22.75%; 归母净利润 132.70 亿元, 同比增长 8.56%。2023Q2, 公司实现营业收入 408.24 亿元, 同比增长 14.50%; 归母净利润 46.69 亿元, 同比减少 33.58%。
- 多晶硅: 积极向上布局工业硅产能, 生产成本有望持续降低**  
 2023H1, 公司各生产基地均满负荷运行, 实现高纯晶硅销量 17.77 万吨, 同比增长 64%, 国内市占率约 30%; 其中 N 型产品销量同比增长 447%; 目前公司生产成本已降至 4 万元/吨以内。随着永祥 12 万吨项目投产 (8 月已进入试运行), 目前产能超过 42 万吨。同时, 作为行业首个单体规模 20 万吨的云南通威二期项目于 2023 年 3 月开工, 包头 20 万吨高纯晶硅项目也在 7 月开工。为进一步提高原材料保供能力, 年内公司在包头市达茂旗和广元市苍溪县分别规划建设 30 万吨和 40 万吨工业硅项目, 其中一期项目均拟于 2024 年底前建成投产。公司工业硅项目将在自动化程度、技术工艺水平、绿色治理等方面有显著提升, 助力公司打造现代化、高水平、行业领先的工业硅生产体系。
- 电池及组件: TOPCon 效率、良率及规模行业领先, 持续完善一体化产能布局**  
 2023H1, 公司电池满产满销, 实现销量 35.87GW (含自用), 同比增长 65%。公司目前 TNC 电池量产平均转换效率提升至 25.7% (未叠加 SE 技术), 良率超过 98%。随着彭山一期 16GW 项目下线, 公司 TNC 电池产能规模达到 25GW。公司还规划双流 25GW 和眉山 16GW TNC 项目, 预计将于 2024H1 建成投产, 届时 TNC 电池产能将达到 66GW。公司加速推进组件产能建设, 目前产能已提升至 55GW。在国内电站市场, 公司连续中标包括华润电力、三峡、中电建、国家能源集团等多个项目, 累计中标容量超 9GW。在国内分布式市场, 公司与正泰、阳光、创维等平台客户达成战略合作关系。海外市场方面, 公司通过头部分销商合作、代理人模式推广、全球化团队打造等方式加强渠道拓展, 完成超 6GW 海外框架订单签约。此外, 公司拟在乐山市五通桥区以及峨眉山市各投资建设 16GW 拉棒、切片、电池片项目, 项目均力争 2024 年底建成投产, 2025 年底达产, 项目建成将进一步完善公司一体化产能布局。
- 盈利预测与估值**  
**下调盈利预测, 维持“买入”评级:** 公司是光伏多晶硅及电池片双龙头, 组件一体化布局加速。考虑多晶硅价格下行幅度超预期, 我们下调公司 2023-2025 年盈利预测, 预计归母净利润分别为 180.05、136.10、185.49 亿元 (下调前预计归母净利润分别为 202.75、184.90、219.60 亿元), 同比分别-30.01%、-24.41%、+36.29%, 对应 EPS 分别 4.00、3.02、4.12 元/股, 对应 PE 分别 7.90、10.45、7.67 倍。**维持“买入”评级。**
- 风险提示**  
 光伏需求不及预期; 项目扩产进度不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	142423	126900	149426	181526
(+/-) (%)	124.32%	-10.90%	17.75%	21.48%
归母净利润	25726	18005	13610	18549
(+/-) (%)	195.25%	-30.01%	-24.41%	36.29%
每股收益(元)	5.71	4.00	3.02	4.12
P/E	5.53	7.90	10.45	7.67
ROE (%)	44.78%	21.29%	13.03%	14.88%

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷  
执业证书号: S1230521120004  
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨  
执业证书号: S1230522040003  
chenmingyu@stocke.com.cn

分析师: 谢金翰  
执业证书号: S1230523030003  
xiejinhan@stocke.com.cn

研究助理: 尹仕昕  
yinshixin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥31.59
总市值(百万元)	142,217.16
总股本(百万股)	4,501.97

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩符合预期, 一体化趋势加速》2023.05.11
- 《多晶硅及电池片盈利维持高位, 发力组件加强垂直一体化布局——通威股份 2022 年前三季度业绩预增公告点评》2022.10.10
- 《多晶硅及电池片量利齐升, TOPCon 产线量产在即——通威股份 2022 年半年报点评报告》2022.08.19

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	75511	89256	104397	126428
现金	36842	52676	65313	84707
交易性金融资产	4299	4299	4299	4299
应收账款	6952	4291	3149	2356
其它应收款	478	425	501	609
预付账款	1487	1561	1987	2382
存货	11003	11553	14699	17625
其他	14451	14451	14451	14451
<b>非流动资产</b>	69733	81557	92465	102387
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	391	391	391	391
固定资产	53292	65158	76023	85885
无形资产	2456	2315	2175	2034
在建工程	3752	3802	3842	3873
其他	9843	9891	10035	10204
<b>资产总计</b>	145244	170813	196863	228816
<b>流动负债</b>	36357	37270	44194	50806
短期借款	88	88	88	88
应付款项	19870	20863	26544	31829
预收账款	36	32	38	46
其他	16364	16287	17524	18842
<b>非流动负债</b>	35641	37641	39641	41641
长期借款	15409	17409	19409	21409
其他	20232	20232	20232	20232
<b>负债合计</b>	71999	74911	83835	92447
少数股东权益	12448	17100	20616	25408
归属母公司股东权益	60797	78802	92412	110961
<b>负债和股东权益</b>	145244	170813	196863	228816

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	43818	30859	27561	34207
净利润	32373	22657	17126	23341
折旧摊销	5186	4427	5438	6449
财务费用	689	577	478	366
投资损失	421	0	0	0
营运资金变动	8808	1648	5324	4542
其它	(3659)	1550	(804)	(490)
<b>投资活动现金流</b>	(20806)	(16447)	(16447)	(16447)
资本支出	(9359)	(16245)	(16245)	(16245)
长期投资	70	0	0	0
其他	(11517)	(203)	(203)	(203)
<b>筹资活动现金流</b>	9246	1423	1522	1634
短期借款	(1287)	0	0	0
长期借款	3968	2000	2000	2000
其他	6565	(577)	(478)	(366)
<b>现金净增加额</b>	32258	15835	12636	19394

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	142423	126900	149426	181526
营业成本	88060	92461	117640	141063
营业税金及附加	911	508	598	726
营业费用	1435	888	2690	2904
管理费用	7868	3172	4483	5446
研发费用	1464	1015	1494	1634
财务费用	689	577	478	366
资产减值损失	(2348)	(1903)	(2241)	(2360)
公允价值变动损益	(36)	0	0	0
投资净收益	(421)	0	0	0
其他经营收益	384	354	417	507
<b>营业利润</b>	39574	26729	20220	27533
营业外收支	(1235)	(74)	(71)	(73)
<b>利润总额</b>	38339	26655	20148	27460
所得税	5966	3998	3022	4119
<b>净利润</b>	32373	22657	17126	23341
少数股东损益	6646	4652	3516	4792
<b>归属母公司净利润</b>	25726	18005	13610	18549
EBITDA	43591	31467	25837	34000
EPS (最新摊薄)	5.71	4.00	3.02	4.12

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	124.32%	-10.90%	17.75%	21.48%
营业利润	248.98%	-32.46%	-24.35%	36.17%
归属母公司净利润	195.25%	-30.01%	-24.41%	36.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.17%	27.14%	21.27%	22.29%
净利率	22.73%	17.85%	11.46%	12.86%
ROE	44.78%	21.29%	13.03%	14.88%
ROIC	37.60%	21.63%	14.23%	16.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.57%	43.86%	42.59%	40.40%
净负债比率	24.60%	26.31%	25.90%	25.65%
流动比率	2.08	2.39	2.36	2.49
速动比率	1.77	2.08	2.03	2.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.22	0.80	0.81	0.85
应收账款周转率	38.40	29.82	34.22	34.71
应付账款周转率	9.19	8.19	8.95	8.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	5.71	4.00	3.02	4.12
每股经营现金	9.73	6.85	6.12	7.60
每股净资产	13.50	17.50	20.53	24.65
<b>估值比率</b>				
P/E	5.53	7.90	10.45	7.67
P/B	2.34	1.80	1.54	1.28
EV/EBITDA	3.91	4.13	4.75	3.24

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>