

# 通威股份 (600438.SH)

## 买入(维持评级)

### 硅料业务强者恒强, 电池新技术&组件业务预计逐步放量

当前价格: 37.95 元  
 目标价格: 52.37 元

#### 投资要点:

► **业绩简评:** 公司发布2022年报及2023年一季报, 实现营业收入1424亿元, 同比+124%, 实现归母净利润257亿元, 同比+213%; 其中Q4实现归母净利润40亿元, 同比+77%。23Q1实现营业收入332亿元, 同比+35%, 实现归母净利润86亿元, 同比+66%, 环比+115%, 一季报业绩落在预告上框。

► **硅料出货维持全球第一, 定增加码强者恒强。**2022年公司全年硅料销量25.68万吨(同比+138%), 我们估算权益出货约20+万吨, 其中Q4硅料销售约7-8万吨, 权益出货约5.5-6万吨; 23Q1硅料销售8万吨左右, 权益出货约6+万吨, Q1单吨净利12-13万元/吨。根据当前产能规划, 永祥能源科技一期(12万吨)项目预计将于2023Q3投产, 届时公司硅料产能预计达38万吨; 同时公司公布定增预案拟募资160亿元分别用于内蒙20万吨、云南二期20万吨共40万吨高纯晶硅项目, 预计投产后公司硅料产能将达78万吨, 进一步体现龙头规模优势; 公司当前多晶硅生产工艺已迭代至“第八代永祥法”, 生产效率有望继续提升, 硅料龙头强者恒强!

► **电池新技术进展顺利, TNC电池(TOPCon路线)预计逐步放量。**2022年公司全年电池片出货47.98GW(同比+37%), 根据我们估算, 其中Q4电池片出货约15-16GW, 23Q1电池片出货16-17GW, Q1单瓦净利6-7分钱。公司当前电池片总产能超70GW, 其中眉山三期9GW TNC电池于2022年11月底投产, 当前已满产发挥, 产品平均转换效率25.5%, 若叠加SE等技术, 转换效率有望达25.7%; 同时公司已启动彭山16GW TNC电池项目建设, 预计2023年下半年建成, 届时公司TNC电池产能将达25GW, 我们预计公司全年TNC电池出货为7-8GW。

► **组件业务迅速发展, 强垂直一体化初见成效。**2022年公司全年组件出货7.94GW, 其中Q4出货约5GW, 2022年出货已进入全球TOP10榜单; 我们估算, 23Q1公司组件出货超3GW, 全年出货预期有望达35GW。截至2022年底公司组件产能达14GW, 随着后续盐城25GW、南通25GW、金堂16GW等项目达产, 预计2023年底公司组件产能有望达80GW。

► **盈利预测:** 考虑行业硅料产能持续释放, 价格趋势性向下, 基于审慎考虑我们下调公司盈利预测, 预计2023-2025年公司实现归母净利润196/198/228亿元(下调14%/下调15%/新增), 当前股价对应2023-2025年PE为8.7/8.6/7.5倍, 考虑到公司当前电池新技术逐步放量, 有望享受N型技术溢价, 同时组件业务迅速发展, 强垂直一体化成长可期, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 全球光伏需求增长不及预期风险; 硅料价格超预期下跌; 国际贸易摩擦风险; 产能建设不及预期风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4502/0
流通A股市值(百万元)	170849/0
每股净资产(元)	14.98
资产负债率(%)	48.22
一年内最高/最低(元)	67.75/34.45

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 邓伟  
 执业证书编号: S0210522050005  
 邮箱: dengwei3787@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《通威股份深度: 一体化布局再起航, 价值重估正当时》

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,491	142,423	158,033	192,654	224,074
增长率	44%	124%	11%	22%	16%
净利润(百万元)	8,208	25,726	19,645	19,832	22,811
增长率	127%	213%	-24%	1%	15%
EPS(元/股)	1.82	5.71	4.36	4.41	5.07
市盈率(P/E)	20.8	6.6	8.7	8.6	7.5
市净率(P/B)	4.6	2.8	2.5	2.1	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn