

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

业绩高增，单瓦盈利大幅改善

2023年4月29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 850.52 亿元，同比增长 91.21%，归母净利 36.8 亿元，同比增长 103.9%；毛利率为 13.43%，同比-0.71pct；基本每股收益 1.72 元，同比增长 97.70%。2023Q1 公司实现营收 213.19 亿元，同比增长 39.59%，归母净利润 17.68 亿元，同比增长 225.43%，毛利率 17.95%，同比+4.36pct。

点评:

- 组件量利大幅提升，TOPCON 大规模放量在即。**
 - 1) 组件:** 2022 年公司组件出货超 43GW，2023Q1 组件出货超 10GW，组件产品量利齐增，预计 2023 年组件产能 95GW，出货 65GW 以上，我们判断全年组件单瓦盈利有望达近 0.11 元。
 - 2) TOPCON 规划:** 公司积极布局 N 型电池领域，2022 年 12 月，公司宿迁基地的 8GW TOPCon 电池项目投产，预计 2023 年底公司电池产能达到 75GW，其中 TOPCon 电池产能 40GW。
- 持续提高光伏系统整体解决方案能力。** 2022 年公司支架业务实现出货 4.4GW，2023Q1 支架出货 1.3GW，全年出货目标 8GW 以上。分布式系统业务 2022 年实现出货 6GW 以上，2023Q1 实现出货 2GW 以上，全年目标 10GW 以上。同时公司不断丰富分布式光伏应用场景，推出天合蓝天·天能瓦屋顶光伏系统解决方案、SPVC 天合智慧能源车库等创新系统。
- 储能业务不断开拓，产品性能持续优化。** 2022 年公司国内出货量超 1.5GWh，全球出货量近 2GWh；2023Q1 出货 100-200MWh，全年出货目标 3-4GWh。2022 年公司持续深耕储能技术研发能力建设，成功开发出 300Ah 12000 次循环的长寿命“天合芯”，并推出“天合芯”为内核的新一代万次循环液冷系统 TrinaStorage Elementa，通过高集成化的系统设计和先进的热管理，使得度电成本相比于上一代产品降低 32%。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 1176.8、1396.6、1689.4 亿元，同比增长 38.4%、18.7%、21.0%；归母净利润分别是 78.2、104.2、125.3 亿元，同比增长 112.6%、33.2%和 20.3%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 13.67、10.26、8.53 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)	44,480	85,052	117,679	139,660	168,940
增长率 YoY %	51.2%	91.2%	38.4%	18.7%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,804	3,680	7,823	10,419	12,531
增长率 YoY%	46.8%	104.0%	112.6%	33.2%	20.3%
毛利率%	14.1%	13.4%	18.1%	18.7%	18.5%
净资产收益率ROE%	10.5%	14.0%	23.4%	24.4%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.83	1.69	3.60	4.79	5.77
市盈率 P/E(倍)	59.26	29.06	13.67	10.26	8.53
市净率 P/B(倍)	6.25	4.06	3.20	2.50	1.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	41,861	61,065	92,502	130,717	162,130
货币资金	10,690	19,143	36,605	58,221	72,411
应收票据	2,297	2,292	4,245	3,514	4,933
应收账款	8,170	13,210	16,010	22,435	28,886
预付账款	2,102	1,464	1,928	2,271	2,753
存货	12,754	18,715	26,506	35,972	43,810
其他	5,849	6,241	7,208	8,305	9,338
非流动资产	21,679	28,911	27,794	26,430	25,033
长期股权投资	2,048	3,649	3,649	3,649	3,649
固定资产	13,361	12,302	11,348	10,447	9,374
无形资产	894	2,632	2,632	2,632	2,632
其他	5,376	10,327	10,166	9,702	9,378
资产总计	63,540	89,976	120,297	157,148	187,164
流动负债	35,049	54,950	78,230	105,703	124,441
短期借款	6,647	9,718	14,718	19,718	24,718
应付票据	11,365	18,081	29,047	46,647	48,927
应付账款	7,344	12,033	17,422	20,425	29,273
其他	9,693	15,117	17,043	18,913	21,523
非流动负债	10,327	6,231	6,231	6,231	6,231
长期借款	3,006	3,572	3,572	3,572	3,572
其他	7,321	2,659	2,659	2,659	2,659
负债合计	45,376	61,181	84,460	111,934	130,672
少数股东权益	1,052	2,457	2,457	2,457	2,457
归母股东权益	17,112	26,339	33,380	42,757	54,035
负债和股东权益	63,540	89,976	120,297	157,148	187,164

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	44,480	85,052	117,679	139,660	168,940
同比 (%)	51.2%	91.2%	38.4%	18.7%	21.0%
归属母公司净利润	1,804	3,680	7,823	10,419	12,531
同比 (%)	46.8%	104.0%	112.6%	33.2%	20.3%
毛利率 (%)	14.1%	13.4%	18.1%	18.7%	18.5%
ROE%	10.5%	14.0%	23.4%	24.4%	23.2%
EPS (摊薄)(元)	0.83	1.69	3.60	4.79	5.77
P/E	59.26	29.06	13.67	10.26	8.53
P/B	6.25	4.06	3.20	2.50	1.98
EV/EBITDA	46.87	19.52	7.87	4.84	3.62

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	44,48	85,052	117,679	139,660	168,940
营业成本	38,19	73,633	96,397	113,540	137,626
营业税金及附加	137	262	471	559	676
销售费用	1,408	2,399	4,707	5,028	6,082
管理费用	1,483	2,209	4,589	5,028	6,082
研发费用	925	1,221	2,471	2,793	3,379
财务费用	289	272	385	398	349
减值损失合计	-279	-1,363	-1,800	-1,300	-1,000
投资净收益	528	610	2,405	1,232	934
其他	-36	-226	112	239	341
营业利润	2,261	4,078	9,375	12,486	15,023
营业外收支	13	-93	-15	-15	-15
利润总额	2,274	3,984	9,360	12,471	15,008
所得税	424	332	1,537	2,051	2,477
净利润	1,850	3,653	7,823	10,419	12,531
少数股东损益	46	-27	0	0	0
归属母公司净利润	1,804	3,680	7,823	10,419	12,531
EBITDA	3,616	6,992	11,771	15,715	18,434
EPS (当年) (元)	0.87	1.72	3.60	4.79	5.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,098	9,237	14,126	19,487	12,845
净利润	1,850	3,653	7,823	10,419	12,531
折旧摊销	1,294	2,208	2,117	2,364	2,597
财务费用	561	430	672	947	1,222
投资损失	-963	-610	-2,405	-1,232	-934
营运资金变动	-2,080	2,074	3,805	5,424	-3,835
其它	437	1,483	2,115	1,565	1,265
投资活动现金流	-6,852	-8,966	-210	-883	-1,181
资本支出	-6,427	-8,076	-2,615	-2,115	-2,115
长期投资	-1,028	-166	0	0	0
其他	603	-723	2,405	1,232	934
筹资活动现金流	8,714	6,173	3,546	3,011	2,525
吸收投资	481	2,196	0	0	0
借款	19,91	19,295	5,000	5,000	5,000
支付利息或股息	-871	-940	-1,454	-1,989	-2,475
现金流净增加额	2,371	7,054	17,462	21,616	14,190

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。

评级说明

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。	

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。