

# 通威股份 (600438.SH)

组件业务进展顺利，定增加码硅料产能

增持

## 核心观点

**2022年硅料高景气，公司营收利润显著提升。**公司2022年实现营业收入1424亿元，同比+120%；23Q1实现营收332亿元，同比+35%。2022年实现归母净利润257亿元，同比+217%；23Q1实现归母净利润86亿元，同比+66%。2022年公司毛利率为38.2%，同比+10.5pct；23Q1毛利率为43.2%，同比+9.0pct，环比+8.0pct。2022年公司净利率22.73%，同比+10.0pct；23Q1净利率为32.9%，同比+9.3pct，环比+17.6pct。

**硅料出货大幅提升。**公司2022年多晶硅料出货25.7万吨，同比增长138.4%；2023年一季度出货量约8万吨，同比增长约67%。截至2022年底公司硅料产能26万吨，预计2023年底达到38万吨。同时，公司已公告待建项目有内蒙包头20万吨、云南保山20万吨，均预计2024年底前竣工投产。

**电池片业务稳步增长，N型TOPCon量产落地。**公司2022年光伏电池片出货48GW，同比增长37.4%；2023年一季度电池片出货16GW，同比增长70%。截至2022年底，公司电池片产能70GW，其中182mm及以上的大尺寸占比超过95%。公司眉山9GW N型TOPCon电池产能目前已满产，平均转换效率达到25.5%。此外公司彭山16GW TOPCon电池项目预计将于2023年下半年投产。

**组件转型进展顺利，2023年产能快速扩张。**公司组件业务从2022年下半年开始发力，当年实现8GW出货，同比增长226%，23Q1实现3GW出货，预计2023全年出货或达到35GW。截至目前，公司累计中标项目规模超过14GW。2022年底公司组件产能14GW，预计2023年底达到80GW。

**定增加码硅料产能建设。**公司披露定增预案，拟募集资金160亿元，投向包头20万吨和保山20万吨硅料项目。两个项目的总投资均接近100亿元，单万吨投资约5亿元，产能初始投资成本显著低于行业平均水平。

**风险提示：**硅料价格下跌速度快于预期，公司产能投放不及预期，光伏行业各环节竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计2023-2025年归母净利润194.8/202.6/223.5亿元（原2023/2024年预测为177.6/201.3亿元），同比增速14.1%/11.9%/11.3%，对应4月25日收盘价的动态PE为8.8/8.4/7.6x。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63491	142423	138617	169702	198028
(+/-%)	43.6%	124.3%	-2.7%	22.4%	16.7%
净利润(百万元)	8208	25726	19481	20259	22348
(+/-%)	127.5%	213.4%	-24.3%	4.0%	10.3%
每股收益(元)	1.82	5.71	4.33	4.50	4.96
EBIT Margin	17.9%	30.0%	21.4%	16.9%	15.0%
净资产收益率(ROE)	24.1%	52.3%	30.4%	27.1%	24.8%
市盈率(PE)	21.3	6.8	9.0	8.6	7.8
EV/EBITDA	15.7	5.2	7.1	7.3	7.0
市净率(PB)	4.2	2.4	2.1	1.7	1.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王昕宇

021-60375422

cnwangxinyu6@guosen.com.cn

S0980522090002

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	37.95元
总市值/流通市值	170849/170849百万元
52周最高价/最低价	67.86/35.15元
近3个月日均成交额	1859.03百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《通威股份(600438.SH)-光伏硅料电池双龙头，快速推进一体化组件布局》——2023-03-16

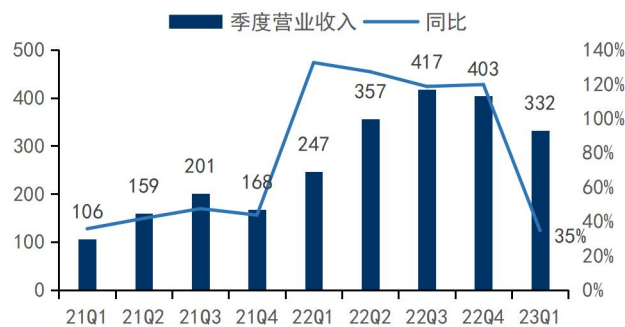
2022 年硅料紧缺，价格维持高位，公司营收利润显著提升。公司 2022 年实现营业收入 1424 亿元，同比+120%；23Q1 实现营收 332 亿元，同比+35%。2022 年实现归母净利润 257 亿元，同比+217%；23Q1 实现归母净利润 86 亿元，同比+66%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



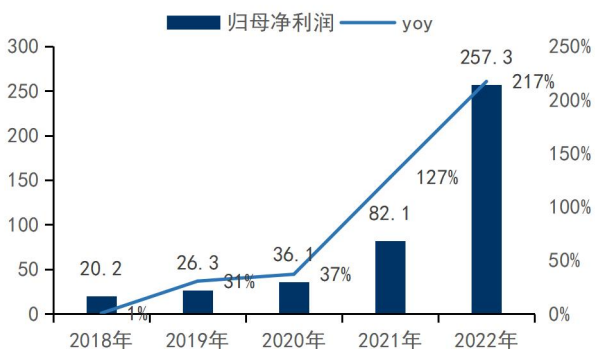
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



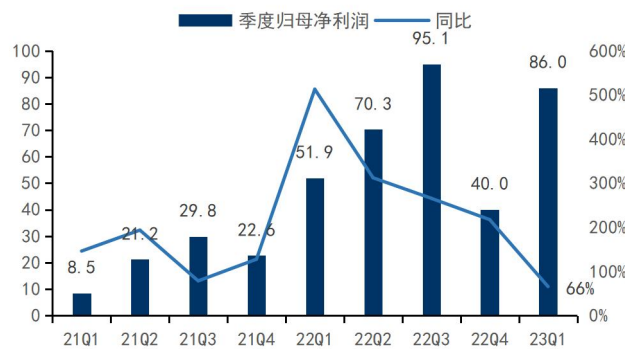
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

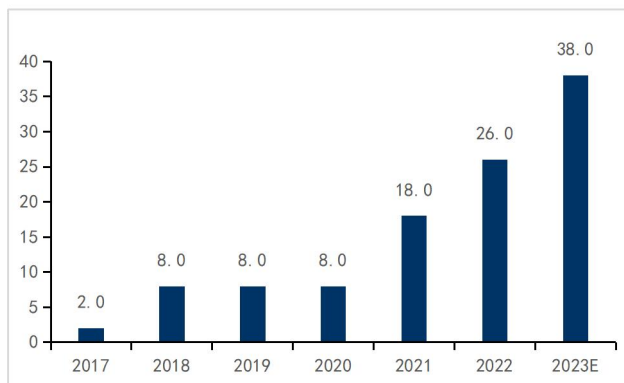
图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

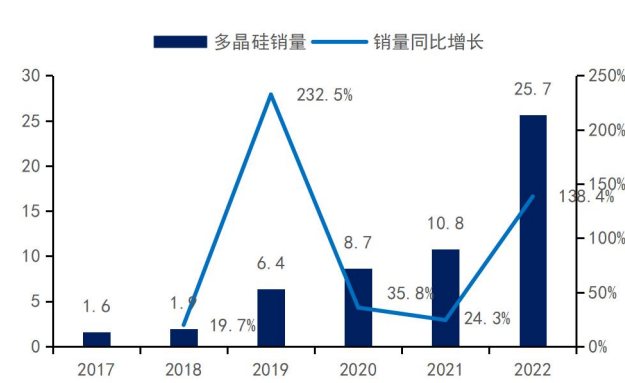
硅料业务方面，公司 2022 年出货 25.7 万吨，同比增长 138.4%，23Q1 出货 8 万吨。截至 2022 年底公司硅料产能 26 万吨，预计 2023 年底达到 38 万吨。同时，公司已公告待建项目有内蒙 20 万吨、云南 20 万吨，预计 2024 年底前实现投产。

图5：公司硅料产能（万吨，年底数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

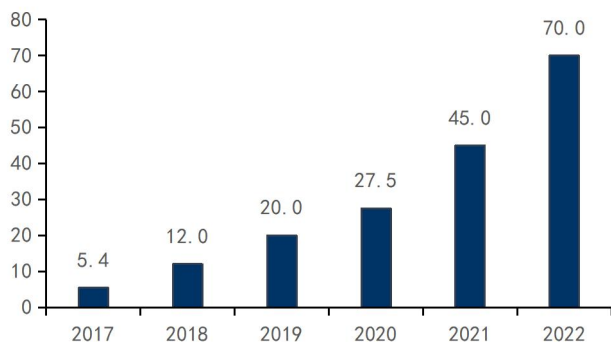
图6：公司多晶硅销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

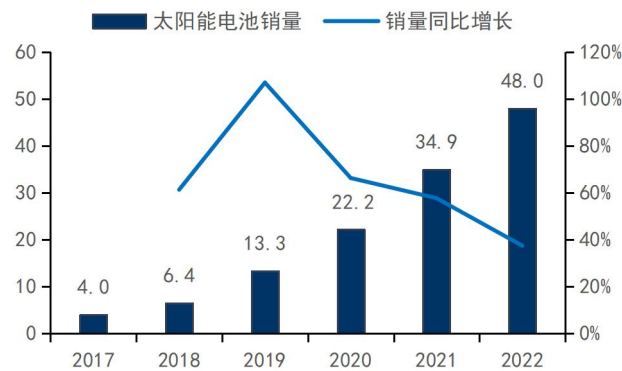
电池片业务，公司 2022 年出货 48.0GW，同比增长 37.4%，23Q1 出货 16GW。截至 2022 年底公司电池片产能 70GW，其中 182 及以上尺寸占比超过 95%。公司眉山 9GW N 型 TOPCon 电池项目目前已满产，平均转换效率 25.5%。此外，公司彭山 16GW TOPCon 电池产能预计下半年投产。

图7：公司光伏电池片产能（GW，年底数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

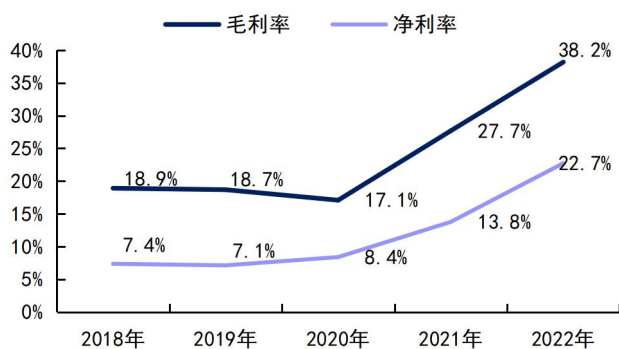
图8：公司电池片销量（GW，含自用）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

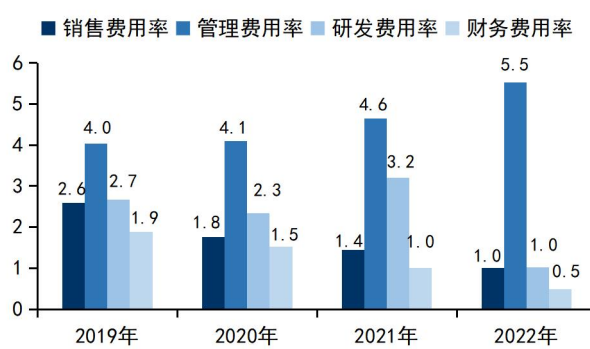
2022 年，在硅料业务放量、单吨盈利提升的带动下，公司综合毛利率达到 38.2%，同比+10.5pct；销售净利率 22.7%，同比+8.9pct。期间费用率方面，除管理费用率上升，其他均呈下降趋势。2022 年销售费用率 1.0%，同比-0.4pct；研发费用率 1.0%，同比-2.2pct；财务费用率 0.5%，同比-0.5pct。管理费用率 5.5%，同比提升 0.9pct，主要是职工薪酬增加所致。2022 年公司管理费用中职工薪酬 63.4 亿元，同比提升 208%，在经营业绩较好的年份大幅提高员工薪酬发放，可以有效增强员工积极性和忠诚度，有利于公司长远发展。

图9：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司各项费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年度公司经营性现金净流入 438.2 亿元, 同比增加 475%, 体现出在硅料紧缺、价格维持高位的背景下, 公司作为行业龙头的良好经营性现金状况。投资性现金净流出 208.1 亿元, 同比增加 53%, 公司产能扩张有所提速, 未来公司硅料、电池、组件多个板块产能扩展给, 投资性现金流出可能继续提升。融资性现金流方面, 2022 年在完成 120 亿元可转债发行的情况下, 融资性现金净流入 92.5 亿元, 意味着剔除可转债后, 公司净偿还 27.5 亿元的有息债务。总体来看, 公司 2022 年现金流情况极好, 为未来面对光伏行业竞争, 以及公司自身战略转型和投资扩产提供了坚实的现金基础。

图 11: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

公司披露定增预案, 拟募集资金 160 亿元, 投向包头 20 万吨和保山 20 万吨硅料项目。两个项目的总投资均接近 100 亿元, 单万吨投资约 5 亿元, 显著低于行业平均水平。

表 1: 公司定增募投项目情况

序号	募投项目	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投入金额 (亿元)
1	内蒙 20 万吨高纯晶硅项目	101.1	94
2	云南 20 万吨高纯晶硅项目	100.8	66
6	合计	101.9	160

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司硅料产能持续加码，扩大龙头市占率优势，但硅料价格处在下行通道中，硅料产品的毛利率将持续下降。2023 年公司组件产能大幅扩张，我们假设公司未来电池产品逐渐由外销转为自供。预计 2023-2025 年主营业务收入分别为 1616/1978/2308 亿元，同比增长 14.2%/22.4%/16.7%。实现归母净利润 194.8/202.6/223.5 亿元，同比增速 14.1%/11.9%/11.3%。

表2: 通威股份业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>多晶硅</b>						
销售量 (万吨)	10.8	25.7	35.0	52.0	84.0	85.5
收入 (亿元)	187.6	618.6	480.1	460.2	594.7	605.3
增速	186.9%	229.7%	-22.4%	-4.1%	29.2%	1.8%
毛利 (亿元)	125.1	464.7	312.1	226.2	220.9	229.1
毛利率	66.7%	75.1%	65.0%	49.2%	37.1%	37.9%
单吨毛利 (万元/吨)	11.58	18.10	8.92	4.35	2.63	2.68
<b>光伏电池组件</b>						
电池销售量 (GW)	29.1	40.0	36.4	28.7	18.2	4.7
组件销售量 (GW)	2.4	8.0	32.9	66.5	87.5	108.5
收入 (亿元)	249.4	535.3	768.5	1115.9	1273.2	1464.3
增速	61.4%	114.7%	43.6%	45.2%	14.1%	15.0%
毛利 (亿元)	22.0	54.5	102.1	185.3	216.1	253.0
毛利率	8.8%	10.2%	13.3%	16.6%	17.0%	17.3%
<b>光伏电站</b>						
主营业务收入 (亿元)	16.0	16.6	18.8	18.8	18.8	18.8
增速	36.8%	7.7%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (亿元)	10.1	10.7	11.3	11.3	11.3	11.3
毛利率	62.8%	64.6%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>光伏业务小计 (内部抵消后)</b>						
主营业务收入 (亿元)	381.8	1098.3	1267.4	1594.8	1886.7	2088.3
增速	69.7%	187.6%	15.4%	25.8%	18.3%	10.7%
毛利 (亿元)	152.0	517.2	425.4	422.7	448.2	493.4
毛利率	39.8%	47.1%	33.6%	26.5%	23.8%	23.6%
<b>农牧业务</b>						
主营业务收入 (亿元)	245.9	316.5	348.1	382.9	421.2	442.3
增速	17.5%	28.7%	10.0%	10.0%	10.0%	5.0%
毛利 (亿元)	23.3	25.0	34.8	38.3	42.1	44.2
毛利率	9.5%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计</b>						
主营业务收入 (亿元)	625.8	1414.7	1615.5	1977.8	2307.9	2530.6
增速	44.3%	126.0%	14.2%	22.4%	16.7%	9.7%
毛利 (亿元)	174.2	542.2	460.2	461.0	490.3	537.6
毛利率	27.8%	38.3%	28.5%	23.3%	21.2%	21.2%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议:** 上调盈利预测, 维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 194.8/202.6/223.5 亿元 (原 2023/2024 年预测为 177.6/201.3 亿元), 同比增速 14.1%/11.9%/11.3%, 对应 4 月 25 日收盘价的动态 PE 为 8.8/8.4/7.6x。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3002	36842	38154	39740	39624	<b>营业收入</b>	<b>63491</b>	<b>142423</b>	<b>138617</b>	<b>169702</b>	<b>198028</b>
应收款项	4492	6952	3560	6509	7596	营业成本	45918	88060	99129	130143	155955
存货净额	5683	11003	9992	12480	14955	营业税金及附加	276	911	887	1085	1267
其他流动资产	13240	14330	14869	15617	15596	销售费用	919	1435	1396	1710	1995
<b>流动资产合计</b>	<b>28749</b>	<b>75511</b>	<b>72856</b>	<b>81247</b>	<b>85188</b>	管理费用	2948	7868	5822	6449	7129
固定资产	47931	57289	62259	75776	96292	研发费用	2036	1464	1663	1697	1980
无形资产及其他	2411	2456	2319	2183	2047	财务费用	637	689	1140	1124	1120
其他长期资产	8704	9598	9703	10182	9901	投资收益	43	(421)	0	0	0
长期股权投资	456	391	391	391	391	资产减值及公允价值变动	(253)	(2348)	(230)	(230)	(230)
<b>资产总计</b>	<b>88250</b>	<b>145244</b>	<b>147528</b>	<b>169778</b>	<b>193818</b>	其他收入	540	2695	530	530	530
短期借款及交易性金融负债	3862	2300	2000	2000	2000	营业利润	10834	39574	28649	27564	28651
应付款项	18109	19870	10642	13971	16742	营业外净收支	(444)	(1235)	0	0	0
其他流动负债	3174	8746	9571	9681	11556	<b>利润总额</b>	<b>10390</b>	<b>38339</b>	<b>28649</b>	<b>27564</b>	<b>28651</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>28360</b>	<b>36357</b>	<b>27510</b>	<b>32137</b>	<b>37865</b>	所得税费用	1648	5966	4297	4135	4298
长期借款及应付债券	11852	25686	25686	25686	25686	少数股东损益	534	6646	4870	3170	2006
其他长期负债	6382	9955	9950	9989	10024	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8208</b>	<b>25726</b>	<b>19481</b>	<b>20259</b>	<b>22348</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18234</b>	<b>35641</b>	<b>35636</b>	<b>35675</b>	<b>35711</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>46593</b>	<b>71999</b>	<b>63146</b>	<b>67812</b>	<b>73576</b>	净利润	8208	25726	19481	20259	22348
少数股东权益	4154	12448	16966	20136	22141	资产减值准备	(129)	(2212)	(200)	(200)	(200)
股东权益	37503	60797	67415	81830	98101	折旧摊销	2712	5028	3897	4529	5571
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>88250</b>	<b>145244</b>	<b>147528</b>	<b>169778</b>	<b>193818</b>	公允价值变动损失	(6)	36	0	0	0
						财务费用	637	689	1140	1124	1120
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(941)	926	(4581)	(2178)	1672
每股收益	1.82	5.71	4.33	4.50	4.96	其它	(2226)	14313	6206	4533	3361
每股红利	0.91	2.86	1.30	1.35	1.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>7618</b>	<b>43818</b>	<b>24803</b>	<b>26943</b>	<b>32752</b>
每股净资产	9.25	16.27	18.74	22.65	26.71	资本开支	(13975)	(15218)	(8730)	(17910)	(25950)
ROIC	19%	42%	24%	20%	18%	其它投资现金流	384	(5588)	(105)	(479)	281
ROE	24%	52%	30%	27%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13591)</b>	<b>(20806)</b>	<b>(8835)</b>	<b>(18389)</b>	<b>(25669)</b>
毛利率	28%	38%	28%	23%	21%	权益性融资	(7)	1993	0	0	0
EBIT Margin	18%	30%	21%	17%	15%	负债净变化	4695	12266	(300)	0	0
EBITDA Margin	22%	34%	24%	20%	18%	支付股利、利息	(1149)	(4323)	(13216)	(5844)	(6078)
收入增长	44%	124%	-3%	22%	17%	其它融资现金流	(450)	(1569)	(300)	0	0
净利润增长率	127%	213%	-24%	4%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2902</b>	<b>9246</b>	<b>(14655)</b>	<b>(6968)</b>	<b>(7198)</b>
资产负债率	53%	50%	43%	40%	38%	<b>现金净变动</b>	<b>(3071)</b>	<b>32258</b>	<b>1312</b>	<b>1586</b>	<b>(115)</b>
息率	2.4%	7.4%	3.3%	3.5%	3.8%	货币资金的期初余额	6264	3002	36842	38154	39740
P/E	21.3	6.8	9.0	8.6	7.8	货币资金的期末余额	3002	36842	38154	39740	39624
P/B	4.2	2.4	2.1	1.7	1.5	企业自由现金流	(2617)	26778	15847	8766	6539
EV/EBITDA	15.7	5.2	7.1	7.3	7.0	权益自由现金流	1542	28596	14578	7811	5587

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032