

通威股份(600438.SH)

全面扩张，构建垂直一体化航母

推荐（维持）

股价：31.5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)	1,418
流通A股市值(亿元)	1,418
每股净资产(元)	13.15
资产负债率(%)	53.2

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2023年半年报，上半年实现营业收入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%；扣非后归母净利润126.20亿元，同比增长1.02%。二季度，公司实现营收408.24亿元，同比增长14.50%；归母净利润46.69亿元，同比下降33.58%。

平安观点：

■ 二季度硅料价格和盈利水平大幅下降导致盈利环比下滑。二季度公司实现营收408.24亿元，同比增长14.50%，归母净利润46.69亿元，同比下降33.58%，环比下降45.7%；二季度业绩环比大幅下降可能主要与多晶硅盈利水平大幅下降有关。二季度以来，硅料价格整体处于下行通道，参考大全能源披露信息，大全能源多晶硅销售价格（不含税）从一季度的190.42元/公斤下降至二季度的86.35元/公斤，对应的单吨净利从一季度的11万元以上下降至二季度的3万元左右。参考Infolink数据，目前多晶硅致密料含税价格70-75元/公斤，三季度多晶硅的盈利水平还将进一步下降。

■ 多晶硅：扩产与降本并举，向上游布局工业硅。上半年，公司多晶硅销量17.77万吨，同比增长64%，国内市占率达到30%左右，目前公司生产成本已降至4万元/吨以内。截至2022年底，公司多晶硅年产能超过26万吨，上半年公司通过技术挖潜将存量产能提升至30万吨以上。2023年8月，乐山永祥能源科技一期12万吨高纯晶硅项目开始试运行，公司目前的多晶硅产能超过42万吨。2023年3月，行业首个单体规模20万吨的云南通威二期项目开工，2023年7月，包头20万吨高纯晶硅项目开工，两个项目均采用拥有自主知识产权的第八代“永祥法”，将实现更优的品质、成本、环保等目标；上述两个项目投产后，公司多晶硅产能规模将超过82万吨。此外，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，届时公司多晶硅成本优势将更加突出。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,491	142,423	152,556	156,610	188,449
YOY(%)	43.6	124.3	7.1	2.7	20.3
净利润(百万元)	8,208	25,726	19,701	12,514	15,606
YOY(%)	127.5	213.4	-23.4	-36.5	24.7
毛利率(%)	27.7	38.2	28.2	20.2	20.3
净利率(%)	12.9	18.1	12.9	8.0	8.3
ROE(%)	21.9	42.3	27.4	15.8	17.8
EPS(摊薄/元)	1.82	5.71	4.38	2.78	3.47
P/E(倍)	17.3	5.5	7.2	11.3	9.1
P/B(倍)	3.8	2.4	2.0	1.8	1.7

- **电池片：TOPCon 产能加快落地，HJT 技术实现突破。**上半年，公司电池满产满销，实现销量 35.87GW（含自用），同比增长 65%，截至目前电池产能达到 90GW。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，公司 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%；公司已顺利完成硼扩 SE 技术的开发，预计可实现 TNC 产品提效 0.2% 以上。2023 年 7 月，彭山太阳能一期 16GW 电池项目顺利下线，公司 TNC 电池产能规模达到 25GW。此外，公司还规划了双流 25GW TNC 和眉山 16GW TNC 项目，预计将于 2024 年上半年建成投产，届时公司 TNC 电池产能规模将达到 66GW。上半年，公司基于 HJT 技术的 THC 中试线已完成双面纳米晶技术开发，当前最高转换效率已达到 26.49%，210 尺寸 66 版型组件功率达到 743.68W（第三方认证），在硅片厚度减薄至 110 μm 的条件下，量产良率可达到 97% 以上；与此同时，公司铜互连技术在设备、工艺和材料等方面的开发均取得重要突破，持续推动 HJT 产业化进程加快。
- **组件：强有力的一体化布局助力快速做强做大。**上半年公司实现组件销量 8.96GW，超过 2022 年全年的销售规模。上半年公司加大组件业务市场拓展力度：国内大基地项目方面，聚焦重点大客户开发，上半年中标包括华润电力、三峡、中电建、国家能源集团等多个项目，累计中标容量超 9GW；国内分布式项目方面，全面布局国内分销渠道网络，与正泰、阳光、创维等平台客户达成战略合作关系，实现市场份额显著提升；海外市场方面，继续聚焦欧洲、亚太、南美等目标市场，上半年完成超 6GW 海外框架订单签约。产能布局方面，公司围绕盐城、金堂、南通三大制造基地，加速推进先进产能建设，目前盐城 25GW 和金堂 16GW 高效组件项目已全面投产，公司组件年产能提升至 55GW；后续公司将强化一体化产能布局，根据公司公告，公司拟在乐山市五通桥区 and 峨眉山市各建设 16GW 拉棒、切片、电池片项目，强化组件业务的成本竞争力。整体来看，公司未来有望打造从工业硅、多晶硅料、硅片、电池到组件的垂直一体化产能，结合在新型电池方面深厚的积累，公司组件业务有望实现跨越式发展。
- **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 197.01、125.14、156.06 亿元（原值 215.54、135.41、170.70 亿元），动态 PE 7.2、11.3、9.1 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）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。（3）组件业务竞争加剧和盈利水平不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	75,511	87,761	93,074	105,075
现金	36,842	42,325	44,987	48,101
应收票据及应收账款	20,617	22,084	22,671	27,279
其他应收款	478	1,578	1,620	1,950
预付账款	1,487	1,593	1,635	1,968
存货	11,003	13,691	15,613	18,773
其他流动资产	5,085	6,490	6,548	7,005
非流动资产	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
资产总计	145,244	161,063	169,444	184,191
流动负债	36,357	42,728	47,860	57,539
短期借款	88	0	0	0
应付票据及应付账款	19,870	24,724	28,196	33,901
其他流动负债	16,400	18,004	19,665	23,638
非流动负债	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
负债合计	71,999	73,453	73,356	77,562
少数股东权益	12,448	15,655	17,045	18,749
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	51,308	58,395	67,233
归属母公司股东权益	60,797	71,955	79,042	87,880
负债和股东权益	145,244	161,063	169,444	184,191

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,423	28,046	21,901	23,584
净利润	32,373	22,908	13,904	17,309
折旧摊销	5,186	4,413	4,914	5,236
财务费用	689	1,131	869	599
投资损失	421	-182	-282	-382
营运资金变动	1,192	-308	2,480	792
其他经营现金流	3,562	85	15	31
投资活动现金流	-20,806	-7,885	-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	-15,885	-15,715	-15,631
筹资活动现金流	9,246	-14,678	-11,524	-12,840
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	-9,674	-6,296	-7,367
现金净增加额	31,896	5,484	2,662	3,114

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
营业收入	142,423	152,556	156,610	188,449
营业成本	88,060	109,576	124,960	150,247
税金及附加	911	689	707	851
营业费用	1,435	2,288	2,819	3,769
管理费用	7,868	8,543	8,300	9,611
研发费用	1,464	1,569	1,610	1,938
财务费用	689	1,131	869	599
资产减值损失	-2,212	-1,831	-626	-754
信用减值损失	-136	-145	-149	-180
其他收益	397	900	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
营业利润	39,574	27,835	17,173	21,205
营业外收入	31	29	29	29
营业外支出	1,266	736	736	736
利润总额	38,339	27,129	16,467	20,499
所得税	5,966	4,222	2,562	3,190
净利润	32,373	22,908	13,904	17,309
少数股东损益	6,646	3,207	1,390	1,703
归属母公司净利润	25,726	19,701	12,514	15,606
EBITDA	44,214	32,673	22,250	26,334
EPS(元)	5.71	4.38	2.78	3.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	124.3	7.1	2.7	20.3
营业利润(%)	265.3	-29.7	-38.3	23.5
归属于母公司净利润(%)	213.4	-23.4	-36.5	24.7
获利能力				
毛利率(%)	38.2	28.2	20.2	20.3
净利率(%)	18.1	12.9	8.0	8.3
ROE(%)	42.3	27.4	15.8	17.8
ROIC(%)	59.8	32.8	19.3	23.0
偿债能力				
资产负债率(%)	49.6	45.6	43.3	42.1
净负债比率(%)	-11.1	-21.3	-27.6	-32.9
流动比率	2.1	2.1	1.9	1.8
速动比率	1.7	1.6	1.5	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	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
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	5.71	4.38	2.78	3.47
每股经营现金流(最新摊薄)	9.65	6.23	4.86	5.24
每股净资产(最新摊薄)	13.07	15.55	17.12	19.08
估值比率				
P/E	5.5	7.2	11.3	9.1
P/B	2.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	4.2	4.6	6.5	5.3

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

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层