

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

通威股份 (600438)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

成本持续领先，一体化快速成长

2023年4月27日

事件:

- 公司发布 2022 年报及 2023 一季报，2022 年公司实现营业收入 1424.23 亿元，同比增长 119.69%，实现归母净利润 257.26 亿元，同比增长 217.25%；毛利率为 38.17%，同比+10.49pct；基本每股收益 5.71 元，同比增长 213 %。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 28.58 元；2023Q1 公司实现营收 332.44 亿元，同比增长 34.67%，归母净利润 86.01 亿元，同比增长 65.59%；

点评:

- 公司硅料与电池片业务龙头地位稳固，规模继续稳居行业第一。
 - 1) 硅料:** 2022 年公司硅料产能规模达到 26 万吨，实现销量 25.68 万吨，同比增长 138.41%，国内市占率超过 30%。2023Q1 公司硅料销量近 8 万吨，2023Q3 公司乐山 12 万吨硅料预计将投产，届时产能规模将达到 38 万吨，持续保持龙头地位。
 - 2) 电池片:** 公司目前产能超 70GW，2022 年电池销量 47.98GW，同比增长 37.35%，连续 6 年出货量位居全球第一，其中 182 以及大尺寸占比超过 95%。2023Q1 电池销量超过 16GW。在新电池技术方面，2022 年，公司推出基于自主研发成功的行业首条大尺寸 PECVD Poly 技术产线，并于 2022 年 11 月底投产了眉山 9GW TOPCon 电池项目，目前已满产发挥，产品平均转换效率 25.5%，若叠加 SE 等技术，转换效率可达 25.7%。年末公司还启动了彭山 16GW TOPCon 电池项目建设，预计将于 2023 年下半年建成投产，届时公司 TOPCon 电池产能将达到 25GW，预计 2023 年底总体电池片产能将达到 80-100GW。
- 成本控制行业持续领先，单位投资成本持续下降。2022 年公司硅料产品单位硅耗、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，实现对下游主要 N 型料客户的长期稳定供货，全年 N 型料供货量同比大幅增长。另一方面，根据定增预案，公司未来的两个 20 万吨项目的投资成本已降至 5 亿元/万吨，持续领先行业；另外，新项目将采用“第八代永祥法”工艺，单体规模更大、单位投资更低、工艺水平更优、智能化程度更高。
- 组件业务成长迅速。2022 年公司组件产能达到 14GW，自 2022 年 7 月宣布进军组件业务以来，2022 年全年实现组件销售 7.94GW，同比增长 226.06%，并进入全球销售前 10 名。随着盐城、金堂、南通等组件项目的启动，预计 2023 年底公司组件产能将达到 80GW。公司组件产品定位于头部品牌，并已得到众多海内外客户的高度认可。自 2022 年宣布规模化布局组件业务以来，公司已累计中标近 14.38GW 的光伏组件项目，2023Q1，公司实现组件销售 3GW，并在海内外斩获多个订单。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年营收分别是

1599.2、1886.1、2342.5 亿元，同比增长 12.3%、17.9%、24.2%；归母净利润分别是 217.0、207.6、218.4 亿元，同比增长 -15.6%、-4.3% 和 5.2%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 7.87、8.23、7.82 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**光伏需求不及预期、硅料价格未来波动风险、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	64,830	142,423	159,915	188,611	234,252
增长率 YoY %	46.7%	119.7%	12.3%	17.9%	24.2%
归属母公司净利润 (百万元)	8,109	25,726	21,703	20,761	21,840
增长率 YoY%	124.8%	217.3%	-15.6%	-4.3%	5.2%
毛利率%	25.4%	38.2%	28.8%	24.5%	20.8%
净资产收益率ROE%	21.8%	42.3%	28.0%	21.8%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.80	5.71	4.82	4.61	4.85
市盈率 P/E(倍)	21.07	6.64	7.87	8.23	7.82
市净率 P/B(倍)	4.59	2.81	2.20	1.79	1.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28,749	75,511	93,347	117,872	140,042
货币资金	3,002	36,842	34,824	48,249	56,970
应收票据	1,577	2,451	2,880	3,407	4,401
应收账款	2,916	4,501	4,383	6,096	6,918
预付账款	1,607	1,487	1,708	2,135	2,784
存货	5,683	11,003	14,295	17,337	19,783
其他	13,965	19,227	35,258	40,647	49,184
非流动资产	59,146	69,733	83,965	101,575	120,046
长期股权投资	456	391	391	391	391
固定资产	36,959	53,292	61,723	73,873	87,121
无形资产	2,411	2,456	2,456	2,456	2,456
其他	19,321	13,595	19,396	24,856	30,079
资产总计	87,895	145,244	177,312	219,447	260,087
流动负债	28,360	36,357	46,948	60,190	71,478
短期借款	1,375	88	188	288	388
应付票据	9,958	8,851	13,284	18,348	20,835
应付账款	8,151	11,018	15,545	20,042	23,266
其他	8,875	16,400	17,931	21,513	26,990
非流动负债	18,234	35,641	34,388	39,388	44,388
长期借款	11,441	15,409	23,409	28,409	33,409
其他	6,793	20,232	10,979	10,979	10,979
负债合计	46,593	71,999	81,337	99,579	115,867
少数股东权益	4,119	12,448	18,412	24,657	30,446
归母股东权益	37,183	60,797	77,564	95,211	113,775
负债和股东权益	87,895	145,244	177,312	219,447	260,087

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	64,830	142,423	159,915	188,611	234,252
同比 (%)	46.7%	119.7%	12.3%	17.9%	24.2%
归属母公司净利润	8,109	25,726	21,703	20,761	21,840
同比 (%)	124.8	217.3%	-15.6%	-4.3%	5.2%
毛利率 (%)	25.4%	38.2%	28.8%	24.5%	20.8%
ROE%	21.8%	42.3%	28.0%	21.8%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.80	5.71	4.82	4.61	4.85
P/E	21.07	6.64	7.87	8.23	7.82
P/B	4.59	2.81	2.20	1.79	1.50
EV/EBITDA	14.81	3.49	4.21	3.98	3.71

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	64,83	142,42	159,915	188,611	234,252
营业成本	48,38	88,060	113,841	142,346	185,603
营业税金及附加	276	911	640	754	937
销售费用	919	1,435	1,439	1,603	1,874
管理费用	2,951	7,868	8,316	9,053	9,839
研发费用	1,026	1,464	1,519	1,792	2,225
财务费用	637	689	792	1,069	1,146
减值损失合计	-129	-2,212	-1,000	-500	-500
投资净收益	43	-421	50	50	50
其他	163	212	478	564	700
营业利润	10,71	39,574	32,896	32,108	32,879
营业外收支	-444	-1,235	-346	-335	-375
利润总额	10,27	38,339	32,550	31,773	32,504
所得税	1,649	5,966	4,882	4,766	4,876
净利润	8,622	32,373	27,667	27,007	27,628
少数股东损益	512	6,646	5,964	6,245	5,788
归属母公司净利润	8,109	25,726	21,703	20,761	21,840
EBITDA	14,69	48,058	39,407	39,518	41,507
EPS(当年)(元)	1.80	5.71	4.82	4.61	4.85

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,474	43,818	25,714	37,318	35,094
净利润	8,622	32,373	27,667	27,007	27,628
折旧摊销	3,227	5,581	4,768	5,890	7,030
财务费用	705	1,106	1,345	1,591	1,870
投资损失	-43	421	-50	-50	-50
营运资金变动	-5,894	1,192	-9,363	2,043	-2,261
其它	857	3,145	1,347	837	877
投资活动现金流	-13,44	-20,80	-20,297	-24,287	-26,327
资本支出	-13,708	-15,185	-20,347	-24,337	-26,377
长期投资	177	-5,906	0	0	0
其他	84	285	50	50	50
筹资活动现金流	2,902	9,246	-5,787	395	-46
吸收投资	2,731	2,032	-34	0	0
借款	13,17	24,316	8,100	5,100	5,100
支付利息或股息	-1,727	-5,059	-4,601	-4,705	-5,146
现金流净增加额	-3,083	32,291	-370	13,426	8,721

研究团队简介

武浩：电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。研究聚焦细分行业及个股挖掘，公众号：电新之瞻。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。