

## 通威股份(600438.SH)

## 光伏板块量利齐升推动业绩高增，全面布局组件业务

## 推荐（维持）

股价：37.95元

## 主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/43.85%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通A股(百万股)	4,502
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,747
流通A股市值(亿元)	1,747
每股净资产(元)	14.98
资产负债率(%)	48.2

## 行情走势图



## 证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
PIXIU809@pingan.com.cn

## 研究助理

苏可 一般证券从业资格编号  
S1060122050042  
suke904@pingan.com.cn



## 事项：

公司发布 2022 年报，实现营业收入 1424.23 亿元，同比（相对按照最新会计政策调整后的 2021 年数据）增长 119.69%，归母净利润 257.26 亿元，同比增长 217.25%，扣非后净利润 265.47 亿元，同比增长 216.50%，EPS 5.71 元，拟每 10 股派发现金红利 28.58 元(含税)。公司发布 2023 年一季报，实现营收 332.45 亿元，同比增长 34.7%，归母净利润 86.01 亿元，同比增长 65.6%。公司发布 2023 年度向特定对象发行股票预案，拟募集不超过 160 亿元，用于 40 万吨多晶硅产能建设。

## 平安观点：

- **光伏板块量利齐升推动业绩大增。**2022 年及 2023 年一季度，公司归母净利润分别同比增长 213.4%、65.6%，主要由于以多晶硅、电池片为代表的光伏板块量、利大幅增长。由于多晶硅出货量大幅增长且销售价格提升，2022 年多晶硅及化工业务收入 618.55 亿元，同比 229.7%，毛利率增加 8.44 个百分点至 75.13%；电池及组件业务收入 535.3 亿元，同比增长 114.67%，毛利率同比增加 1.38 个百分点至 10.19%。2023 年一季度，公司在收入规模同比增长 34.67%的同时，综合毛利率同比增加 9.04 个百分点至 43.15%。
- **多晶硅产能快速扩张，第八代永祥法工艺先进。**2022 年，公司实现多晶硅销量 25.68 万吨，同比增长 138.41%，对应的单吨收入约 23.4 万元，同比提升约 50%。截至 2022 年底，公司多晶硅产能超 26 万吨，目前正在推进永祥能源科技一期 12 万吨项目建设，预计将于 2023 年三季度投产，届时公司产能将超过 38 万吨，规模优势进一步扩大。2022 年公司相继公告了内蒙古通威硅能源 20 万吨高纯晶硅及配套项目、云南通威二期 20 万吨高纯晶硅及配套项目投资计划，这两个项目也是本次定增募投项目，将应用“第八代永祥法”工艺，单体规模更大（单线 20 万吨）、单位投资更低（每万吨投资额 4-5 亿元），将巩固公司多晶硅领域的技术优势。
- **电池片出货蝉联全球第一，规模化建设 TOPCon 产能。**2022 年公司实现电池片销量 47.98GW，同比增长 37.35%，继续蝉联全球第一；公司陆

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,491	142,423	165,560	170,251	204,214
YOY(%)	43.6	124.3	16.2	2.8	19.9
净利润(百万元)	8,208	25,726	21,554	13,541	17,070
YOY(%)	127.5	213.4	-16.2	-37.2	26.1
毛利率(%)	27.7	38.2	26.5	18.8	19.0
净利率(%)	12.9	18.1	13.0	8.0	8.4
ROE(%)	21.9	42.3	28.1	15.6	17.2
EPS(摊薄/元)	1.82	5.71	4.79	3.01	3.79
P/E(倍)	20.8	6.6	7.9	12.6	10.0
P/B(倍)	4.6	2.9	2.3	2.0	1.8

投产通合项目、金堂二期以及眉山三期项目，目前电池片总产能超 70GW，182mm 及以上尺寸产能占比超过 95%，预计 2023 年底电池片产能达到 80-100GW。2022 年，公司在 TOPCon 方面推出 TNC 电池产品，采用 PECVD Poly 技术方案，并于 2022 年 11 月底投产了眉山 9GW TNC 电池项目，目前已满产发挥，产品平均转换效率 25.5%。2022 年底公司启动了眉山 16GW TNC 电池项目的建设，预计将于 2023 年下半年建成投产，届时公司 TNC 电池产能将达到 25GW。

- **全面布局组件业务，有望快速做大做强。**公司自 2022 年 7 月开始重点发力组件业务，2022 年组件销量 7.94GW，同比增长 226.1%，跻身全球组件出货量前十名。截至 2022 年底公司组件产能 14GW，并已陆续启动盐城、金堂、南通等组件项目，预计到 2023 年底组件产能将达到 80GW。2023 以来组件业务发展迅猛，公司在多个央企大规模组件招标中成功中标，估计 2023Q1 的组件出货量 3GW 左右，2023 全年公司组件出货量有望达到 35GW。整体来看，公司具备硅料、硅片、电池、组件的一体化优势，结合突出的精细化管理能力，公司有条件将组件业务做大做强，组件业务有望成为公司未来打开成长空间的重要抓手。
- **投资建议。**考虑硅料供需形势以及公司组件业务拓展情况，调整公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 215.5（原值 226.6）、135.4（原值 187.0）、170.7（新增）亿元，EPS 分别为 4.79、3.01、3.79 元，动态 PE 7.9、12.6、10.0 倍。光伏行业长期前景向好，公司在光伏制造领域竞争力突出，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内外光伏需求受政策、宏观环境等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）硅料价格步入下行阶段，硅料盈利水平可能大幅下降。（3）电池片环节技术迭代速度较快，如果新技术发展速度超预期，可能影响存量电池片产能的盈利水平。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	75,511	97,176	105,851	122,363
现金	36,842	47,890	53,651	60,667
应收票据及应收账款	20,617	23,966	24,645	29,561
其他应收款	478	1,713	1,761	2,113
预付账款	1,487	1,729	1,778	2,132
存货	11,003	15,202	17,272	20,658
其他流动资产	5,085	6,676	6,744	7,231
<b>非流动资产</b>	69,733	73,302	76,370	79,116
长期投资	391	372	354	336
固定资产	57,364	61,266	64,669	67,570
无形资产	2,456	2,333	2,210	2,087
其他非流动资产	9,522	9,331	9,137	9,122
<b>资产总计</b>	145,244	170,478	182,221	201,478
<b>流动负债</b>	36,357	47,200	52,741	63,095
短期借款	88	0	0	0
应付票据及应付账款	19,870	27,453	31,191	37,306
其他流动负债	16,400	19,746	21,549	25,790
<b>非流动负债</b>	35,641	30,724	25,496	20,023
长期借款	28,593	23,676	18,447	12,974
其他非流动负债	7,048	7,048	7,048	7,048
<b>负债合计</b>	71,999	77,924	78,236	83,118
少数股东权益	12,448	15,957	17,461	19,324
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,144	16,145	16,145	16,145
留存收益	40,151	55,951	65,877	78,390
<b>归属母公司股东权益</b>	60,797	76,597	86,523	99,036
<b>负债和股东权益</b>	145,244	170,478	182,221	201,478

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	43,423	30,727	23,164	25,238
净利润	32,373	25,062	15,045	18,932
折旧摊销	5,186	4,413	4,914	5,236
财务费用	689	1,121	844	562
投资损失	421	-182	-282	-382
营运资金变动	1,192	313	2,627	859
其他经营现金流	3,562	-0	15	31
<b>投资活动现金流</b>	-20,806	-7,800	-7,715	-7,631
资本支出	12,051	8,000	8,000	8,000
长期投资	-5,906	0	0	0
其他投资现金流	-26,951	-15,800	-15,715	-15,631
<b>筹资活动现金流</b>	9,246	-11,879	-9,687	-10,592
短期借款	-1,287	-88	0	0
长期借款	14,241	-4,917	-5,229	-5,473
其他筹资现金流	-3,707	-6,875	-4,459	-5,119
<b>现金净增加额</b>	31,896	11,049	5,761	7,016

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	142,423	165,560	170,251	204,214
营业成本	88,060	121,671	138,237	165,335
税金及附加	911	748	769	922
营业费用	1,435	1,668	1,715	2,057
管理费用	7,868	8,278	8,513	10,211
研发费用	1,464	1,702	1,751	2,100
财务费用	689	1,121	844	562
资产减值损失	-2,212	-331	-341	-408
信用减值损失	-136	-158	-162	-195
其他收益	397	354	354	354
公允价值变动收益	-36	0	0	0
投资净收益	-421	182	282	382
资产处置收益	-13	-31	-31	-31
<b>营业利润</b>	39,574	30,387	18,524	23,128
营业外收入	31	29	29	29
营业外支出	1,266	736	736	736
<b>利润总额</b>	38,339	29,681	17,818	22,421
所得税	5,966	4,619	2,773	3,489
<b>净利润</b>	32,373	25,062	15,045	18,932
少数股东损益	6,646	3,509	1,505	1,863
<b>归属母公司净利润</b>	25,726	21,554	13,541	17,070
EBITDA	44,214	35,215	23,576	28,219
EPS (元)	5.71	4.79	3.01	3.79

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	124.3	16.2	2.8	19.9
营业利润(%)	265.3	-23.2	-39.0	24.9
归属于母公司净利润(%)	213.4	-16.2	-37.2	26.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	38.2	26.5	18.8	19.0
净利率(%)	18.1	13.0	8.0	8.4
ROE(%)	42.3	28.1	15.6	17.2
ROIC(%)	59.8	35.7	20.5	24.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	49.6	45.7	42.9	41.3
净负债比率(%)	-11.1	-26.2	-33.9	-40.3
流动比率	2.1	2.1	2.0	1.9
速动比率	1.7	1.6	1.6	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0
应收账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	8.0	8.0	8.0	8.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	5.71	4.79	3.01	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	9.65	6.83	5.15	5.61
每股净资产(最新摊薄)	13.07	16.58	18.78	21.56
<b>估值比率</b>				
P/E	6.6	7.9	12.6	10.0
P/B	2.9	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.2	5.0	7.0	5.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033