

通威股份 (600438.SH)

盈利超预期，一体化布局持续推进

事件：公司发布《2022年年报》和《2023年一季度报》。2022年公司全年营收1424.23亿元，同比增长119.69%；归母净利润257.26亿元，同比增长217.25%。2023年一季度公司实现营收332.45亿元，同比增长34.67%，归母净利润86.01亿元，同比增长65.59%。多晶硅盈利坚挺，切入组件进行一体化发展优势显著，公司新能源板块继续保持稳步增长，业绩表现出色。

多晶硅料产销两旺，先进产能保障高盈利水平。2022年全年公司多晶硅产能达到26万吨，实现产量26.69万吨，销量25.68万吨，接近满产满销水平。公司多晶硅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；成本控制能力进一步提升，报告期内单位硅耗同比下降2.7%，综合电耗同比下降10.7%，蒸汽消耗同比下降72%。公司多晶硅业务在产能规模、产品品质、生产成本三方面均为行业领先水平，保障公司在硅料下行周期中仍能获高利润水平。

N型电池顺利扩产，充分享受技术红利。公司陆续投产通合项目、金堂二期以及眉山三期项目，目前电池片总产能规模已超70GW，其中182mm及以上尺寸产能占比超过95%。2022年内实现销量47.98GW，眉山9GW的TNC项目已达产，平均转换效率25.5%，叠加SE等技术后有望达到25.7%；2022年末公司还启动了彭山16GW规模的TNC电池项目的建设，预计将于2023年下半年建成投产，届时公司TNC电池产能将达到25GW，充分享受先进产能带来的技术红利。

一体化布局持续推进，组件产能落地迅速。公司2022年内用时3个月即实现“8GW光伏智能工厂技改项目”产品顺利下线，组件产能跃升至14GW，年内实现7.94GW组件出货。至2023年底，公司将具备80GW的组件产能规模，并力争实现35GW的组件销售目标，持续推进公司一体化战略。

盈利预测与投资建议。考虑到行业硅料产能持续释放，价格进入下行通道。我们略微下调公司盈利预测，预计2023-2025年公司实现归母净利润223.28/192.01/245.76亿元，EPS分别为4.96/4.26/5.46元，维持“增持”评级。

风险提示：新增光伏装机不及预期、公司产能落地不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	64,830	142,423	166,856	212,404	237,655
增长率 yoy (%)	46.7	119.7	17.2	27.3	11.9
归母净利润(百万元)	8,109	25,726	22,328	19,201	24,576
增长率 yoy (%)	124.8	217.3	-13.2	-14.0	28.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.80	5.71	4.96	4.26	5.46
净资产收益率(%)	20.9	44.2	30.3	23.1	23.4
P/E(倍)	22.1	7.0	8.0	9.3	7.3
P/B(倍)	4.8	3.0	2.6	2.2	1.8

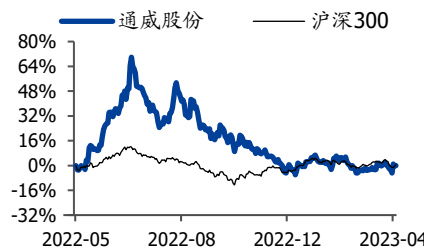
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年4月28日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
4月28日收盘价(元)	39.83
总市值(百万元)	179,312.90
总股本(百万股)	4,501.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	40.48

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《通威股份(600438.SH): 三季度盈利大增, 持续加速组件业务推进》2022-10-25
- 《通威股份(600438.SH): 加速推动多晶硅扩产, 组件业务迎来突破》2022-08-21
- 《通威股份(600438.SH): 业绩符合预期, 双料龙头加速扩产》2022-04-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28749	75511	104964	117926	146147
现金	3002	36842	61183	61000	96450
应收票据及应收账款	4492	6952	8216	13024	10742
其他应收款	612	478	3230	2838	3103
预付账款	1607	1487	2137	2477	2686
存货	5683	11003	11447	19838	14417
其他流动资产	13353	18749	18749	18749	18749
非流动资产	59146	69733	81676	91732	98885
长期投资	456	391	339	263	179
固定资产	36962	53301	61192	68574	75317
无形资产	2411	2456	2594	2740	2864
其他非流动资产	19317	13586	17551	20155	20525
资产总计	87895	145244	186640	209658	245032
流动负债	28360	36357	67485	74255	89332
短期借款	1375	88	88	88	88
应付票据及应付账款	18109	19870	47835	52232	68290
其他流动负债	8875	16400	19562	21936	20954
非流动负债	18234	35641	32508	28863	24136
长期借款	11852	25686	22553	18908	14181
其他非流动负债	6382	9955	9955	9955	9955
负债合计	46593	71999	99993	103119	113467
少数股东权益	4119	12448	16388	21804	27948
股本	4502	4502	4502	4502	4502
资本公积	16108	16144	16144	16144	16144
留存收益	16640	38261	54145	68285	84971
归属母公司股东权益	37183	60797	70258	84735	103617
负债和股东权益	87895	145244	186640	209658	245032

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7474	43818	52924	21747	57307
净利润	8622	32373	26268	24616	30721
折旧摊销	2791	5186	4223	5076	5947
财务费用	637	689	165	-701	-1244
投资损失	-43	421	-327	-380	-82
营运资金变动	-5894	1192	22590	-6873	21953
其他经营现金流	1362	3957	6	8	11
投资活动现金流	-13447	-20806	-15844	-14760	-13030
资本支出	13831	15218	11995	10131	7237
长期投资	1435	-5906	52	76	84
其他投资现金流	1819	-11495	-3798	-4553	-5709
筹资活动现金流	2902	9246	-12738	-7169	-8827
短期借款	-974	-1287	0	0	0
长期借款	5145	13835	-3133	-3645	-4727
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	36	0	0	0
其他筹资现金流	-1271	-3338	-9605	-3524	-4099
现金净增加额	-3083	32291	24342	-183	35450

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	64830	142423	166856	212404	237655
营业成本	48383	88060	118483	165110	180782
营业税金及附加	276	911	698	937	1144
营业费用	919	1435	2829	3123	3322
管理费用	2951	7868	7592	9940	11470
研发费用	1026	1464	5840	4488	4886
财务费用	637	689	165	-701	-1244
资产减值损失	-129	-2212	501	637	713
其他收益	359	397	319	345	355
公允价值变动收益	6	-36	-6	-8	-11
投资净收益	43	-421	327	380	82
资产处置收益	-78	-13	0	0	0
营业利润	10715	39574	31388	29586	37008
营业外收入	20	31	33	30	29
营业外支出	464	1266	555	691	744
利润总额	10270	38339	30866	28926	36292
所得税	1649	5966	4598	4309	5572
净利润	8622	32373	26268	24616	30721
少数股东损益	512	6646	3940	5416	6144
归属母公司净利润	8109	25726	22328	19201	24576
EBITDA	13837	44120	34419	32858	40429
EPS (元)	1.80	5.71	4.96	4.26	5.46

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	46.7	119.7	17.2	27.3	11.9
营业利润(%)	127.3	269.3	-20.7	-5.7	25.1
归属于母公司净利润(%)	124.8	217.3	-13.2	-14.0	28.0
获利能力					
毛利率(%)	25.4	38.2	29.0	22.3	23.9
净利率(%)	12.5	18.1	13.4	9.0	10.3
ROE(%)	20.9	44.2	30.3	23.1	23.4
ROIC(%)	15.8	33.8	24.0	20.0	22.0
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	49.6	53.6	49.2	46.3
净负债比率(%)	44.6	-0.4	-28.1	-25.6	-51.0
流动比率	1.0	2.1	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.3	1.3	1.1	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.2	1.0	1.1	1.0
应收账款周转率	21.3	24.9	22.0	20.0	20.0
应付账款周转率	3.1	4.6	3.5	3.3	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.80	5.71	4.96	4.26	5.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	9.73	11.76	4.83	12.73
每股净资产(最新摊薄)	8.26	13.07	15.17	18.39	22.58
估值比率					
P/E	22.1	7.0	8.0	9.3	7.3
P/B	4.8	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	14.6	4.2	4.9	5.2	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com