

通威股份 (600438.SH)

买入(维持评级)

23H1 业绩符合预期, 新增 32GW 拉棒/切片/电池片项目规划

 当前价格: 31.50 元
 目标价格: 48.17 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4502/4502
总市值/流通市值 (百万元)	141812/141812
每股净资产 (元)	13.15
资产负债率 (%)	53.16
一年内最高/最低 (元)	56.48/31.36

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布23H1业绩公告, 实现营业收入740.7亿元, 同比+22.8%, 归母净利132.7亿元, 同比+8.6%, 扣非归母净利126.2亿元, 同比+1.0%; 其中Q2实现营业收入408.2亿元, 归母净利46.7亿元, 扣非归母净利41.2亿元, 整体业绩符合预期。

➤ **出货方面:** **1) 硅料:** 23H1公司出货17.77万吨 (权益出货预计约13.8万吨), 其中Q2出货预计接近10万吨 (权益出货约7.5万吨, 略超市场预期), 含税均价预计11-12万元/吨, 单吨净利约5万元/吨; **2) 电池片&组件:** 23H1公司电池片出货35.87GW, 其中Q2出货预计19GW+, 单瓦净利接近7分钱; 23H1公司组件出货8.96GW, 其中Q2出货预计接近6GW, 环比+99%。

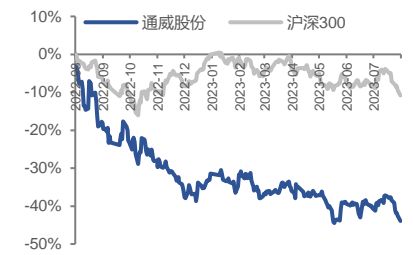
➤ **产能方面:** **1) 硅料:** 当前公司高纯晶硅产能已超42万吨 (22年底公司产能超26万吨, 新增含永祥能源科技一期12万吨+技术挖潜、填平补齐等方式实现4万吨+超产), 根据规划, 预计至2024年底公司高纯晶硅产能有望超74万吨 (新增云南通威二期20万吨+乐山12万吨); **2) 电池片&组件:** 当前公司电池片产能达90GW (含TNC产能25GW), 根据规划, 预计至2024年底公司电池片产能超130GW (新增双流25GW TNC+眉山16GW TNC), 其中TNC产能将至66GW; 若考虑新增32GW电池片规划 (乐山五通桥16GW+峨眉山16GW), 届时电池片产能有望超160GW; 当前公司组件产能达55GW, 预计2023年底至80GW; **3) 拉棒&切片:** 根据规划, 公司新增32GW拉棒/切片产能, 有望在2025年底达产。

➤ **23年展望:** 我们预计23年公司硅料出货量约35万吨 (权益出货量27-28万吨); 电池片出货量约70+GW, 其中外销约40+GW; 组件端出货量有望达30+GW。公司强垂直一体化优势凸显, 我们预计公司将凭借综合运营实力、资金与销售实力实现组件业务快速发展。

➤ **盈利预测与投资建议:** 考虑产业链价格下降, 基于审慎考虑我们下调公司盈利预测, 预计公司2023-2025年实现归母净利润181/181/211亿元 (前值196/198/228亿元), 当前股价对应2023-2025年PE为7.8/7.8/6.7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, 我们给予公司2023年12倍PE, 对应目标价48.17元/股, 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。

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: 电池组件产能加码, 一体化成长可期》-2023.06.07
- 《通威股份: 硅料业务强者恒强, 电池新技术&组件业务预计逐步放量》-2023.04.26
- 《通威股份深度: 一体化布局再起航, 价值重估正当时》-2023.01.04

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	63,491	142,423	163,786	207,256	246,198
增长率	44%	124%	15%	27%	19%
净利润 (百万元)	8,208	25,726	18,073	18,108	21,147
增长率	127%	213%	-30%	0%	17%
EPS (元/股)	1.82	5.71	4.01	4.02	4.70
市盈率 (P/E)	17.3	5.5	7.8	7.8	6.7
市净率 (P/B)	3.8	2.3	2.1	1.8	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	36,842	39,879	48,571	65,706	营业收入	142,423	163,786	207,256	246,198
应收票据及账款	6,952	5,727	5,638	5,981	营业成本	88,060	125,975	167,157	197,134
预付账款	1,487	1,890	2,507	2,957	税金及附加	911	689	920	1,193
存货	11,003	12,804	17,959	22,747	销售费用	1,435	2,293	3,109	3,939
合同资产	598	1,549	2,450	2,261	管理费用	7,868	7,698	9,534	11,571
其他流动资产	19,227	22,512	27,836	31,609	研发费用	1,464	1,802	3,109	4,924
流动资产合计	75,511	82,812	102,512	129,001	财务费用	689	394	246	214
长期股权投资	391	391	391	391	信用减值损失	-136	-15	-15	-15
固定资产	53,292	61,235	67,871	70,443	资产减值损失	-2,212	-660	-270	-250
在建工程	3,752	4,752	5,252	4,252	公允价值变动收益	-36	-9	-13	-19
无形资产	2,456	2,572	2,792	2,870	投资收益	-421	435	886	721
商誉	603	603	603	603	其他收益	397	397	397	397
其他非流动资产	9,240	9,189	9,150	9,054	营业利润	39,574	25,071	24,153	28,043
非流动资产合计	69,733	78,743	86,060	87,613	营业外收入	31	31	31	31
资产合计	145,244	161,554	188,571	216,613	营业外支出	1,266	500	1,000	1,000
短期借款	88	20	20	20	利润总额	38,339	24,602	23,184	27,074
应付票据及账款	19,870	30,234	40,619	48,495	所得税	5,966	3,828	3,607	4,213
预收款项	36	328	241	310	净利润	32,373	20,774	19,577	22,861
合同负债	5,406	2,948	3,731	4,432	少数股东损益	6,646	2,701	1,468	1,715
其他应付款	2,143	2,143	2,143	2,143	归属母公司净利润	25,726	18,073	18,108	21,147
其他流动负债	8,815	8,929	9,860	10,818	EPS (按最新股本摊薄)	5.71	4.01	4.02	4.70
流动负债合计	36,357	44,602	56,614	66,217					
长期借款	15,409	15,459	15,389	15,469					
应付债券	10,277	10,277	10,277	10,277					
其他非流动负债	9,955	9,955	9,955	9,955					
非流动负债合计	35,641	35,691	35,621	35,701					
负债合计	71,999	80,293	92,235	101,918					
归属母公司所有者权益	60,797	66,113	79,719	96,364					
少数股东权益	12,448	15,149	16,617	18,331					
所有者权益合计	73,245	81,261	96,336	114,695					
负债和股东权益	145,244	161,554	188,571	216,613					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,818	31,273	27,138	30,385
现金收益	38,248	27,241	26,756	30,739
存货影响	-5,320	-1,802	-5,155	-4,787
经营性应收影响	-129	1,483	-259	-543
经营性应付影响	3,076	10,656	10,299	7,944
其他影响	7,943	-6,305	-4,502	-2,968
投资活动现金流	-20,806	-14,957	-13,628	-8,613
资本支出	-14,705	-15,134	-14,288	-9,313
股权投资	65	0	0	0
其他长期资产变化	-6,166	177	660	700
融资活动现金流	9,246	-13,278	-4,818	-4,636
借款增加	12,272	-18	-70	80
股利及利息支付	-5,059	-6,308	-5,999	-5,999
股东融资	2,032	0	0	0
其他影响	1	-6,952	1,251	1,283

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	124.3%	15.0%	26.5%	18.8%
EBIT 增长率	253.9%	-36.0%	-6.3%	16.5%
归母公司净利润增长率	213.4%	-29.7%	0.2%	16.8%
获利能力				
毛利率	38.2%	23.1%	19.3%	19.9%
净利率	22.7%	12.7%	9.4%	9.3%
ROE	35.1%	22.2%	18.8%	18.4%
ROIC	42.4%	24.8%	20.8%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	49.6%	49.7%	48.9%	47.1%
流动比率	2.1	1.9	1.8	1.9
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	9	9	7	5
存货周转天数	34	34	33	37
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	4.01	4.02	4.70
每股经营现金流	9.73	6.95	6.03	6.75
每股净资产	13.50	14.69	17.71	21.40
估值比率				
P/E	6	8	8	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	24	34	34	30

数据来源：公司报告、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