

**事件：**4 月 24 日，公司发布 22 年度报告与 23 年一季报。22 年公司实现收入 1424.23 亿元，同比+119.69%；实现归母净利润 257.26 亿元，同比+217.25%；实现扣非净利 265.47 亿元，同比+216.50%。分季度来看，22Q4 公司实现收入 403.38 亿元，同比+122.49%；实现归母净利润 39.96 亿元，同比+84.62%；实现扣非净利 45.67 亿元，同比+78.68%。23Q1 公司实现收入 332.45 亿元，同比+34.67%，实现归母净利润 86.01 亿元，同比+65.59%，实现扣非净利 85.04 亿元，同比+65.62%。公司业绩高增的原因：1) 22 年硅料供不应求，价格水平维持高位；2) 大尺寸电池片产能快速释放，有效匹配市场需求；3) 组件业务逐步放量。

**光伏赛道高景气，多项业务乘势发力。**22 年硅料价格上涨显著，公司乘势发力，快速投产高纯晶硅新项目，实现收入 618.55 亿元，同比+229.70%，龙头地位进一步稳固。电池片方面，公司全年实现销量 47.98GW，同比+37.35%，蝉联电池片出货量全球第一。为完善光伏产业结构，公司启动组件业务布局，实现销量 7.94GW，同比+226.06%；并持续聚焦规模化“渔光一体”基地的开发与建设，累计装机并网规模达 3.4GW。

**产能布局不断扩张，规模效应凸显。**高纯晶硅方面，永祥能源科技一期投产后，预计在 2023 年三季度公司产能将超过 38 万吨；硅片方面，公司现有 15GW 拉棒+切片产能；电池片方面，通合项目、金堂二期以及眉山三期项目陆续投产，目前总产能规模已超 70GW，其中 182mm 及以上尺寸产能占比超过 95%；公司目前组件产能 14GW，预计 2023 年底将达到 80GW。公司规模效应将进一步加强，整体成本水平优化。

**多技术路线布局，坚持技术进步推动产业升级。**高纯晶硅方面，公司全年单位硅耗、综合电耗、蒸汽消耗分别同比下降 2.7%、10.7%、72%，产品质量进一步提升，单晶率持续稳定在 99%以上。电池片方面，公司 PERC 产品平均非硅成本同比下降 13%；自主研发的 TOPCon 技术路线 TNC 电池产品已实现量产，根据公司年报的预测，2023 年下半年公司 TNC 电池产能将达到 25GW；HJT 技术路线上公司已完成双面纳米晶技术开发；钙钛矿目前处于实验室阶段，小尺寸钙钛矿/晶硅叠层电池实验室第三方认证效率达到 27.19%。组件方面，公司突破了 SMBB 技术壁垒，在 210mm 大尺寸领域实现行业首家 SMBB 组件产品的规模化量产。

**投资建议：**预计公司 23-25 年营收分别为 1762/2159/2691 亿元，归母净利润分别为 236/201/213 亿元，对应 PE 为 7x/8x/8x，公司硅料、电池片龙头地位稳固，加码组件业务有望穿越周期，维持“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	142423	176202	215927	269136
增长率 (%)	119.7	23.7	22.5	24.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	25726	23607	20108	21254
增长率 (%)	217.3	-8.2	-14.8	5.7
每股收益 (元)	5.71	5.24	4.47	4.72
PE	7	7	8	8
PB	2.8	2.0	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**37.95 元**


### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

### 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

### 研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

## 相关研究

1.通威股份 (600438.SH) 2022 年三季报点评：业绩强增长，一体化布局夯实龙头地位-2022/10/28

2.通威股份 (600438.SH) 2022 年半年报点评：龙头地位稳固，前路风景无限好-2022/08/18

3.通威股份 (600438) 2021 年报及 22 年一季报点评：行业龙头地位稳固，看好全年盈利高增-2022/04/26

4.通威股份(600438):硅料景气持续，产能扩张坚定-2021/08/18

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	142423	176202	215927	269136
营业成本	88060	130875	173604	222641
营业税金及附加	911	1339	1641	2045
销售费用	1435	1498	2159	2691
管理费用	7868	4405	5398	6728
研发费用	1464	1762	2159	2691
EBIT	42477	36734	31475	32982
财务费用	689	1217	1209	1028
资产减值损失	-2212	-300	-200	-200
投资收益	-421	-88	-108	-135
营业利润	39574	35217	30066	31754
营业外收支	-1235	-470	-470	-470
利润总额	38339	34747	29596	31284
所得税	5966	4865	4143	4380
净利润	32373	29882	25453	26904
归属于母公司净利润	25726	23607	20108	21254
EBITDA	48058	42818	37873	40158

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	36842	61832	78606	97145
应收账款及票据	6952	8291	10167	12679
预付款项	1487	2618	3472	4453
存货	11003	19478	23892	29804
其他流动资产	19227	34231	40553	49023
流动资产合计	75511	126449	156690	193104
长期股权投资	391	391	391	391
固定资产	53292	70688	78969	87192
无形资产	2456	2476	2496	2516
非流动资产合计	69733	79607	89260	98133
资产合计	145244	206056	245949	291237
短期借款	88	88	88	88
应付账款及票据	19870	38177	46784	58313
其他流动负债	16400	22152	27985	34840
流动负债合计	36357	60417	74857	93241
长期借款	15409	22179	22179	22179
其他长期负债	20232	20332	20332	20332
非流动负债合计	35641	42512	42512	42512
负债合计	71999	102929	117369	135753
股本	4502	4502	4502	4502
少数股东权益	12448	18723	24068	29718
股东权益合计	73245	103127	128580	155484
负债和股东权益合计	145244	206056	245949	291237

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	119.69	23.72	22.54	24.64
EBIT 增长率	270.40	-13.52	-14.32	4.79
净利润增长率	217.25	-8.24	-14.82	5.70
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.17	25.72	19.60	17.28
净利润率	18.06	13.40	9.31	7.90
总资产收益率 ROA	17.71	11.46	8.18	7.30
净资产收益率 ROE	42.32	27.97	19.24	16.90
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.08	2.09	2.09	2.07
速动比率	1.70	1.69	1.70	1.68
现金比率	1.01	1.02	1.05	1.04
资产负债率 (%)	49.57	49.95	47.72	46.61
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	9.37	11.00	11.00	11.00
存货周转天数	34.11	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.22	1.00	0.96	1.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.71	5.24	4.47	4.72
每股净资产	13.50	18.75	23.21	27.94
每股经营现金流	9.73	8.23	7.85	8.25
每股股利	2.86	0.91	0.91	0.91
<b>估值分析</b>				
PE	7	7	8	8
PB	2.8	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	2.79	2.55	2.44	1.84
股息收益率 (%)	7.53	2.40	2.40	2.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	32373	29882	25453	26904
折旧和摊销	5581	6084	6398	7176
营运资金变动	1192	-1374	843	379
经营活动现金流	43818	37051	35345	37130
资本开支	-15185	-16532	-16512	-16485
投资	-5906	-628	0	0
投资活动现金流	-20806	-17256	-16620	-16620
股权募资	2032	0	0	0
债务募资	14369	6854	0	0
筹资活动现金流	9246	5195	-1951	-1971
现金净流量	32291	24990	16774	18539

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026