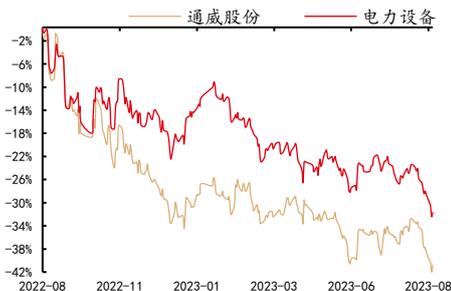


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	31.24
总股本/流通股本(亿股)	45.02 / 45.02
总市值/流通市值(亿元)	1,406 / 1,406
52周内最高/最低价	56.87 / 30.60
资产负债率(%)	49.6%
市盈率	5.47
第一大股东	通威集团有限公司

研究所

分析师: 王磊
SAC 登记编号: S1340523010001
Email: wanglei03@cnpsec.com
分析师: 贾佳宇
SAC 登记编号: S1340523070002
Email: jiajiayu@cnpsec.com

通威股份(600438)

持续推进降本增效，加速优质产能扩张

● 投资要点

2023年上半年硅料/电池出货领先，盈利维持高位。根据公司发布的2023年半年度报告，公司上半年实现营业收入740.68亿元(+22.75%)，归母净利润132.70亿元(+8.56%)，扣非归母净利润126.20亿元(+1.02%)。出货方面，上半年实现硅料销量17.77万吨(+64%)，国内市占率达到30%；电池片销量35.87GW(+65%)，继续保持满产满销；组件销量8.96GW，报告期末组件产能提升至55GW，有望加速实现组件业务转型。

硅料：成本行业领先，加速推动新增产能建设。截止目前，伴随永祥能源科技一期12万吨项目投产，以及原有基地的产能升级，公司硅料产能达到42万吨，继续领跑行业，同时公司加速推动保山20万吨以及包头20万吨硅料产能建设，投产后总产能将超过80万吨。当前公司硅料生产成本已降至4万元/吨以内，新基地落成后有望进一步降低折旧、提升产线效率。此外，公司规划在包头达茂旗、广元苍溪县分别建设30、40万吨工业硅项目，通过上游一体化有望进一步拉低生产成本，强化领先优势。

电池片：效率参数优异，加速N型电池片产能建设。目前公司存量电池产能约为90GW，其中TNC电池在未叠加SE情况下效率超过25.7%，良率超98%，THC电池最高转换效率达到26.49%，均实现行业领先。在产能扩张方面，除已投产的彭山一期16GW外，另外布局眉山16GW、双流25GW、乐山16GW、峨眉山16GW电池扩产项目，有望持续领跑行业。

一体化：加速一体化组件转型步伐。截止目前公司组件产能超过55GW，已投产基地包括盐城25GW、金堂16GW等，另在建南通25GW基地，后续规划双流20GW组件基地，合计产能达到100GW。此外，在一体化配套方面，规划建设乐山、峨眉山两座16GW拉棒切片基地，实现硅片环节的配套。

● 盈利预测

我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为164.33/138.45/181.04亿元，对应2023-25年公司PE分别为8.65x/10.27x/7.86x，首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；竞争格局超预期恶化。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	142423	143578	181437	199275
增长率(%)	119.69	0.81	26.37	9.83
EBITDA(百万元)	48057.70	29851.55	24029.12	30009.22
归属母公司净利润(百万元)	25726.45	16432.72	13845.12	18103.83
增长率(%)	217.25	-36.13	-15.75	30.76
EPS(元/股)	5.71	3.65	3.08	4.02
市盈率(P/E)	5.53	8.65	10.27	7.86
市净率(P/B)	2.34	2.21	1.82	1.48
EV/EBITDA	3.49	4.69	5.39	3.95

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	142423	143578	181437	199275	营业收入	119.7%	0.8%	26.4%	9.8%
营业成本	88060	107995	151796	163740	营业利润	269.3%	-37.6%	-26.6%	29.4%
税金及附加	911	718	907	996	归属于母公司净利润	217.3%	-36.1%	-15.7%	30.8%
销售费用	1435	2154	2722	2989	获利能力				
管理费用	7868	5743	5443	5978	毛利率	38.2%	24.8%	16.3%	17.8%
研发费用	1464	1436	1814	1993	净利率	18.1%	11.4%	7.6%	9.1%
财务费用	689	291	403	149	ROE	42.3%	25.6%	17.7%	18.8%
资产减值损失	-2212	-1000	-800	-600	ROIC	34.4%	18.5%	12.0%	13.4%
营业利润	39574	24701	18132	23467	偿债能力				
营业外收入	31	32	45	36	资产负债率	49.6%	49.4%	50.7%	47.3%
营业外支出	1266	567	663	601	流动比率	2.08	1.86	1.76	1.87
利润总额	38339	24166	17514	22902	营运能力				
所得税	5966	3625	2627	3435	应收账款周转率	38.40	30.92	29.39	25.12
净利润	32373	20541	14887	19466	存货周转率	17.07	11.72	9.89	8.27
归母净利润	25726	16433	13845	18104	总资产周转率	1.22	0.94	1.03	0.97
每股收益(元)	5.71	3.65	3.08	4.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.71	3.65	3.08	4.02
货币资金	36842	32184	42749	53632	每股净资产	13.50	14.28	17.36	21.38
交易性金融资产	4299	4299	4299	4299	估值比率				
应收票据及应收账款	6952	7578	11088	12178	PE	5.53	8.65	10.27	7.86
预付款项	1487	2160	3036	3275	PB	2.34	2.21	1.82	1.48
存货	11003	13499	23191	25016	现金流量表				
流动资产合计	75511	80368	110248	126751	净利润	32373	20541	14887	19466
固定资产	53292	60496	66144	72122	折旧和摊销	5581	5395	6112	6958
在建工程	3997	5398	3839	5303	营运资本变动	1192	-3273	166	-742
无形资产	2456	2856	3256	3656	其他	4672	2703	2557	2301
非流动资产合计	69733	79315	83803	91645	经营活动现金流净额	43818	25365	23722	27983
资产总计	145244	159683	194051	218396	资本开支	-15185	-16050	-12163	-16124
短期借款	88	88	88	88	其他	-5621	-457	181	199
应付票据及应付账款	19870	23999	40057	43209	投资活动现金流净额	-20806	-16507	-11982	-15925
其他流动负债	16400	19166	22589	24316	股权融资	2032	-13	0	0
流动负债合计	36357	43253	62734	67613	债务融资	14369	470	0	0
其他	35641	35581	35581	35581	其他	-7155	-13955	-1175	-1175
非流动负债合计	35641	35581	35581	35581	筹资活动现金流净额	9246	-13498	-1175	-1175
负债合计	71999	78834	98315	103194	现金及现金等价物净增加额	32291	-4657	10565	10882
股本	4502	4502	4502	4502					
资本公积金	16144	16131	16131	16131					
未分配利润	35854	36937	48705	64094					
少数股东权益	12448	16556	17598	18961					
其他	4297	6723	8799	11515					
所有者权益合计	73245	80849	95736	115202					
负债和所有者权益总计	145244	159683	194051	218396					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048