

# 通威股份 (600438.SH)

## 硅料盈利领先同业，电池片盈利表现优秀

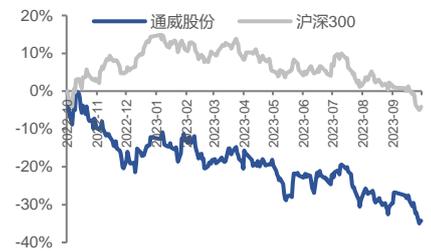
### 买入(维持评级)

当前价格: 27.69 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) | 124660/124660 |
| 每股净资产 (元)      | 13.83         |
| 资产负债率 (%)      | 54.52         |
| 一年内最高/最低 (元)   | 44.04/27.28   |

#### 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

研究助理 李乐群  
 邮箱: llq3911@hfzq.com.cn

#### 投资要点:

- 事件:** 公司发布23Q3业绩公告,实现营业收入1114.2亿元,同比+9.15%;归母净利163.0亿元,同比-24.98%,扣非归母净利156.4亿元,同比-28.84%;其中Q3实现营业收入373.5亿元,同比-10.52%;归母净利30.3亿元,扣非归母净利30.2亿元,整体业绩符合预期。
- 出货&盈利方面:**
  - 硅料:** 我们预计公司23Q3硅料权益出货7.5万吨+,单吨净利1.7万元+,盈利性持续领先硅料同业;23年全年出货预计30万吨+(权益出货预计26万吨左右);
  - 电池片&组件:** 我们预计公司23Q3电池片出货21GW+,单瓦净利约9分钱,其中TOPCon出货约2.5GW;组件出货9GW+,由于仍处推广期盈利尚未实现正向贡献。
- 产能方面:**
  - 硅料:** 公司当前硅料产能42万吨,根据规划,2024年公司云南二期20万吨、包头三期20万吨有望陆续投产,届时公司硅料产能将达82万吨;
  - 电池片:** 公司当前电池片产能90GW(含TNC产能25GW),根据规划,预计至2024年底公司电池片产能有望超130GW(其中双流25GW TNC+眉山16GW TNC预计24H1投产),届时TNC产能将达66GW。
  - 组件:** 公司当前组件产能55GW,预计至2024年底有望达80GW(新增南通25GW,预计24年Q2-Q3投产)。
- 财务方面:** 截至23Q3公司货币资金275.3亿元,交易性金融资产100.9亿元,在手资金充裕;公司费用管控能力卓越,23Q3期间费用率6.1%,维持较低水平。
- 盈利预测与投资建议:** 我们维持公司2023-2025年归母净利润预测181/181/211亿元,当前股价对应2023-2025年PE为6.9/6.9/5.9倍;考虑到公司资金实力强劲、综合运营能力优异,有望凭借硅料成本优势、硅片产能补缺、电池片新技术放量、组件海外渠道完善实现强垂直一体化,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。

| 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)  | 15.2   | 4.8     | 6.9     | 6.9     | 5.9     |
| 市净率(P/B)  | 3.3    | 2.1     | 1.9     | 1.6     | 1.3     |

数据来源:公司公告、华福证券研究所

#### 相关报告

- 《通威股份:23H1业绩符合预期,新增32GW拉棒切片电池片项目规划》-2023.08.22
- 《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



## 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