

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

硅料完成压力测试，盈利能力α渐显

业绩简评

2023年10月25日，公司披露三季报，前三季度实现营收1114亿元，同比增长9%；归母净利润163亿元，同比下降25%。其中Q3营收374亿元，同比下降11%；归母净利润30亿元，同比下降68%，环比下降35%，略好于预期。

经营分析

硅料盈利压力测试完成，技术优势创造的盈利能力α逐步展现：硅料价格在6月达到今年以来的最低水平，三季度价格虽然有所反弹，但因前期库存有待消化及新增供给持续释放，整体反弹幅度有限。根据我们测算，Q3公司硅料平均售价约7万元/吨，单吨净利约1.5-2万元/吨，较Q2下降65%左右，导致公司净利润同环比出现明显下降。近期硅料环节整体库存开始缓增，二线硅料厂商报价再次松动，我们预计伴随年底前后新增硅料产能的持续释放以及产业链年底去库存行动，硅料价格或再次回落，P型料价格或触及前期低点，N型料则有望维持相对显著的溢价。我们认为公司在Q3硅料价格低位已基本完成此轮硅料下行周期中的盈利压力测试，并证明了过剩状态下相较行业边际产能的超额盈利能力，伴随下游N型高效电池产能的持续释放，这种盈利能力的α有望在报表端持续显现。

Q3 电池片盈利能力环比提升，Q4 或略承压，明年望维持合理盈利：三季度受益于上游原材料价格整体反弹，测算电池片单瓦盈利环比有所提升，近三年来电池片单季度净利润贡献值首次超过硅料。随着近期硅料、硅片价格进入下行通道，电池片售价同步下调，再叠加TOPCon电池片新产能持续释放，预计Q4电池片单瓦盈利或将承压。考虑近期TOPCon超额利润压缩、技术路线迷雾再趋浓、以及融资收紧，明年行业电池环节资本开支或低于预期，在需求保持增长的情况下，电池片环节有望维持合理盈利水平。

Q3 计提资产减值5.6亿，主要为存货及固定资产减值：公司三季度计提资产减值损失5.6亿元，主要为因组件降价而产生的存货跌价损失，以及部分电池片老产能的固定资产减值。

盈利预测、估值与评级

根据公司各业务情况，微调公司2023-2025年归母净利润预测至174.2(+6%)、174.5(+6%)、200.1(+4%)亿元，对应PE为7.5、7.5、6.5倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

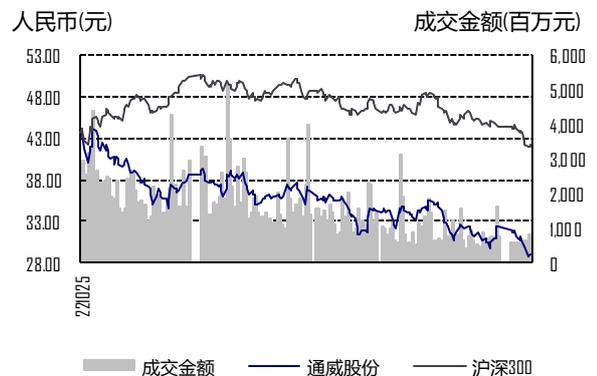
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.96元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：硅料成本领先积极扩张·新技术电池为组件业务...》，2023.8.22
- 《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



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	177,060	219,026
营业收入增长率	43.64%	124.32%	2.22%	21.62%	23.70%
归母净利润(百万元)	8,208	25,726	17,422	17,456	20,012
归母净利润增长率	127.50%	213.43%	-32.28%	0.20%	14.64%
摊薄每股收益(元)	1.82	5.71	3.87	3.88	4.45
每股经营性现金流净额	1.69	9.73	6.32	7.33	7.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.89%	42.32%	23.86%	20.48%	20.17%
P/E	24.66	6.75	7.48	7.47	6.51
P/B	5.40	2.86	1.79	1.53	1.31

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	177,060	219,026
增长率	43.6%	124.3%	2.2%	21.6%	23.7%	
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%	77.0%	78.5%
毛利	7,552	17,573	54,363	41,147	40,801	47,103
%销售收入	17.1%	27.7%	38.2%	28.3%	23.0%	21.5%
营业税金及附加	-124	-276	-911	-932	-1,133	-1,402
%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	-2,833	-3,723
%销售收入	1.8%	1.4%	1.0%	1.5%	1.6%	1.7%
管理费用	-1,809	-2,948	-7,868	-5,095	-6,197	-7,666
%销售收入	4.1%	4.6%	5.5%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-1,035	-2,036	-1,464	-1,893	-2,302	-2,847
%销售收入	2.3%	3.2%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	3,806	11,395	42,684	31,043	28,336	31,464
%销售收入	8.6%	17.9%	30.0%	21.3%	16.0%	14.4%
财务费用	-676	-637	-689	-1,412	-1,719	-1,647
%销售收入	1.5%	1.0%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-293	-253	-2,348	-3,687	-435	-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	26,615	26,552	29,666
营业利润率	10.7%	17.1%	27.8%	18.3%	15.0%	13.5%
营业外收支	-439	-444	-1,235	-500	-200	-200
税前利润	4,274	10,390	38,339	26,115	26,352	29,466
利润率	9.7%	16.4%	26.9%	17.9%	14.9%	13.5%
所得税	-559	-1,648	-5,966	-4,440	-4,480	-5,009
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	21,676	21,873	24,457
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	17,422	17,456	20,012
净利率	8.2%	12.9%	18.1%	12.0%	9.9%	9.1%

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	21,676	21,873	24,457
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	8,960	6,876	7,871
非经营收益	-466	1,266	2,324	2,112	2,161	2,126
营运资金变动	-2,996	-5,894	1,192	-4,272	2,094	-24
经营活动现金净流	3,025	7,618	43,818	28,472	33,003	34,430
资本开支	-5,354	-13,851	-15,185	-31,176	-20,980	-18,830
投资	182	177	-5,906	-878	0	0
其他	432	84	285	-200	50	50
投资活动现金净流	-4,740	-13,591	-20,806	-32,254	-20,930	-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	7,448	0	0
其他	-1,917	-3,692	-7,155	-7,073	-7,268	-8,000
筹资活动现金净流	5,795	2,902	9,246	375	-7,268	-8,000
现金净流量	4,043	-3,083	32,291	-3,407	4,806	7,650

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	32,640	36,868	44,099
应收款项	12,110	16,511	20,496	24,520	27,311	33,784
存货	2,773	5,683	11,003	10,758	14,111	17,899
其他流动资产	4,445	3,553	7,170	9,089	10,414	11,379
流动资产	25,592	28,749	75,511	77,007	88,704	107,161
%总资产	39.8%	32.6%	52.0%	45.4%	45.4%	47.7%
长期投资	735	725	656	706	706	706
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%	44.4%	45.6%	44.4%
无形资产	3,135	3,419	3,418	5,052	5,628	6,015
非流动资产	38,660	59,501	69,733	92,613	106,671	117,571
%总资产	60.2%	67.4%	48.0%	54.6%	54.6%	52.3%
资产总计	64,252	88,250	145,244	169,619	195,375	224,731
短期借款	4,883	3,862	2,300	3,000	3,000	3,000
应付款项	14,073	18,871	22,012	25,024	32,639	41,181
其他流动负债	3,425	5,627	12,045	11,137	13,188	15,926
流动负债	22,381	28,360	36,357	39,160	48,826	60,107
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	18,025	17,648
其他	32,708	46,593	71,999	79,911	89,031	99,934
普通股股东权益	30,541	37,503	60,797	73,007	85,226	99,235
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	48,049	60,269	74,277
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	169,619	195,375	224,731

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.801	1.823	5.715	3.870	3.877	4.445
每股净资产	6.785	8.331	13.505	16.217	18.931	22.043
每股经营现金净流	0.672	1.692	9.733	6.324	7.331	7.648
每股股利	0.190	0.241	2.858	1.161	1.163	1.334
回报率						
净资产收益率	11.81%	21.89%	42.32%	23.86%	20.48%	20.17%
总资产收益率	5.62%	9.30%	17.71%	10.27%	8.93%	8.90%
投入资本收益率	7.61%	16.52%	35.18%	20.39%	16.45%	16.18%
增长率						
主营业务收入增长率	17.69%	43.64%	124.32%	2.22%	21.62%	23.70%
EBIT增长率	11.72%	199.39%	274.60%	-27.27%	-8.72%	11.04%
净利润增长率	36.95%	127.50%	213.43%	-32.28%	0.20%	14.64%
总资产增长率	37.23%	37.35%	64.58%	16.78%	15.18%	15.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	11.5	9.5	18.0	11.0	11.0
存货周转天数	25.8	33.6	34.6	40.0	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	145.1	122.4
偿债能力						
净负债/股东权益	12.03%	30.49%	-17.96%	-2.35%	-5.96%	-10.87%
EBIT利息保障倍数	5.6	17.9	61.9	22.0	16.5	19.1
资产负债率	50.91%	52.80%	49.57%	47.11%	45.57%	44.47%

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	2022-05-20	买入	45.42	61.23~61.23
2	2022-07-05	买入	65.63	93.60~93.60
3	2022-08-18	买入	54.80	93.60
4	2022-09-23	买入	49.12	N/A
5	2022-10-26	买入	47.37	N/A
6	2023-01-20	买入	40.94	N/A
7	2023-04-25	买入	38.80	N/A
8	2023-08-22	买入	31.66	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806