

## 通威股份 (600438.SH)

### 业绩高增长，组件业务有望贡献业绩增量

2022年公司收入同比增长124%至1424亿元（调整前数据），归母净利润同比增长213%至257亿元，扣非归母净利润同比增长213%至265亿元。2023年一季度公司收入同比增长35%至332亿元，归母净利润同比增长66%至86亿元，扣非归母净利润同比增长66%至85亿元。2022年公司业绩高增长主要受益于硅料价格上涨，2023年硅料价格下降可能是相对确定的趋势，但公司在硅料业务的竞争力依然很清晰。除硅料外，公司正在完善电池组件板块的布局，随着产能及出货量提升，电池组件业务也有望贡献业绩增量。

□ **2022年年报与2023年一季报简析** 2022年公司收入同比增长124.32%至1424.23亿元，归母净利润同比增长213.43%至257.26亿元，扣非归母净利润同比增长212.82%至265.47亿元，2022年业绩延续高增长主要是因硅料价格持续上涨。2023年一季度公司收入同比增长34.67%至332.45亿元，归母净利润同比增长65.59%至86.01亿元，扣非归母净利润同比增长65.62%至85.04亿元。

□ **硅料板块竞争力依然清晰。**2022年公司硅料销量25.68万吨，同比增长138%，硅料业务是公司业绩增长的主要驱动力。2023年一季度公司硅料销量略高于8万吨，权益销量略高于6万吨，估算单吨净利12-14万元，对应业绩70-80亿。2023年硅料价格下降可能是相对确定的趋势，硅料行业盈利也将回归至合理利润水平，在此背景下，公司在硅料的竞争力将会体现的更加清晰：a) 成本低、盈利水平高；b) 品质好，N型料溢价在3000-5000元/吨。

□ **2022年电池业务盈利如期修复。**2021年电池片为盈利底部，2022年电池环节盈利如期修复，主要是此前电池片盈利差，且恰逢技术变革之际，PERC扩产相对谨慎。2022年公司电池销量47.98GW，预计单瓦盈利为0.05-0.06元，贡献业绩约为25亿。一季度公司电池片销量16GW，单瓦盈利略低于0.07元，贡献业绩11亿元左右。展望2023年，随着下游需求逐渐走强，电池片可能会再次呈现供需紧张的局面，下半年电池片盈利有望提升。公司重视新型电池研发，此前有TOPCon、HJT各有1GW产能。根据公司披露，公司采用了自主研发、行业领先的PECVD多晶硅沉积技术路线，积极推动TOPCon量产，平均转换效率超过25.5%，若叠加SE等技术，转换效率预计将提高至25.7%。2022年11月公司眉山9GW TOPCon产线投产，考虑到彭山16GW TOPCon电池项目将于2023年下半年投产，届时公司TOPCon电池产能将达25GW，全年出货超10GW。TOPCon与PERC有一定兼容性，公司在PERC时代体现出较强的成本控制能力，TOPCon量产后，公司在电池环节的竞争力有望延续。

□ **组件业务逐步取得进展。**三季度公司组件业务开始取得进展，并发布公告拟在盐城建设年产25GW高效光伏组件制造基地项目。2022年公司组件销量7.94GW，2023年一季度公司组件出货3GW左右，随着产能及出货量的提升，公司组件业务有望贡献业绩增量。

□ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2024年归母净利润分别为215、200亿元，对应估值8倍、9倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**国内装机低于预期，硅料价格大幅下跌。

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 63491 | 142423 | 176811 | 180986 | 201091 |
| 同比增长       | 44%   | 124%   | 24%    | 2%     | 11%    |
| 营业利润(百万元)  | 10834 | 39574  | 30189  | 26538  | 25627  |
| 同比增长       | 130%  | 265%   | -24%   | -12%   | -3%    |
| 归母净利润(百万元) | 8208  | 25726  | 21486  | 19957  | 20568  |
| 同比增长       | 127%  | 213%   | -16%   | -7%    | 3%     |
| 每股收益(元)    | 1.82  | 5.71   | 4.77   | 4.43   | 4.57   |
| PE         | 21.4  | 6.8    | 8.2    | 8.8    | 8.5    |
| PB         | 4.7   | 2.9    | 2.5    | 2.2    | 1.8    |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 强烈推荐 (维持)

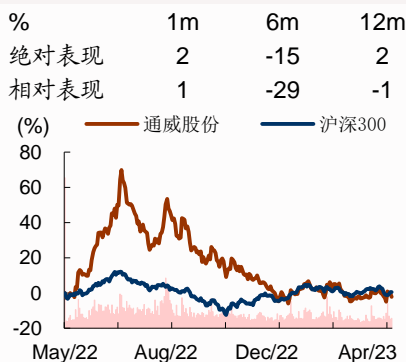
中游制造/电力设备及新能源

当前股价：39.02元

#### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 总股本(万股)    | 450196   |
| 已上市流通股(万股) | 450196   |
| 总市值(亿元)    | 1757     |
| 流通市值(亿元)   | 1757     |
| 每股净资产(MRQ) | 15.4     |
| ROE(TTM)   | 42.0     |
| 资产负债率      | 48.2%    |
| 主要股东       | 通威集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 43.85%   |

#### 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《通威股份(600438)一硅料盈利继续提升，电池片盈利如期修复》2022-10-26
- 《通威股份(600438)一发布三季报预告，高质量增长延续》2022-10-12
- 《通威股份(600438)一上半年高质量增长延续》2022-08-22

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

## 正文目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、2022 年年报、2023 年一季报简析      | 3  |
| 二、分业务经营情况                   | 5  |
| 2.1 硅料板块：竞争力依然清晰            | 5  |
| 2.2 电池组件板块：进一步扩张产能，有望贡献业绩增量 | 6  |
| 2.3 农牧与电站板块：贡献相对稳定的现金流      | 7  |
| 三、进一步扩张光伏产能                 | 9  |
| 投资建议                        | 10 |
| 盈利预测                        | 10 |
| 相关报告                        | 11 |
| 风险提示                        | 12 |

## 图表目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 图 1：硅料价格走势            | 5  |
| 图 2：通威股份电池片报价（元/w）    | 6  |
| 图 3：电池片报价（元/w）        | 7  |
| 图 4：组件报价（元/w）         | 7  |
| 图 5：中国水产饲料历年产量与同比增速   | 8  |
| 图 6：通威股份历史 PE Band    | 12 |
| 图 7：通威股份历史 PB Band    | 12 |
| 表 1：业绩摘要              | 3  |
| 表 2：主要比率              | 3  |
| 表 3：单季度业绩摘要           | 4  |
| 表 4：单季度主要比率           | 4  |
| 表 5：硅料板块（百万元）         | 5  |
| 表 6：电池板块（百万元）         | 6  |
| 表 7：农牧板块（百万元）         | 8  |
| 表 8：定增募集资金用途          | 9  |
| 表 9：2024-2024 年公司产能规划 | 9  |
| 表 10：盈利预测             | 10 |
| 附：财务预测表               | 13 |

## 一、2022 年年报、2023 年一季度报简析

**年报、一季报业绩同比持续增长。**2022 年公司收入同比增长 124.32%至 1424.23 亿元，归母净利润同比增长 213.43%至 257.26 亿元，扣非归母净利润同比增长 212.82%至 265.47 亿元，2022 年业绩延续高增长主要是因硅料价格持续上涨。

2023 年一季度公司收入同比增长 34.67%至 332.45 亿元，归母净利润同比增长 65.59%至 86.01 亿元，扣非归母净利润同比增长 65.62%至 85.04 亿元。

**毛利率维持相对高位。**2022 年公司综合毛利率为 38.17%，同比提升 10.49 个百分点，2023Q1 公司综合毛利率为 43.15%，同比提升 9.03%，环比提升 6.03%，主要与硅料价格有关。

**Q1 费用率下降。**2022 年公司销售、管理、财务费用率分别为 1.01%、5.52%、0.48%，分别同比下降 0.44、增长 0.88、下降 0.52 个百分点；2023 年第一季度公司销售、管理、财务费用率分别为 0.84%、2.44%、0.42%，同比下降 0.03、下降 0.45、下降 0.77 个百分点，环比下降 0.43、下降 6.03、提升 0.84 个百分点，一季度公司管理费用率环比下降可能主要与管理人员奖金有关。

表 1: 业绩摘要

| 百万元          | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年    | 同比变化 (%) | 22Q1     | 23Q1     | 同比变化 (%) |
|--------------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入         | 44200.27 | 63491.07 | 142422.52 | 124.32   | 24685.19 | 33244.59 | 34.67    |
| 营业成本         | 36648.41 | 45918.10 | 88059.96  | 91.78    | 16264.87 | 18901.03 | 16.21    |
| 毛利润          | 7551.87  | 17572.97 | 54362.56  | 209.35   | 8420.32  | 14343.56 | 70.34    |
| 销售税金         | 124.05   | 275.96   | 911.38    | 230.26   | 141.33   | 251.88   | 78.23    |
| 毛利润 (扣除销售税金) | 7427.82  | 17297.01 | 53451.18  | 209.02   | 8279.00  | 14091.68 | 70.21    |
| 销售费用         | 778.03   | 918.97   | 1434.77   | 56.13    | 213.86   | 277.85   | 29.92    |
| 管理费用         | 1808.58  | 2947.65  | 7867.91   | 166.92   | 712.31   | 810.40   | 13.77    |
| 经营利润         | 4841.21  | 13430.39 | 44148.50  | 228.72   | 7352.83  | 13003.43 | 76.85    |
| 资产减值损失       | -267.77  | -129.12  | -2211.88  | 1613.02  | -9.48    | -3.12    | -67.12   |
| 财务费用         | 676.33   | 637.16   | 689.15    | 8.16     | 294.67   | 141.19   | -52.08   |
| 投资收益         | 1569.38  | 42.54    | -421.00   | -1089.75 | 26.92    | -17.70   | -165.76  |
| 资产处置收益       | -1.15    | -78.23   | -13.44    | -82.82   | -4.34    | 16.01    | -468.41  |
| 其他收益         | 303.55   | 359.50   | 397.49    | 10.57    | 62.41    | 72.51    | 16.18    |
| 营业外收入        | 37.00    | 19.94    | 31.42     | 57.57    | 2.61     | 12.33    | 372.32   |
| 营业外支出        | 476.39   | 464.37   | 1266.47   | 172.73   | 10.45    | 13.63    | 30.43    |
| 利润总额         | 4273.79  | 10389.74 | 38338.81  | 269.01   | 6871.23  | 12669.49 | 84.38    |
| 所得税          | 559.05   | 1647.52  | 5965.92   | 262.11   | 1048.85  | 1724.57  | 64.42    |
| 税后净利润        | 3714.74  | 8742.22  | 32372.89  | 270.31   | 5822.38  | 10944.92 | 87.98    |
| 少数股东损益       | 106.82   | 534.30   | 6646.44   | 1143.96  | 627.89   | 2343.46  | 273.23   |
| 归母净利润        | 3607.92  | 8207.92  | 25726.45  | 213.43   | 5194.49  | 8601.46  | 65.59    |
| 非经常性损益       | 1199.37  | -278.57  | -820.93   | 194.70   | 59.59    | 97.27    | 63.22    |
| 扣非归母净利润      | 2408.55  | 8486.49  | 26547.37  | 212.82   | 5134.90  | 8504.19  | 65.62    |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 主要比率

| (%)   | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 同比变化 (%) | 22Q1  | 23Q1  | 同比变化 (%) |
|-------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|----------|
| 毛利率   | 17.09  | 27.68  | 38.17  | 10.49    | 34.11 | 43.15 | 9.03     |
| 销售费用率 | 1.76   | 1.45   | 1.01   | -0.44    | 0.87  | 0.84  | -0.03    |
| 管理费用率 | 4.09   | 4.64   | 5.52   | 0.88     | 2.89  | 2.44  | -0.45    |

| (%)   | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 同比变化(%) | 22Q1  | 23Q1  | 同比变化(%) |
|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 财务费用率 | 1.53  | 1.00  | 0.48  | -0.52   | 1.19  | 0.42  | -0.77   |
| 经营利润率 | 10.95 | 21.15 | 31.00 | 9.85    | 29.79 | 39.11 | 9.33    |
| 所得税率  | 13.08 | 15.86 | 15.56 | -0.30   | 15.26 | 13.61 | -1.65   |
| 净利率   | 8.16  | 12.93 | 18.06 | 5.14    | 21.04 | 25.87 | 4.83    |
| 扣非净利率 | 5.45  | 13.37 | 18.64 | 5.27    | 20.80 | 25.58 | 4.78    |

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

| 百万元   | 21Q4  | 22Q1  | 22Q2  | 22Q3  | 22Q4  | 23Q1  | 23Q1 同比(%) | 23Q1 环比(%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|
| 营业收入  | 16791 | 24685 | 35654 | 41745 | 40338 | 33245 | 35         | -18        |
| 营业成本  | 11159 | 16265 | 22920 | 23509 | 25366 | 18901 | 16         | -25        |
| 销售费用  | 268   | 214   | 278   | 434   | 509   | 278   | 30         | -45        |
| 管理费用  | 1122  | 712   | 853   | 2887  | 3415  | 810   | 14         | -76        |
| 财务费用  | 211   | 295   | 281   | 282   | -168  | 141   | -52        | -184       |
| 所得税   | 520   | 1049  | 1516  | 2136  | 1266  | 1725  | 64         | 36         |
| 归母净利润 | 2263  | 5194  | 7029  | 9507  | 3996  | 8601  | 66         | 115        |

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 单季度主要比率

| (%)   | 21Q4  | 22Q1  | 22Q2  | 22Q3  | 22Q4  | 23Q1  | 23Q1 同比百分点变化 | 23Q1 环比百分点变化 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
| 毛利率   | 33.54 | 34.11 | 35.72 | 43.68 | 37.12 | 43.15 | 9.03         | 6.03         |
| 销售费用率 | 1.60  | 0.87  | 0.78  | 1.04  | 1.26  | 0.84  | -0.03        | -0.43        |
| 管理费用率 | 6.68  | 2.89  | 2.39  | 6.92  | 8.47  | 2.44  | -0.45        | -6.03        |
| 财务费用率 | 1.26  | 1.19  | 0.79  | 0.68  | -0.42 | 0.42  | -0.77        | 0.84         |
| 净利率   | 13.48 | 21.04 | 19.72 | 22.77 | 9.91  | 25.87 | 4.83         | 15.97        |

资料来源：公司公告，招商证券

## 二、分业务经营情况

### 2.1 硅料板块：竞争力依然清晰

硅料业务是公司业绩增长的主要驱动力。2022 年全年公司硅料销量为 25.68 万吨，同比增长 138%，2022 年全年硅料价格维持高位，硅料业务是公司业绩增长的主要驱动力。2023 年一季度公司硅料销量略高于 8 万吨，权益销量略高于 6 万吨，估算单吨净利 12-14 万元，对应业绩 70-80 亿。

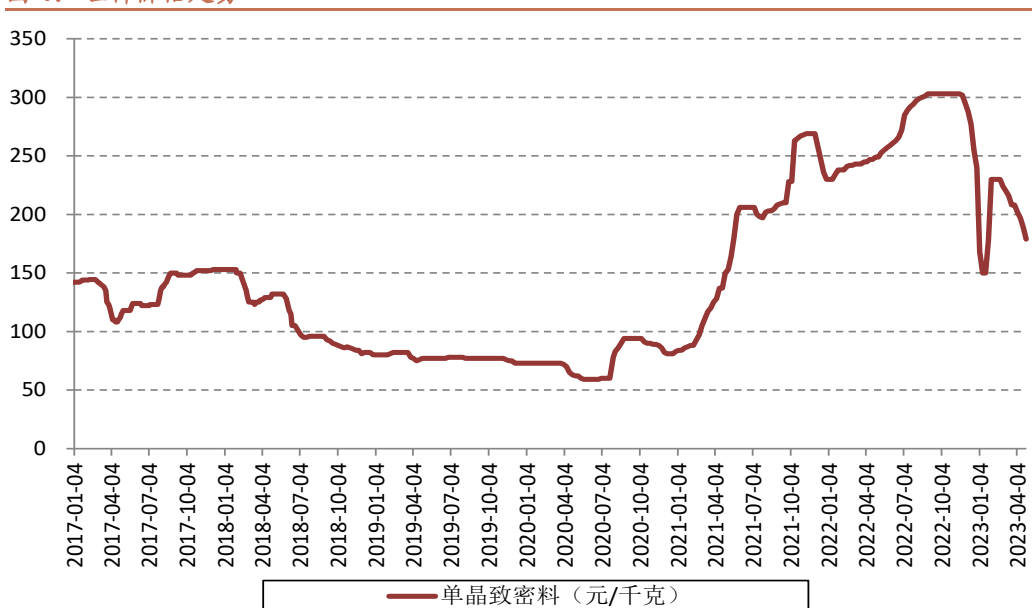
硅料业务竞争力清晰。2023 年硅料价格下降可能是相对确定的趋势，硅料行业盈利也将回归至合理利润水平，在此背景下，公司在硅料的竞争力将会体现的更加清晰：a) 成本低、盈利水平高。成本方面，根据公司业绩交流会披露，公司还原电耗等核心指标均处于行业领先水平，一季度永祥成本为 4.45 万元/吨，此后投产的第八代永祥法成本将进一步下降。盈利方面，根据公司披露，预计公司盈利水平较行业均值高 1-2 万元/吨；b) 品质好。公司单晶率持续稳定在 99%以上，并实现对下游主要 N 型料客户的长期稳定供货，与普通料相比，N 型料溢价在 3000-5000 元/吨。

表 5：硅料板块（百万元）

|         | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入      | 2063   | 3228   | 3317   | 5179   | 6539   | 18761  | 61855  |
| 同比增速(%) |        | 56     | 3      | 56     | 26     | 187    | 230    |
| 成本      | 1365   | 1900   | 2134   | 3708   | 4270   | 6249   | 15385  |
| 毛利      | 699    | 1328   | 1183   | 1471   | 2269   | 12512  | 46470  |
| 毛利率(%)  | 33.86  | 41.15  | 35.67  | 28.4   | 34.7   | 67     | 75     |
| 业务收入比   | 9.88   | 12.37  | 12.05  | 13.79  | 14.8   | 29.6   | 43.4   |

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：硅料价格走势



资料来源：PVInfoLink、招商证券



## 2.2 电池组件板块：进一步扩张产能，有望贡献业绩增量

**2022 年电池片盈利修复。**2021 年电池片为盈利底部，2022 年电池环节盈利如期修复，主要是此前电池片盈利差，且恰逢技术变革之际，PERC 扩产相对谨慎。2022 年公司电池销量 47.98GW，预计单瓦盈利为 0.05-0.06 元，贡献业绩约为 25 亿。一季度公司电池片销量 16GW，单瓦盈利略低于 0.07 元，贡献业绩 11 亿元左右。

展望 2023 年，随着下游需求逐渐走强，电池片可能会再次呈现供需紧张的局面，下半年电池片盈利有望提升。

**布局 TOPCon 电池技术。**公司重视新型电池研发，此前有 TOPCon、HJT 各有 1GW 产能。根据公司披露，公司采用了自主研发、行业领先的 PECVD 多晶硅沉积技术路线，积极推动 TOPCon 量产，平均转换效率超过 25.5%，若叠加 SE 等技术，转换效率预计将提高至 25.7%。2022 年 11 月公司眉山 9GW TOPCon 产线投产，考虑到彭山 16GW TOPCon 电池项目将于 2023 年下半年投产，届时公司 TOPCon 电池产能将达 25GW，全年出货超 10GW。TOPCon 与 PERC 有一定兼容性，公司在 PERC 时代体现出较强的成本控制能力，TOPCon 量产后，公司在电池环节的竞争力有望延续。

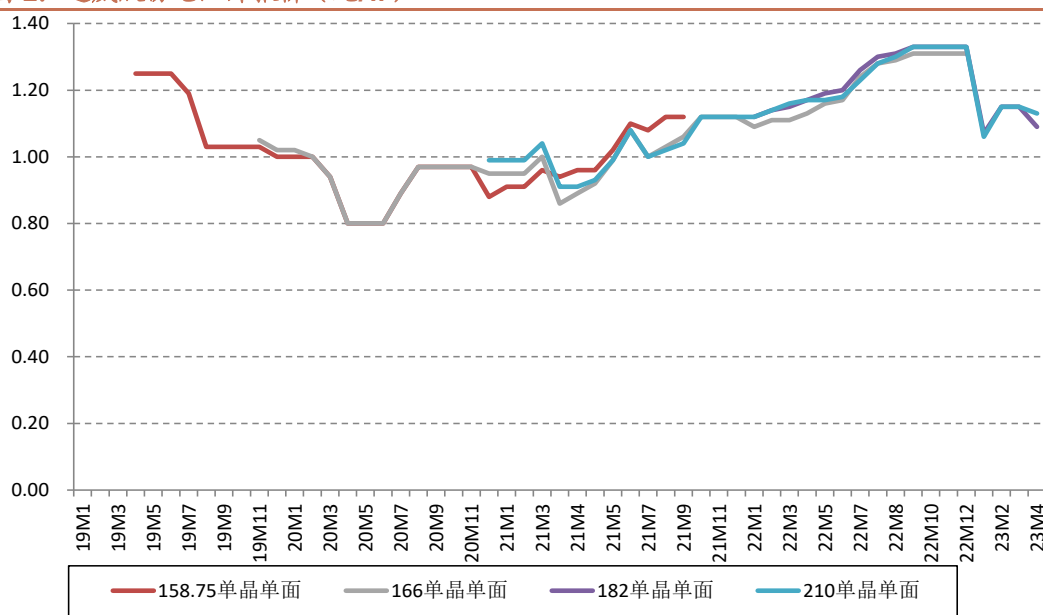
**组件业务逐步取得进展。**2022 年公司组件销量 7.94GW，2023 年一季度公司组件出货 3GW 左右，单瓦略有亏损，随着产能及出货量的提升，公司组件业务有望贡献业绩增量。

表 6: 电池板块 (百万元)

|           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入        | 3765   | 6433   | 7642   | 12271  | 15500  | 24935  | 53526  |
| 同比增速(%)   |        | 71     | 19     | 61     | 26     | 61     | 115    |
| 成本        | 2994   | 5218   | 6214   | 9791   | 13246  | 22739  | 48074  |
| 毛利        | 771    | 1215   | 1429   | 2480   | 2254   | 2196   | 5452   |
| 毛利率(%)    | 20.49  | 18.89  | 18.70  | 20.21  | 14.54  | 8.81   | 10.19  |
| 业务收入比例(%) | 18.03  | 24.66  | 27.76  | 32.67  | 35.07  | 39.27  | 37.58  |

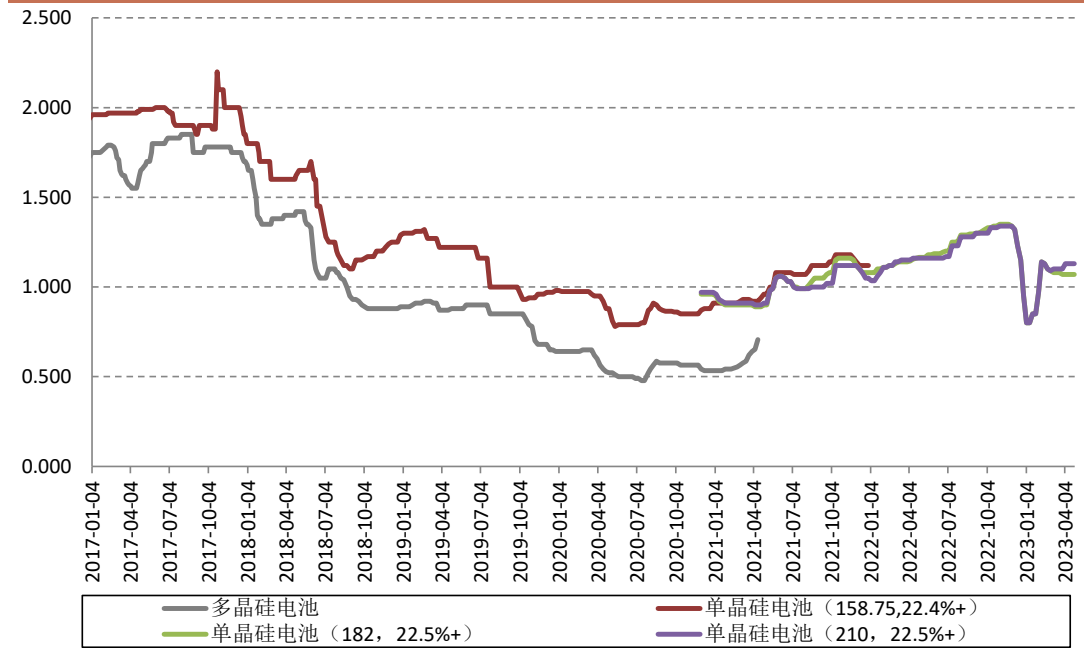
资料来源: wind、招商证券

图 2: 通威股份电池片报价 (元/w)



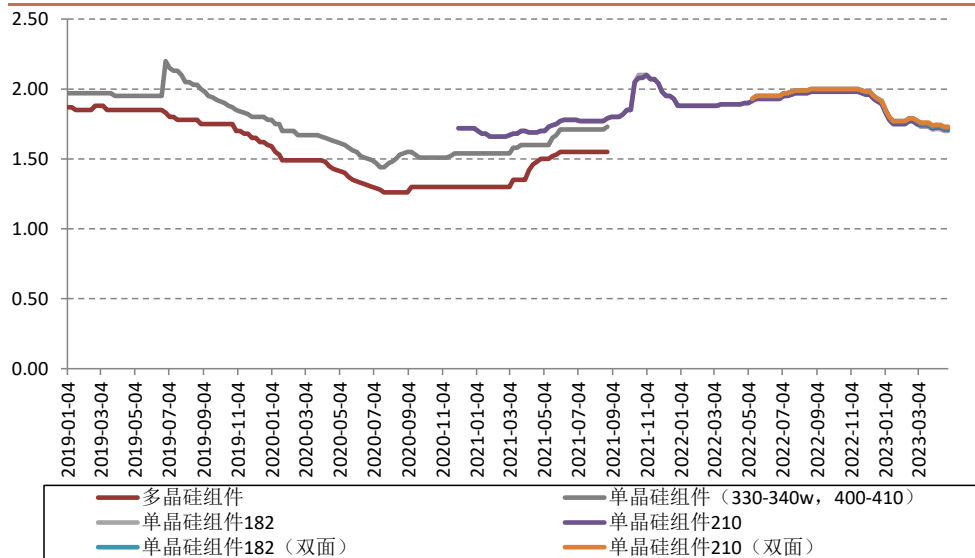
资料来源: 公司官网、招商证券

图 3: 电池片报价 (元/w)



资料来源: Pvinfolink、招商证券

图 4: 组件报价 (元/w)



资料来源: Pvinfolink、招商证券

### 2.3 农牧与电站板块: 贡献相对稳定的现金流

公司是农业产业化国家重点龙头企业, 目前业务遍布全国各地及东南亚地区, 年饲料生产能力超过 1000 万吨, 是全球领先的水产饲料生产企业及重要的畜禽饲料生产企业。公司自 1992 年成立至今, 通过不断的研发和改进, 形成了能满足各种水产动物需要的系列配合饲料, 经过多年市场验证, 公司饲料品质及市场服务得到了养殖户的高度认可, 已成为国内水产饲料行业标志性品牌之一。同时公司着力打造了知名鲜活鱼品牌—“通威鱼”, 并在四川、海南等地建有水产、畜禽食品加工基地, 严格按照 HACCP 质量管理体系的要求加工生产, 实现了“从源头到餐桌”的全程质量监控和追溯, 有效提升产业链价值和竞争力。

2022 年公司农牧业务量利均有所提升, 公司饲料及产业链业务实现营业收入 316.46 亿元,

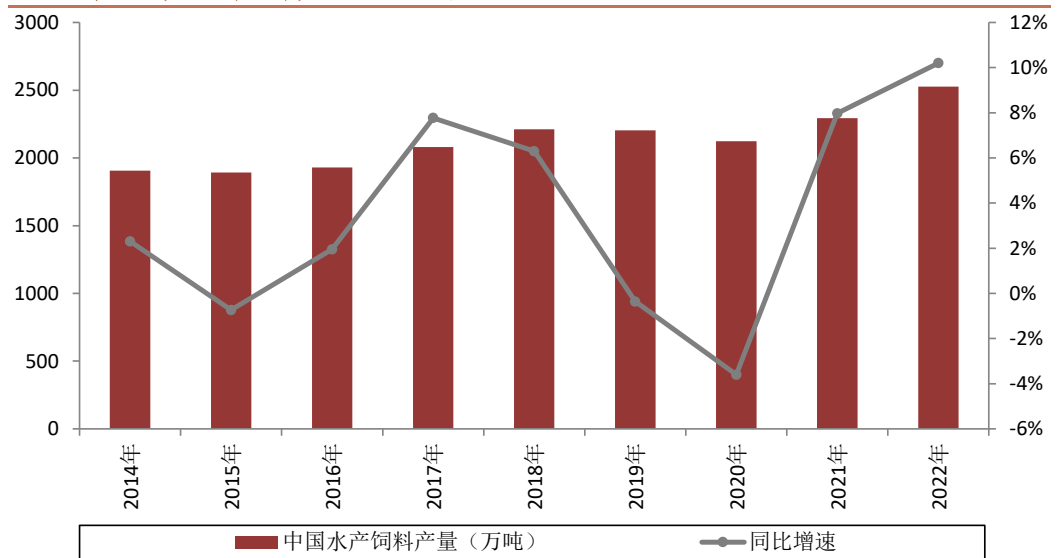
同比增长 28.69%，饲料总销量 719.4 万吨，同比增长 30.42%，其中畜禽饲料销量同比增长 41.23%，水产饲料销量同比增长 18.94%，均创公司历史新高。2023 年一季度公司饲料板块略有亏损，主要是季节性因素影响。

表 7: 农牧板块 (百万元)

|           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入        | 13806  | 14972  | 15236  | 16689  | 20851  | 24590  | 31646  |
| 同比增速(%)   | 5.13   | 8.45   | 1.76   | 9.53   | 24.94  | 17.64  | 28.69  |
| 成本        | 12173  | 12776  | 13011  | 14461  | 18660  | 22259  | 29148  |
| 毛利        | 1633   | 2197   | 2225   | 2228   | 2191   | 2331   | 2488   |
| 毛利率(%)    | 11.83  | 14.67  | 14.6   | 13.35  | 10.51  | 9.48   | 7.89   |
| 业务收入比例(%) | 66.11  | 57.39  | 55.33  | 44.44  | 47.17  | 38.73  | 22.22  |

资料来源: wind、招商证券

图 5: 中国水产饲料历年产量与同比增速



资料来源: wind、招商证券



### 三、进一步扩张光伏产能

**定增进一步扩张硅料产能。**2023年4月25日公司发布公告，拟向特定对象发行股票，数量不超过本次发行前公司总股本的20%，募资不超过160亿元用于建设20万吨高纯晶硅项目与云南通威水电硅材高纯晶硅绿色能源项目（二期20万吨/年高纯晶硅项目），项目达产后公司硅料业务产能将进一步扩大。

**公布2024-2026年规划，完成可能性较大。**公司于2020年2月披露2020-2023年发展规划，计划在2023年实现硅料产能22-29万吨、电池片产能80-100GW。硅料方面：截止2021年年底，公司硅料产能约18万吨，在建包头二期5万吨及乐山三期12万吨项目预计分别于2022年、2023年投产，届时公司硅料产能规模将达35万吨；电池片方面：2021年底公司电池片产能为45GW，目前在建的通合二期7.5GW、金堂二期8GW及其他拟建项目预计将分别于2022年、2023年投产，届时公司电池片产能将达到102GW。

**提出2024-2026年规划，进一步跟随行业增长扩张光伏产能。**公司目前基本已经完成了2020年2月披露的规划，执行力很强，同时，公司紧跟行业增长趋势，公布2024-2026年规划，计划2024-2026年间实现硅料产能80-100万吨、电池片产能130-150GW，从上期规划完成情况来看，预计完成这一规划可能性较大。此外，公司提出将整体保持合理的负债水平和负债结构，资产负债率整体控制在60%以内。

表 8: 定增募集资金用途

| 序号 | 募集资金投资项目                               | 投资总额 (亿元) | 拟使用募集资金投入金额 (亿元) |
|----|--|-----------|------------------|
| 1  | 20万吨高纯晶硅项目                             | 101.0848  | 94               |
| 2  | 云南通威水电硅材高纯晶硅绿色能源项目<br>(二期20万吨/年高纯晶硅项目) | 100.7941  | 66               |
|    | 合计                                     | 201.8789  | 160              |

资料来源: wind、招商证券

表 9: 2024-2024 年公司产能规划

|              | 硅料 (万吨) |       | 电池片 (GW) |       |
|--------------|---------|-------|----------|-------|
|              | 规划      | 实际/预计 | 规划       | 实际/预计 |
| 2020年        | 8       | 8     | 30-40    | 27.5  |
| 2021年        | 11.5-15 | 18    | 40-60    | 45    |
| 2022年        | 15-22   | 23    | 60-80    | 70    |
| 2023年        | 22-29   | 35    | 80-100   | 102   |
| 2024-2026年目标 | 80-100  | -     | 130-150  | -     |

资料来源: 公司公告、招商证券

## 投资建议

2022 年公司收入同比增长 124%至 1424 亿元，归母净利润同比增长 213%至 257 亿元，扣非归母净利润同比增长 213%至 265 亿元。2023 年一季度公司收入同比增长 35%至 332 亿元，归母净利润同比增长 66%至 86 亿元，扣非归母净利润同比增长 66%至 85 亿元。2022 年公司业绩高增长主要受益于硅料价格上涨，2023 年硅料价格下降可能是相对确定的趋势，但公司在硅料业务的竞争力依然很清晰。除硅料外，公司正在完善电池组件板块的布局，随着产能及出货量提升，电池组件业务也有望贡献业绩增量。

预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 215、200 亿元，对应估值 8 倍、9 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 盈利预测

表 10: 盈利预测

| 百万元            |        | 2021   | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 硅片板块           | 营业收入   | 18,761 | 61,855  | 58,900  | 51,750  | 55,000  |
|                | YOY(%) | 187    | 230     | -5      | -12     | 6       |
|                | 毛利率(%) | 67     | 75      | 66      | 66      | 66      |
| 电池组件<br>板块     | 营业收入   | 24,935 | 53,526  | 101,300 | 120,500 | 146,300 |
|                | YOY(%) | 61     | 115     | 89      | 19      | 21      |
|                | 毛利率(%) | 9      | 10      | 6       | 6       | 6       |
| 农牧板块           | 营业收入   | 24,590 | 31,646  | 33,561  | 35,591  | 37,744  |
|                | YOY(%) | 18     | 29      | 6       | 6       | 6       |
|                | 毛利率(%) | 9      | 8       | 10      | 10      | 10      |
| 发电板块           | 营业收入   | 1,603  | 1,655   | 1,671   | 1,688   | 1,705   |
|                | YOY(%) | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
|                | 毛利率(%) | 63     | 53      | 60      | 60      | 60      |
| 其他(包含<br>内部抵消) | 营业收入   | -6,397 | -7,210  | -19,800 | -29,750 | -41,000 |
|                | YOY(%) | -4,708 | 13      | 175     | 50      | 38      |
|                | 毛利率(%) | -3     | 15      | 15      | 10      | 10      |
| 汇总             | 营业收入   | 63,491 | 141,472 | 175,632 | 179,779 | 199,749 |
|                | YOY(%) | 44     | 123     | 24      | 2       | 11      |
|                | 毛利率(%) | 28     | 38      | 26      | 21      | 19      |

资料来源: wind、招商证券

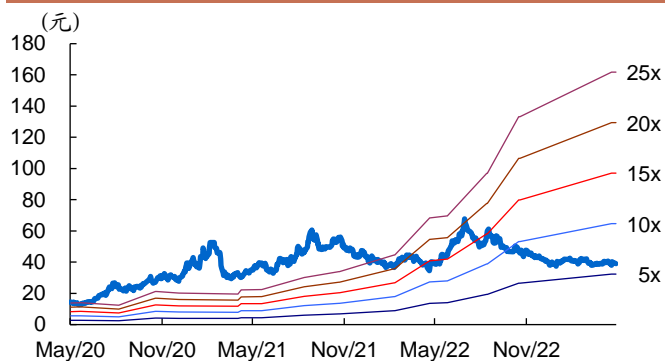
## 相关报告

- 1、《通威股份（600438）—硅料盈利继续提升，电池片盈利如期修复》2022-10-26
- 2、《通威股份（600438）—发布三季报预告，高质量增长延续》2022-10-12
- 3、《通威股份（600438）—上半年高质量增长延续》2022-08-22
- 4、《通威股份（600438）—半年报预告发布，高质量增长延续》2022-07-05
- 5、《通威股份（600438）—硅料业务强劲，电池片盈利有望持续修复》2022-07-01
- 6、《通威股份（600438）—硅料持续高景气，发布规划进一步扩张光伏产能》2022-04-28
- 7、《通威股份（600438）—业绩高增长，新产能释放有望进一步巩固优势》2021-10-27
- 8、《通威股份（600438）—业绩大幅增长，全年有望超预期》2021-08-24
- 9、《通威股份（600438）—Q1 业绩同比大幅增长，硅料全年业绩有望超预期》2021-04-19
- 10、《通威股份（600438）—电池盈利能力超预期，硅料出货、盈利有望大幅提升》2020-10-27
- 11、《通威股份（600438）：通威股份投资价值分析》2020-10-19
- 12、《通威股份（600438）—与隆基在硅料领域深度合作，有望带来很强的业绩弹性》2020-09-30
- 13、《通威股份（600438）—中报符合预期，硅料与电池片涨价将加大业绩弹性》2020-08-10
- 14、《通威股份（600438）—硅料、电池加速出清，疫情后盈利水平有望快速恢复》2020-04-22
- 15、《通威股份（600438）—强势扩产，硅料和电池龙头地位愈加稳固》2020-0-12
- 16、《通威股份（600438）—电池、硅料盈利水平都已见底》2019-10-26
- 17、《通威股份（600438）—电池片盈利有望见底，硅料将全面放量》2019-08-18
- 18、《通威股份（600438）—业绩高增长，硅料、电池片产能快速投放》2019-04-19
- 19、《通威股份（600438）—三季报点评-业绩符合预期，发布股份回购计划》2018-10-28
- 20、《通威股份（600438）—可转债助力扩产进程，硅料成本优势明显》2018-07-30
- 21、《通威股份（600438）—业绩符合预期，硅料、电池片持续扩产》2018-08-18
- 22、《通威股份（600438）—光伏成本优势清晰，扩产项目稳步进行》2018-07-30
- 23、《通威股份（600438）—与中环签订购销合同，硅料连获单晶龙头认可》2018-05-28
- 24、《通威股份（600438）—盈利能力稳定，存货稳步增长》2018-04-18
- 25、《通威股份（600438）—多晶硅与电池扩产,成本持续优化》2018-03-30
- 26、《通威股份（600438）—可转债加速硅料扩产，员工持股彰显公司信心》2017-12-17
- 27、《通威股份（600438）—成本优势清晰，强壮的资产负债表成为扩产的基石》2017-11-07
- 28、《通威股份（600438）—硅料价格维持高位推动毛利率超预期》2017-10-23
- 29、《通威股份（600438）—业绩预告超预期，龙头强势扩张》2017-09-11

### 风险提示

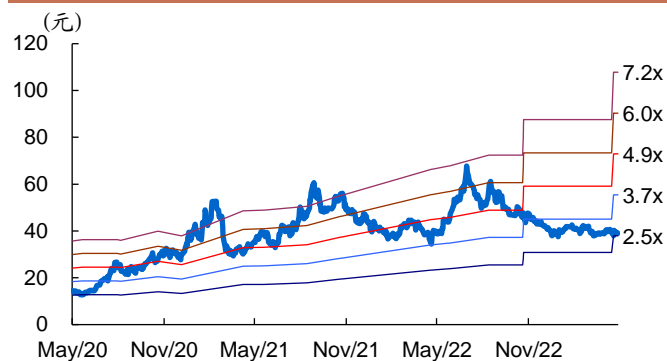
- 1) 国内装机低于预期。3060 目标下，国内装机预期较高，可能会有装机不达预期的可能。
- 2) 硅料价格大幅下跌。公司业绩增长得益于多方面因素，其中硅料价格上涨对业绩的影响相对明显一些，若硅料价格大幅下跌，会对业绩产生不利影响。

图 6: 通威股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7: 通威股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2021         | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 28749        | 75511         | 83375         | 87145         | 96867         |
| 现金             | 3002         | 36842         | 33404         | 34902         | 38715         |
| 交易性投资          | 11           | 4299          | 4299          | 4299          | 4299          |
| 应收票据           | 1577         | 2451          | 3043          | 3115          | 3461          |
| 应收款项           | 2916         | 4501          | 5564          | 5695          | 6328          |
| 其它应收款          | 612          | 478           | 593           | 607           | 674           |
| 存货             | 5683         | 11003         | 16324         | 17762         | 20248         |
| 其他             | 14949        | 15938         | 20148         | 20766         | 23142         |
| <b>非流动资产</b>   | 59501        | 69733         | 84487         | 97669         | 109445        |
| 长期股权投资         | 456          | 391           | 391           | 391           | 391           |
| 固定资产           | 37299        | 53292         | 68424         | 81940         | 94010         |
| 无形资产商誉         | 3161         | 3068          | 2761          | 2485          | 2237          |
| 其他             | 18585        | 12983         | 12911         | 12853         | 12807         |
| <b>资产总计</b>    | <b>88250</b> | <b>145244</b> | <b>167862</b> | <b>184814</b> | <b>206311</b> |
| <b>流动负债</b>    | 28360        | 36357         | 46564         | 49937         | 55771         |
| 短期借款           | 1375         | 88            | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款           | 18109        | 19870         | 29502         | 32099         | 36592         |
| 预收账款           | 3214         | 5442          | 8081          | 8792          | 10023         |
| 其他             | 5661         | 10958         | 8982          | 9046          | 9156          |
| <b>长期负债</b>    | 18234        | 35641         | 35641         | 35641         | 35641         |
| 长期借款           | 11441        | 15409         | 15409         | 15409         | 15409         |
| 其他             | 6793         | 20232         | 20232         | 20232         | 20232         |
| <b>负债合计</b>    | <b>46593</b> | <b>71999</b>  | <b>82205</b>  | <b>85578</b>  | <b>91412</b>  |
| 股本             | 4502         | 4502          | 4502          | 4502          | 4502          |
| 资本公积金          | 16108        | 18109         | 18109         | 18109         | 18109         |
| 留存收益           | 16893        | 38186         | 46805         | 58167         | 72748         |
| 少数股东权益         | 4154         | 12448         | 16240         | 18457         | 19540         |
| 归属于母公司所有者权益    | 37503        | 60797         | 69417         | 80779         | 95360         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>88250</b> | <b>145244</b> | <b>167862</b> | <b>184814</b> | <b>206311</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2021          | 2022         | 2023E         | 2024E       | 2025E       |
|----------------|---------------|--------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 7618          | 43818        | 32753         | 31142       | 30876       |
| 净利润            | 8208          | 25726        | 21486         | 19957       | 20568       |
| 折旧摊销           | 2815          | 5186         | 6076          | 7649        | 9054        |
| 财务费用           | 705           | 1106         | 650           | 676         | 703         |
| 投资收益           | (43)          | 421          | (461)         | (461)       | (461)       |
| 营运资金变动         | (4681)        | 5175         | 1197          | 1098        | (79)        |
| 其它             | 613           | 6205         | 3805          | 2223        | 1091        |
| <b>投资活动现金流</b> | (13591)       | (20806)      | (20373)       | (20373)     | (20373)     |
| 资本支出           | (13975)       | (15218)      | (20834)       | (20834)     | (20834)     |
| 其他投资           | 384           | (5588)       | 461           | 461         | 461         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2902          | 9246         | (15816)       | (9270)      | (6690)      |
| 借款变动           | 2230          | (860)        | (2300)        | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0             | 0            | 0             | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 2             | 2002         | 0             | 0           | 0           |
| 股利分配           | (1085)        | (4105)       | (12867)       | (8594)      | (5987)      |
| 其他             | 1754          | 12210        | (650)         | (676)       | (703)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(3071)</b> | <b>32258</b> | <b>(3437)</b> | <b>1498</b> | <b>3813</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元           | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业总收入</b>     | 63491 | 142423 | 176811 | 180986 | 201091 |
| 营业成本             | 45918 | 88060  | 130748 | 142259 | 162172 |
| 营业税金及附加          | 276   | 911    | 1131   | 1158   | 1287   |
| 营业费用             | 919   | 1435   | 1945   | 2172   | 2413   |
| 管理费用             | 2948  | 7868   | 7957   | 5430   | 6033   |
| 研发费用             | 2036  | 1464   | 2652   | 2715   | 3016   |
| 财务费用             | 637   | 689    | 650    | 676    | 703    |
| 资产减值损失           | (253) | (2348) | (2000) | (500)  | (300)  |
| 公允价值变动收益         | 6     | (36)   | (36)   | (36)   | (36)   |
| 其他收益             | 359   | 397    | 397    | 397    | 397    |
| 投资收益             | (36)  | (434)  | 100    | 100    | 100    |
| <b>营业利润</b>      | 10834 | 39574  | 30189  | 26538  | 25627  |
| 营业外收入            | 20    | 31     | 31     | 31     | 31     |
| 营业外支出            | 464   | 1266   | 500    | 500    | 500    |
| <b>利润总额</b>      | 10390 | 38339  | 29721  | 26069  | 25159  |
| 所得税              | 1648  | 5966   | 4443   | 3895   | 3508   |
| 少数股东损益           | 534   | 6646   | 3792   | 2217   | 1083   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 8208  | 25726  | 21486  | 19957  | 20568  |

主要财务比率

|                | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 44%   | 124%  | 24%   | 2%    | 11%   |
| 营业利润           | 130%  | 265%  | -24%  | -12%  | -3%   |
| 归母净利润          | 127%  | 213%  | -16%  | -7%   | 3%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 27.7% | 38.2% | 26.1% | 21.4% | 19.4% |
| 净利率            | 12.9% | 18.1% | 12.2% | 11.0% | 10.2% |
| ROE            | 21.9% | 42.3% | 31.0% | 24.7% | 21.6% |
| ROIC           | 17.0% | 37.5% | 25.9% | 20.2% | 17.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 52.8% | 49.6% | 49.0% | 46.3% | 44.3% |
| 净负债比率          | 17.3% | 12.2% | 9.2%  | 8.3%  | 7.5%  |
| 流动比率           | 1.0   | 2.1   | 1.8   | 1.7   | 1.7   |
| 速动比率           | 0.8   | 1.8   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 1.0   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| 存货周转率          | 10.9  | 10.6  | 9.6   | 8.3   | 8.5   |
| 应收账款周转率        | 20.8  | 24.9  | 22.7  | 20.8  | 21.6  |
| 应付账款周转率        | 2.9   | 4.6   | 5.3   | 4.6   | 4.7   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.82  | 5.71  | 4.77  | 4.43  | 4.57  |
| 每股经营净现金        | 1.69  | 9.73  | 7.28  | 6.92  | 6.86  |
| 每股净资产          | 8.33  | 13.50 | 15.42 | 17.94 | 21.18 |
| 每股股利           | 0.91  | 2.86  | 1.91  | 1.33  | 1.37  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 21.4  | 6.8   | 8.2   | 8.8   | 8.5   |
| PB             | 4.7   | 2.9   | 2.5   | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | 15.8  | 4.9   | 6.0   | 6.4   | 6.3   |



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。