

公司点评
通威股份(600438.SH)
电力设备 | 光伏设备
先进产能逐步落地，成本优势明显

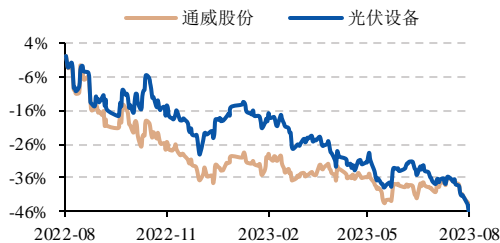
2023年08月25日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 31.24 |
| 52周价格区间(元) | 30.60-57.48 |
| 总市值(百万) | 140641.48 |
| 流通市值(百万) | 140641.48 |
| 总股本(万股) | 450196.80 |
| 流通股(万股) | 450196.80 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|--------|
| 通威股份 | -6.83 | -12.23 | -44.40 |
| 光伏设备 | -11.45 | -18.64 | -45.74 |

杨甫 分析师

 执业证书编号:S0530517110001
 yangfu@hncashing.com

相关报告

- 1 通威股份(600438)年报及一季报跟踪: 硅料盈利能力突出, 产能规划如期执行
- 2 公司点评*通威股份(600438.SH)三季报跟踪: 硅料价格持续坚挺, 待新增产能落地
- 3 公司点评*通威股份(600438)半年点评: 硅料高景气持续, 电池片盈利坚挺

| 预测指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 63491.07 | 142422.52 | 156847.65 | 173420.54 | 209006.08 |
| 归母净利润(百万元) | 8207.92 | 25726.45 | 15849.43 | 14870.52 | 18061.48 |
| 每股收益(元) | 1.823 | 5.714 | 3.521 | 3.303 | 4.012 |
| 每股净资产(元) | 8.330 | 13.505 | 16.423 | 19.162 | 22.488 |
| P/E | 17.33 | 5.53 | 8.97 | 9.56 | 7.87 |
| P/B | 3.79 | 2.34 | 1.92 | 1.65 | 1.40 |

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **半年报营收增幅 22.75%、业绩增幅 8.56%**。上半年公司实现营收 740.7 亿(同比+22.75%)、实现归属净利润 132.7 亿(同比+8.56%)、实现扣非归属净利润 126.2 亿(同比+1.02%)，上半年经营净现金流 211.56 亿(同比+57.5%)。测算 2023Q2 公司实现营收 408.2 亿(同比+14.50%/环比+22.80%)、实现归属净利润 46.7 亿(同比-33.6%/环比-45.7%)。
- **销量大幅增长，成本优势再提升**。公司主营业务为光伏新能源业务和饲料业务，按分部口径测算，上半年光伏新能源业务收入 581.6 亿(同比+30.2%)、饲料业务收入 154.26 亿元(同比+7.3%)。各类产品产销齐增：**光伏高纯晶硅产品**，上半年销售量 17.77 万吨(同比+64%)，其中 N 型料销量增幅 447%。公司硅料持续降本，生产成本已降至 4 万元/吨以内；**光伏电池产品**，上半年销量 35.87GW(同比+65%)，perc 电池片非硅成本较去年全年平均非硅成本再降 16%；**光伏组件产品**，上半年销售 8.96GW(去年全年 7.95GW)，累计中标容量超过 9GW，海外框架订单签约量超过 6GW，市场份额显著提升；**饲料产品**，上半年饲料销量 336.47 万吨(同比+4.06%)，饲料业务单位电力与蒸汽消耗同比有效下降、人均效率提升超过 8%。
- **毛利率及净利率同比略降，资产减值增加**。上半年公司综合毛利率 34.1%(同比-0.9pcts)、净利率 23.1%(同比-0.5pcts)，期间费用率 5.0(同比-0.4pcts)，资产减值及信用减值的营收占比达到 2.0%(同比+1.3pcts)。上半年硅料价格大幅调整，自年初最高 24.01 万元降至年中 6.4 万元，上半年均价同比降幅约 30%。公司光伏业务毛利率受价格影响，但光伏业务体量占比提升，整体毛利率基本持平。上半年公司资产减值 14.54 亿元(同比+332%)，其中存货跌价损失 5.27 亿元，主要原因系组件价格下降，固定资产减值损失 9.22 亿元，系老旧电池产线淘汰计提。
- **资本开支大幅增长，先进工艺产能扩张**。上半年公司资本开支达到 117.1 亿元(同比+42.6%)、报告期末在建工程达到 115.3 亿元(较年初增长 188%)。截止 2023 年 8 月公司已形成高纯晶硅产能 42 万吨、光伏电池产能 90GW、光伏组件产能 55GW，较年初增长

62%/29%/193%。截止半年报期末，**在建项目方面**，主要为光伏硅料及电池组件产能，包括：永祥能源科技一期 12 万吨（2023.8 已投产）、云南通威二期 20 万吨、内蒙古硅能源 20 万吨，以及超过 50GW 的电池组件项目。在建项目中，云南通威二期、内蒙古硅能源分别于 2023 年 2 月、7 月开工，是行业首批单体规模达到 20 万吨的项目，采用第八代“永祥法”工艺，预计品质、成本更优。**拟建项目方面**：据公告，公司拟于乐山新增建设 12 万吨光伏硅料产能，拟于成都双流、乐山眉山等地建设超过 50GW 光伏电池片、30GW 光伏硅片、20GW 光伏组件产能，拟于包头和广元建设 70 万吨工业硅产能。拟建项目中，双流 25GW 电池项目及眉山 16GW 电池项目均采用 TNC 技术，预计 2024 年上半年投产，推动公司 TNC 产能从 25GW 上升至 66GW。目前公司 TNC 电池量产平均转换率达到 25.7% 以上，预计叠加硼扩 SE 技术后，TNC 产品可以再提效 0.2%，形成优势竞争力。预计以上在建及拟建产能达产后，公司光伏硅料产能将达到 90 万吨、硅片产能 30GW、光伏电池产能达到 150GW、组件产能达到 100GW。

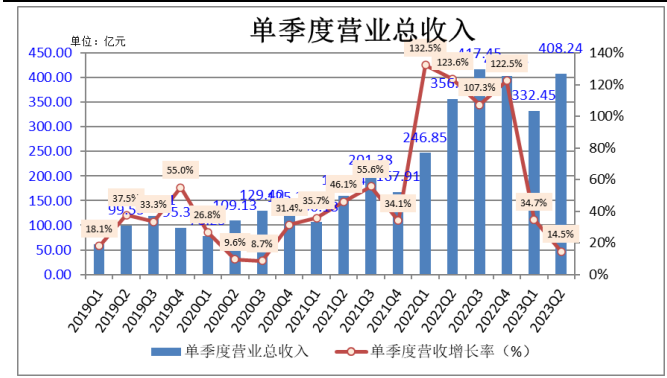
- **定增募资不超过 160 亿用于硅料产能扩建。**2023 年 4 月，公司发布定增预案，拟发行不超过 9 亿股，募资不超过 160 亿元，投向内蒙古硅能源 20 万吨和云南通威二期 20 万吨的产能项目。
- **盈利预测。**预计公司全年硅料销售量超过 36 万吨（权益销售量超过 28 万吨）、电池销售量超过 70GW、组件销售量超过 30GW。预计 2023-2025 年公司营收达到 1568.5 亿元、1734.2 亿元、2090.0 亿元，归属净利润达到 158.5 亿元、148.7 亿元、180.6 亿元，业绩变动幅度为 -38%、-6.2%、21.5%，EPS 分别为 3.5 元、3.3 元、4.0 元，对应市盈率 PE 为 8.97 倍、9.56 倍、7.87 倍。公司产能扩张节奏不断、成本下降趋势明显、先进技术项目逐步落地、历经周期波动凸显经营韧性，给予 2023 年业绩合理估值 10-12 倍，合理区间 35.2 元-42.2 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：硅料价格大幅波动，行业竞争加剧，新技术进展不及预期。**

图 1：公司财务指标对比

| 通威股份 | 2022H1 | 2023H1 | 同比 | 2023Q2 | 同比 | 环比 |
|----------------|--------|--------|----------|--------|----------|------------|
| 营业总收入 | 603.39 | 740.68 | 22.75% | 408.24 | 14.50% | 22.80% |
| 归属母公司股东的净利润 | 122.24 | 132.70 | 8.56% | 46.69 | -33.58% | -45.72% |
| 扣非后归属母公司股东的净利润 | 124.93 | 126.20 | 1.02% | 41.16 | -44.06% | -51.60% |
| 毛利率(%) | 35.06% | 34.14% | -0.9pcts | 26.81% | -8.9pcts | -16.34pcts |
| 净利率(%) | 23.59% | 23.06% | -0.5pcts | 15.04% | -8.6pcts | -17.89pcts |
| 经营活动现金净流量 | 134.36 | 211.56 | 57.5% | 189.11 | 85.6% | 742.36% |

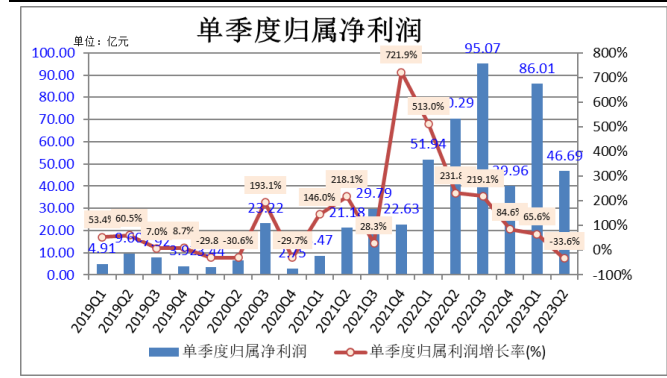
资料来源：财信证券，iFinD

图 2：公司营收情况



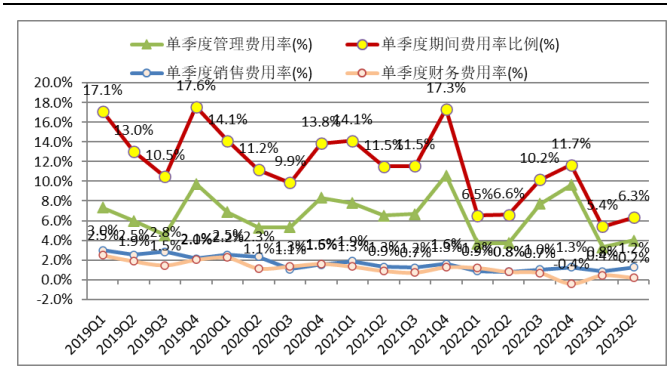
资料来源：财信证券，iFinD

图 3：公司利润情况



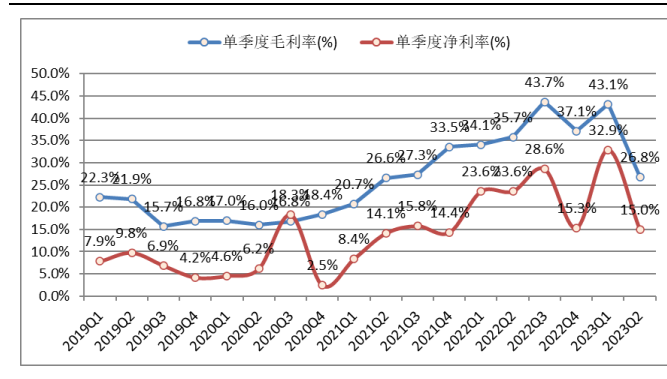
资料来源：财信证券，iFinD

图 4：公司期间费用率情况



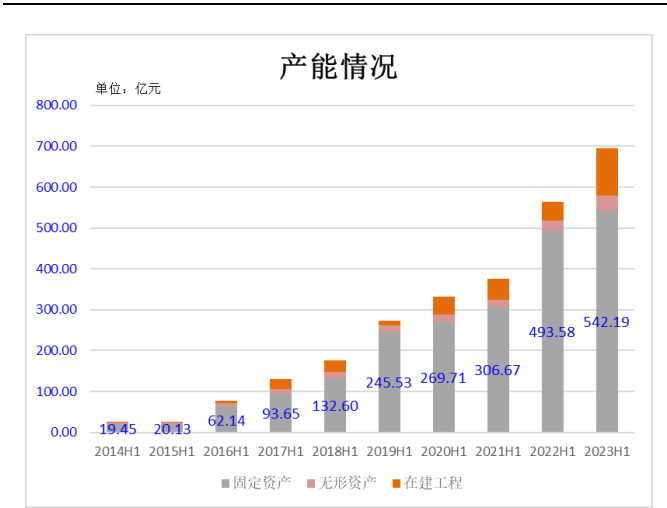
资料来源：财信证券，iFinD

图 5：公司利润率情况



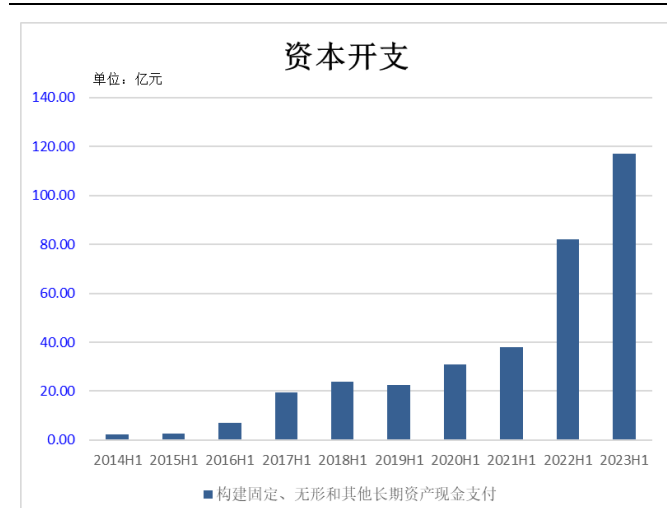
资料来源：财信证券，iFinD

图 6：公司资产建设情况



资料来源：财信证券，iFinD

图 7：公司资本开支情况



资料来源：财信证券，iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 增持 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 持有 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 卖出 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438