

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

硅料成本领先积极扩张，新技术电池为组件业务赋能

业绩简评

2023年8月21日公司披露半年报,2023年上半年实现营收740.7亿元,同比增长22.8%,归母净利润132.7亿元,同比增长8.6%。Q2归母净利润46.7亿元,符合预期。同时公司公告拟在乐山五通桥区 and 峨眉山市分别建设各16GW拉棒、切片、电池片产能。

经营分析

硅料底部盈利探明,携成本优势积极扩张,N型化放大技术优势:公司上半年硅料出货17.77万吨,同增64%,估算权益出货约14万吨。公司硅料生产成本已降至4万元/吨以内,根据近期硅料销售均价约7万元/吨测算,目前公司单吨净利约为1~1.5万元,底部盈利水平基本探明。目前公司硅料产能42万吨,云南和包头各20万吨硅料产能已分别于今年3月、7月开工,预计将于明年投产,到2024年底公司产能将达到82万吨,市占率持续提升。同时,下游N型产能放量驱动对硅料品质要求提升,有望放大公司在硅料领域的技术优势,并支撑较高的超额利润水平。

组件出货进入全球前十,国内外客户拓展顺利:公司上半年组件出货8.96GW,位列全球出货前十,组件产能达到55GW。公司持续在组件业务发力,上半年国内集中式光伏市场累计中标量超9GW,与正泰、阳光、创维等分布式客户达成战略合作关系,同时在海外签订超6GW框架订单。

电池核心技术指标领先,预计24H1 TOPCon产能将达66GW:公司上半年电池片出货35.87GW(含自用),同增65%。目前公司基于PE-Poly技术的TOPCon电池量产平均效率为25.7%,良率超过98%。公司现有TOPCon电池产能25GW,其中彭山16GW仍处于爬坡期,此外公司规划中的双流25GW和眉山16GW TOPCon电池项目预计将于2024年上半年投产,届时公司TOPCon电池产能将达到66GW。

存货+固定资产减值14.5亿元:公司上半年计提资产减值合计14.5亿元,其中因Q2硅料价格下跌带动电池、组件售价迅速下降,计提存货减值5.3亿元,又因TOPCon市占率不断提升或令PERC盈利能力不可持续,公司对部分不具备升级改造条件的PERC老产线计提固定资产减值9.2亿元,保证资产质量维持高水准。

盈利预测、估值与评级

考虑硅料价格下跌速度较快,我们调整公司2023/2024/2025年归母净利润至164(-24%)、165(-10%)、193(-23%)亿元,EPS为3.64、3.66、4.28元,对应PE为9/9/7倍,维持“买入”评级。

风险提示

行业扩产规模超预期,技术路线变化超预期,光伏需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师:姚遥(执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师:宇文甸(执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

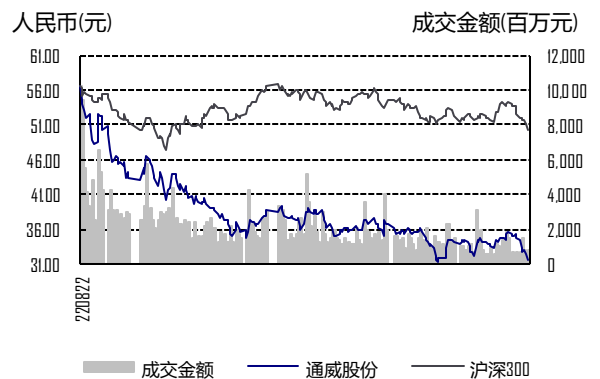
联系人:张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价(人民币):31.66元

相关报告:

- 《通威股份公司点评:组件业务快速推进·硅料竞争力再增强》,2023.4.25
- 《通威股份公司点评:年底计提难掩核心业务靓丽经营成果·组件业务...》,2023.1.20
- 《电池片盈利持续扩张·看好组件业务表现-通威股份22Q3业绩点...》,2022.10.26



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 63,491 | 142,423 | 145,584 | 177,382 | 220,182 |
| 营业收入增长率 | 43.64% | 124.32% | 2.22% | 21.84% | 24.13% |
| 归母净利润(百万元) | 8,208 | 25,726 | 16,401 | 16,474 | 19,263 |
| 归母净利润增长率 | 127.50% | 213.43% | -36.25% | 0.44% | 16.93% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.82 | 5.71 | 3.64 | 3.66 | 4.28 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.69 | 9.73 | 6.13 | 6.92 | 7.43 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 21.89% | 42.32% | 22.69% | 19.65% | 19.80% |
| P/E | 24.66 | 6.75 | 8.69 | 8.65 | 7.40 |
| P/B | 5.40 | 2.86 | 1.97 | 1.70 | 1.46 |

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入 | 44,200 | 63,491 | 142,423 | 145,584 | 177,382 | 220,182 |
| 增长率 | | 43.6% | 124.3% | 2.2% | 21.8% | 24.1% |
| 主营业务成本 | -36,648 | -45,918 | -88,060 | -104,437 | -136,258 | -171,924 |
| %销售收入 | 82.9% | 72.3% | 61.8% | 71.7% | 76.8% | 78.1% |
| 毛利 | 7,552 | 17,573 | 54,363 | 41,147 | 41,124 | 48,258 |
| %销售收入 | 17.1% | 27.7% | 38.2% | 28.3% | 23.2% | 21.9% |
| 营业税金及附加 | -124 | -276 | -911 | -932 | -1,135 | -1,409 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 销售费用 | -778 | -919 | -1,435 | -2,184 | -3,015 | -3,963 |
| %销售收入 | 1.8% | 1.4% | 1.0% | 1.5% | 1.7% | 1.8% |
| 管理费用 | -1,809 | -2,948 | -7,868 | -5,823 | -7,095 | -8,807 |
| %销售收入 | 4.1% | 4.6% | 5.5% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 研发费用 | -1,035 | -2,036 | -1,464 | -2,329 | -2,838 | -3,523 |
| %销售收入 | 2.3% | 3.2% | 1.0% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,806 | 11,395 | 42,684 | 29,879 | 27,039 | 30,555 |
| %销售收入 | 8.6% | 17.9% | 30.0% | 20.5% | 15.2% | 13.9% |
| 财务费用 | -676 | -637 | -689 | -1,391 | -1,692 | -1,641 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.0% | 0.5% | 1.0% | 1.0% | 0.7% |
| 资产减值损失 | -293 | -253 | -2,348 | -3,773 | -349 | -521 |
| 公允价值变动收益 | 5 | 6 | -36 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1,569 | 43 | -421 | -200 | 50 | 50 |
| %税前利润 | 36.7% | 0.4% | n.a | n.a | 0.2% | 0.2% |
| 营业利润 | 4,713 | 10,834 | 39,574 | 25,385 | 25,369 | 28,763 |
| 营业利润率 | 10.7% | 17.1% | 27.8% | 17.4% | 14.3% | 13.1% |
| 营业外收支 | -439 | -444 | -1,235 | -500 | -200 | -200 |
| 税前利润 | 4,274 | 10,390 | 38,339 | 24,885 | 25,169 | 28,563 |
| 利润率 | 9.7% | 16.4% | 26.9% | 17.1% | 14.2% | 13.0% |
| 所得税 | -559 | -1,648 | -5,966 | -4,230 | -4,279 | -4,856 |
| 所得税率 | 13.1% | 15.9% | 15.6% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 3,715 | 8,742 | 32,373 | 20,655 | 20,890 | 23,708 |
| 少数股东损益 | 107 | 534 | 6,646 | 4,253 | 4,416 | 4,445 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,608 | 8,208 | 25,726 | 16,401 | 16,474 | 19,263 |
| 净利率 | 8.2% | 12.9% | 18.1% | 11.3% | 9.3% | 8.7% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 3,715 | 8,742 | 32,373 | 20,655 | 20,890 | 23,708 |
| 少数股东损益 | 107 | 534 | 6,646 | 4,253 | 4,416 | 4,445 |
| 非现金支出 | 2,772 | 3,505 | 7,929 | 9,064 | 6,800 | 7,881 |
| 非经营收益 | -466 | 1,266 | 2,324 | 2,512 | 2,161 | 2,126 |
| 营运资金变动 | -2,996 | -5,894 | 1,192 | -4,648 | 1,315 | -262 |
| 经营活动现金净流 | 3,025 | 7,618 | 43,818 | 27,583 | 31,166 | 33,452 |
| 资本开支 | -5,354 | -13,851 | -15,185 | -27,176 | -20,740 | -18,830 |
| 投资 | 182 | 177 | -5,906 | -828 | 0 | 0 |
| 其他 | 432 | 84 | 285 | -200 | 50 | 50 |
| 投资活动现金净流 | -4,740 | -13,591 | -20,806 | -28,204 | -20,690 | -18,780 |
| 股权募资 | 6,420 | 2,731 | 2,032 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 1,293 | 3,862 | 14,369 | 5,948 | 0 | 0 |
| 其他 | -1,917 | -3,692 | -7,155 | -6,767 | -6,973 | -7,775 |
| 筹资活动现金净流 | 5,795 | 2,902 | 9,246 | -819 | -6,973 | -7,775 |
| 现金净流量 | 4,043 | -3,083 | 32,291 | -1,440 | 3,503 | 6,897 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 6,264 | 3,002 | 36,842 | 34,607 | 37,532 | 44,010 |
| 应收款项 | 12,110 | 16,511 | 20,496 | 22,456 | 27,361 | 33,962 |
| 存货 | 2,773 | 5,683 | 11,003 | 12,103 | 14,111 | 17,899 |
| 其他流动资产 | 4,445 | 3,553 | 7,170 | 9,671 | 11,125 | 12,267 |
| 流动资产 | 25,592 | 28,749 | 75,511 | 78,837 | 90,129 | 108,138 |
| %总资产 | 39.8% | 32.6% | 52.0% | 47.2% | 46.9% | 48.9% |
| 长期投资 | 735 | 725 | 656 | 656 | 656 | 656 |
| 固定资产 | 32,828 | 47,939 | 57,298 | 75,394 | 89,070 | 99,766 |
| %总资产 | 51.1% | 54.3% | 39.4% | 45.2% | 46.4% | 45.1% |
| 无形资产 | 3,135 | 3,419 | 3,418 | 4,134 | 4,459 | 4,837 |
| 非流动资产 | 38,660 | 59,501 | 69,733 | 88,144 | 101,952 | 112,842 |
| %总资产 | 60.2% | 67.4% | 48.0% | 52.8% | 53.1% | 51.1% |
| 资产总计 | 64,252 | 88,250 | 145,244 | 166,981 | 192,081 | 220,980 |
| 短期借款 | 4,883 | 3,862 | 2,300 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 应付款项 | 14,073 | 18,871 | 22,012 | 25,041 | 32,663 | 41,212 |
| 其他流动负债 | 3,425 | 5,627 | 12,045 | 10,695 | 12,772 | 15,570 |
| 流动负债 | 22,381 | 28,360 | 36,357 | 37,237 | 46,935 | 58,282 |
| 长期贷款 | 6,297 | 11,441 | 15,409 | 22,179 | 22,179 | 22,179 |
| 其他长期负债 | 4,031 | 6,793 | 20,232 | 18,571 | 18,026 | 17,649 |
| 负债 | 32,708 | 46,593 | 71,999 | 77,987 | 87,140 | 98,110 |
| 普通股股东权益 | 30,541 | 37,503 | 60,797 | 72,292 | 83,824 | 97,308 |
| 其中：股本 | 4,502 | 4,502 | 4,502 | 4,502 | 4,502 | 4,502 |
| 未分配利润 | 9,066 | 15,545 | 35,854 | 47,335 | 58,866 | 72,350 |
| 少数股东权益 | 1,003 | 4,154 | 12,448 | 16,701 | 21,118 | 25,562 |
| 负债股东权益合计 | 64,252 | 88,250 | 145,244 | 166,981 | 192,081 | 220,980 |

比率分析

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.801 | 1.823 | 5.715 | 3.643 | 3.659 | 4.279 |
| 每股净资产 | 6.785 | 8.331 | 13.505 | 16.058 | 18.619 | 21.615 |
| 每股经营现金净流 | 0.672 | 1.692 | 9.733 | 6.127 | 6.923 | 7.431 |
| 每股股利 | 0.190 | 0.241 | 2.858 | 1.093 | 1.098 | 1.284 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.81% | 21.89% | 42.32% | 22.69% | 19.65% | 19.80% |
| 总资产收益率 | 5.62% | 9.30% | 17.71% | 9.82% | 8.58% | 8.72% |
| 投入资本收益率 | 7.61% | 16.52% | 35.18% | 19.98% | 16.02% | 16.05% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 17.69% | 43.64% | 124.32% | 2.22% | 21.84% | 24.13% |
| EBIT增长率 | 11.72% | 199.39% | 274.60% | -30.00% | -9.50% | 13.00% |
| 净利润增长率 | 36.95% | 127.50% | 213.43% | -36.25% | 0.44% | 16.93% |
| 总资产增长率 | 37.23% | 37.35% | 64.58% | 14.97% | 15.03% | 15.04% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.3 | 11.5 | 9.5 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |
| 存货周转天数 | 25.8 | 33.6 | 34.6 | 45.0 | 40.0 | 40.0 |
| 应付账款周转天数 | 37.5 | 48.0 | 39.7 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 固定资产周转天数 | 246.3 | 214.4 | 136.6 | 161.5 | 144.8 | 121.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 12.03% | 30.49% | -17.96% | -6.27% | -8.10% | -12.19% |
| EBIT利息保障倍数 | 5.6 | 17.9 | 61.9 | 21.5 | 16.0 | 18.6 |
| 资产负债率 | 50.91% | 52.80% | 49.57% | 46.70% | 45.37% | 44.40% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2022-05-17 | 买入 | 39.72 | N/A |
| 2 | 2022-05-20 | 买入 | 45.42 | 61.23~61.23 |
| 3 | 2022-07-05 | 买入 | 65.63 | 93.60~93.60 |
| 4 | 2022-08-18 | 买入 | 54.80 | 93.60 |
| 5 | 2022-09-23 | 买入 | 49.12 | N/A |
| 6 | 2022-10-26 | 买入 | 47.37 | N/A |
| 7 | 2023-01-20 | 买入 | 40.94 | N/A |
| 8 | 2023-04-25 | 买入 | 38.80 | N/A |

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

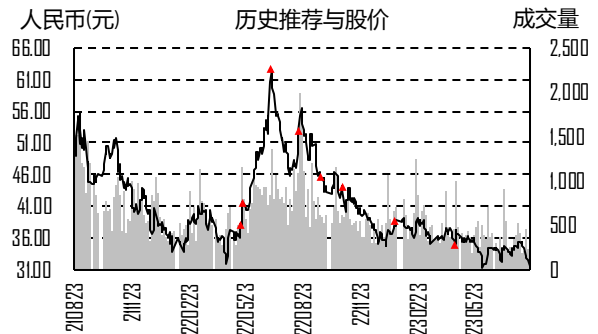
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |