

通威股份 (600438.SH)

买入(维持评级)

电池组件产能加码，一体化成长可期

当前价格： 31.51 元
 目标价格： 52.36 元

投资要点：

➤ **事件：**公司发布《关于在成都市双流区投资25GW太阳能电池暨20GW光伏组件项目的公告》，规划在成都市双流区分别建设年产25GW太阳能电池、年产20GW组件项目，总固定资产投资达105亿元(电池75亿元+组件30亿元)，分别预计于2024年内建成投产(电池项目)、2025年内建成投产(组件项目)。

➤ **N型电池产能进一步加码：**公司此次新增25GW电池产能，我们预计为公司N型电池路线上进一步加大布局(具体TOPCon还是HJT尚未最终确定，需视HJT量产进度)，公司当前电池片产能超70GW，其中眉山三期9GW TNC电池(TOPCon路线)已于2022年11月底投产，2023年4月底满产；彭山16GW TNC电池预计于今年下半年投产，另有16GW N型电池预计今年底或明年初投产，预计至2024年底公司电池片产能将超125GW，其中N型电池超65GW。

➤ **组件业务发展迅速，产能逐步提升：**公司当前组件业务发展迅速，此次继续提升组件产能体现公司对组件业务快速发展的信心，根据新增产能规划，我们预计至2025年底公司组件产能将达100GW。

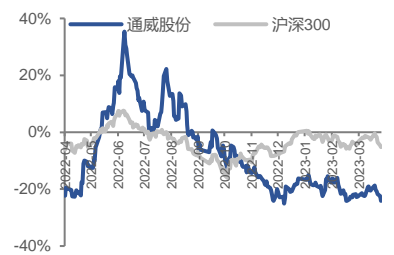
➤ **盈利预测：**考虑到公司作为硅料龙头企业具备绝对成本优势，有望穿越此轮硅料下行周期；另外当前公司电池新技术逐步放量，有望享受N型技术溢价；同时组件业务迅速发展，强垂直一体化成长可期，我们维持公司盈利预测，2023-2025年实现归母净利润196/198/228亿元，当前股价对应2023-2025年PE为7.2/7.2/6.2倍，维持“买入”评级。

➤ **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)	4502/4502
流通A股市值(百万元)	141857/141857
每股净资产(元)	12.12
资产负债率(%)	48.22
一年内最高/最低(元)	62.55/31.51

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：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	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)	17.3	5.5	7.2	7.2	6.2
市净率(P/B)	3.8	2.3	2.1	1.7	1.4

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	42,012	52,617	70,764	营业收入	142,423	158,033	192,654	224,074
应收票据及账款	6,952	5,199	4,843	4,981	营业成本	88,060	118,628	151,323	178,107
预付账款	1,487	1,779	2,270	2,672	税金及附加	911	665	855	1,086
存货	11,003	11,905	16,014	20,192	销售费用	1,435	2,212	2,890	3,361
合同资产	598	1,495	2,278	2,058	管理费用	7,868	7,902	9,440	7,843
其他流动资产	19,227	21,872	26,178	29,155	研发费用	1,464	1,896	2,890	4,481
流动资产合计	75,511	82,767	101,921	127,764	财务费用	689	267	68	22
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	-48	-70	-70
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	27,211	26,359	30,174
非流动资产合计	69,733	78,743	86,060	87,613	营业外收入	31	31	32	31
资产合计	145,244	161,509	187,981	215,376	营业外支出	1,266	500	1,000	1,000
短期借款	88	0	0	0	利润总额	38,339	26,742	25,391	29,205
应付票据及账款	19,870	28,471	36,772	43,814	所得税	5,966	4,161	3,951	4,544
预收款项	36	316	224	282	净利润	32,373	22,581	21,440	24,661
合同负债	5,406	2,845	3,468	4,033	少数股东损益	6,646	2,936	1,608	1,850
其他应付款	2,143	2,143	2,143	2,143	归属母公司净利润	25,727	19,645	19,832	22,811
其他流动负债	8,815	8,975	9,747	9,238	EPS (按最新股本摊薄)	5.71	4.36	4.41	5.07
流动负债合计	36,357	42,750	52,353	59,510	主要财务比率				
长期借款	15,409	15,459	15,389	15,469		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	10,277	10,277	10,277	10,277	成长能力				
其他非流动负债	9,955	9,955	9,955	9,955	营业收入增长率	124.3%	11.0%	21.9%	16.3%
非流动负债合计	35,641	35,691	35,621	35,701	EBIT 增长率	253.9%	-30.8%	-5.7%	14.8%
负债合计	71,999	78,441	87,974	95,211	归母公司净利润增长率	213.4%	-23.6%	0.9%	15.0%
归属母公司所有者权益	60,797	67,685	83,015	101,324	获利能力				
少数股东权益	12,448	15,383	16,991	18,841	毛利率	38.2%	24.9%	21.5%	20.5%
所有者权益合计	73,245	83,068	100,006	120,165	净利率	22.7%	14.3%	11.1%	11.0%
负债和股东权益	145,244	161,509	187,981	215,376	ROE	35.1%	23.6%	19.8%	19.0%
现金流量表					ROIC	42.4%	26.3%	21.8%	21.4%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	43,818	33,298	28,873	31,204	资产负债率	49.6%	48.6%	46.8%	44.2%
现金收益	38,248	28,921	28,441	32,346	流动比率	2.1	1.9	1.9	2.1
存货影响	-5,320	-902	-4,110	-4,178	速动比率	1.8	1.7	1.6	1.8
经营性应收影响	-129	1,509	-64	-470	营运能力				
经营性应付影响	3,076	8,881	8,209	7,100	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
其他影响	7,943	-5,111	-3,603	-3,595	应收账款周转天数	9	9	6	5
投资活动现金流	-20,806	-14,957	-13,628	-8,613	存货周转天数	34	35	33	37
资本支出	-14,705	-15,134	-14,288	-9,313	每股指标 (元)				
股权投资	65	0	0	0	每股收益	5.71	4.36	4.41	5.07
其他长期资产变化	-6,166	177	660	700	每股经营现金流	9.73	7.40	6.41	6.93
融资活动现金流	9,246	-13,171	-4,640	-4,444	每股净资产	13.50	15.03	18.44	22.51
借款增加	12,272	-38	-70	80	估值比率				
股利及利息支付	-5,059	-6,308	-5,998	-5,998	P/E	6	7	7	6
股东融资	2,032	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	1	-6,825	1,428	1,474	EV/EBITDA	22	29	29	26

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