

公司点评

通威股份(600438.SH)

电力设备 | 光伏设备

产能产量持续提升，盈利能力探底

2023年10月26日

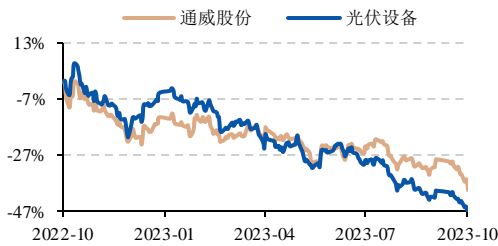
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	27.28
52周价格区间(元)	27.28-47.70
总市值(百万)	122813.74
流通市值(百万)	122813.74
总股本(万股)	450197.00
流通股(万股)	450197.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
通威股份	-11.94	-20.42	-38.71
光伏设备	-9.14	-25.39	-45.14

杨甫 分析师

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

相关报告

- 1 通威股份(600438.SH)半年报跟踪: 先进产能逐步落地, 成本优势明显
- 2 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

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	634.91	1424.23	1553.36	1623.11	2009.60
归母净利润(亿元)	82.08	257.26	170.92	137.56	187.58
每股收益(元)	1.823	5.714	3.797	3.056	4.167
每股净资产(元)	8.330	13.505	16.652	19.186	22.640
P/E	15.88	5.07	7.63	9.48	6.95
P/B	3.48	2.14	1.74	1.51	1.28

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 前三季度营收增幅 9.2%，业绩下滑 25.0%。前三季度公司实现营业收入 1114.21 亿元(同比+9.2%)、实现归属净利润 163.02 亿元(同比-25.0%)、实现经营净现金流 210.25 亿(同比-27.2%)。测算 2023Q3 公司营收 373.52 亿(同比-10.5%/环比-8.5%)、2023Q3 归属净利润 30.31 亿(同比-68.1%/环比-35.1%)。
- 产品销量持续增长，硅料及电池片盈利能力涨跌互补。随着公司永祥能源科技一期硅料产能投产以及彭山太阳能一期电池产能投产，产销量持续增长。前三季度公司硅料销量约 28 万吨(同比+53%)，第三季度销量近 10 万吨。前三季度公司电池销量约 58GW(同比+78%)，第三季销量约 22GW。前三季度公司组件销售量约 19GW(去年全年约 8GW)，第三季度销售量约 10GW。三季度光伏产业链价格波动，硅料价格经历一轮下探，行业三季度均价约 7.4 万元/吨，环比降幅约 40%，电池片价格降幅稍缓，行业三季度均价约 0.72 元/w，环比降幅约 23%。行业硅料吨盈利环比降幅约 60%-70%，电池片单瓦盈利环比增幅 10%-15%。前三季度公司毛利率为 29.32%(同比-9.3pcts)，2023Q3 单季度毛利率 19.77%(同比-23.9pcts/环比-7.04pcts)，预计公司硅料及电池片单位盈利能力跟随行业情况变化。
- 持续推动产能建设，在建拟建硅料产能超 50 万吨。前三季度公司资本开支达到 165 亿元(同比+67%)，第三季度达到 48 亿元(同比+189%)。截止今年 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%。公司目前在建硅料产能约 40 万吨，分别为云南通威二期 20 万吨(3 月开工)、内蒙古硅能源 20 万吨(7 月开工)，拟建乐山 12 万吨高纯晶硅项目(预计年内开工)，另有双流、乐山等地超过 50GW 的电池产能拟建。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、光伏电池产能达到 150GW、组件产能达到 100GW。
- 受产业链价格波动，三季度计提存货减值增加。前三季度公司资产减值 20.15 亿元(去年同期为 3.4 亿元)，主要为 9.2 亿元固定资产减值及 10.6 亿元存货减值。固定资产减值方面，公司从谨慎角度对无法技

改升级为 topcon 工艺的电池产线进行减值计提。存货减值方面，系产业链价格波动所致。其中第三季度的资产减值 5.61 亿元主要为存货减值。

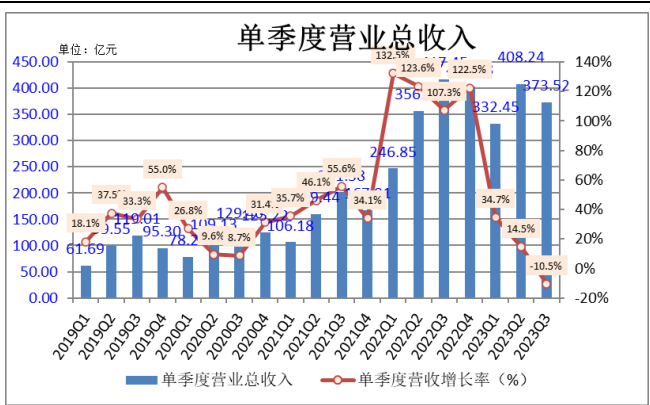
- **盈利预测。**预计 2023-2025 年公司营收达到 1553.4 亿元、1623.1 亿元、2009.6 亿元，归属净利润达到 170.9 亿元、137.6 亿元、187.6 亿元，EPS 分别为 3.8 元、3.0 元、4.2 元，对应市盈率 PE 为 7.2 倍、8.9 倍、6.6 倍。公司产能扩张节奏不断、成本下降趋势明显、先进技术项目逐步落地、历经周期波动凸显经营韧性，给予 2023 年业绩合理估值 10-12 倍，合理区间 38.0 元-45.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**硅料价格大幅波动，行业竞争加剧，新技术进展不及预期。

图 1：公司财务指标对比

通威股份	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2023Q3	同比	环比
营业总收入	1020.84	1114.21	9.15%	373.52	-10.52%	-8.50%
归属母公司股东的净利润	217.30	163.02	-24.98%	30.31	-68.11%	-35.07%
扣非后归属母公司股东的净利润	219.81	156.42	-28.84%	30.21	-68.16%	-26.60%
毛利率(%)	38.59%	29.32%	-9.3pcts	19.77%	-23.9pcts	-7.04pcts
净利率(%)	25.65%	18.78%	-6.9pcts	10.29%	-18.3pcts	-4.75pcts
经营活动现金净流量	288.83	210.25	-27.2%	(1.31)	-100.8%	-100.69%

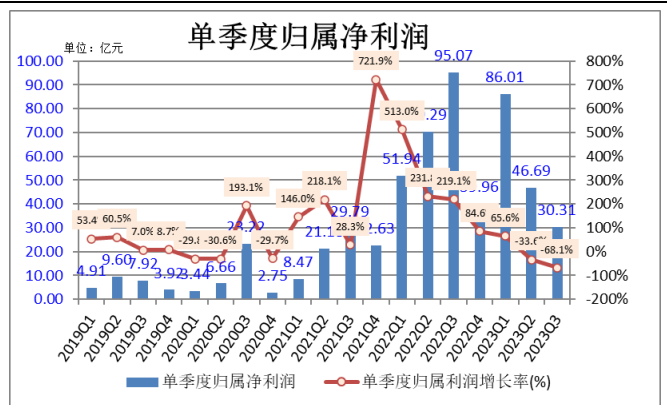
资料来源：财信证券，iFinD

图 2：公司营收情况



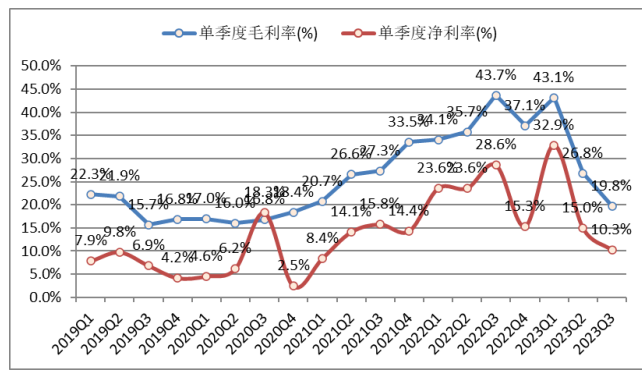
资料来源：财信证券，iFinD

图 3：公司利润情况



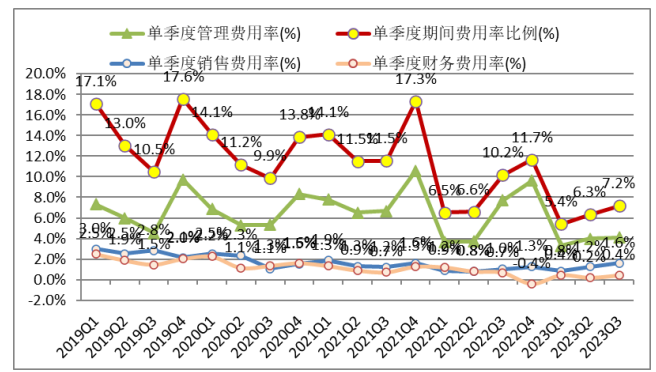
资料来源：财信证券，iFinD

图 4：公司利润率情况



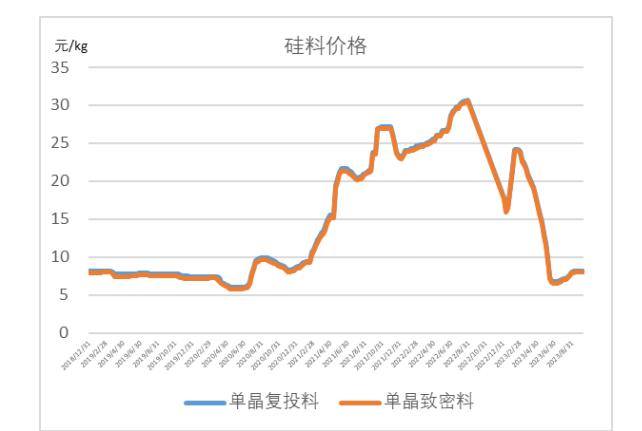
资料来源：财信证券，iFinD

图 5：公司费用率情况



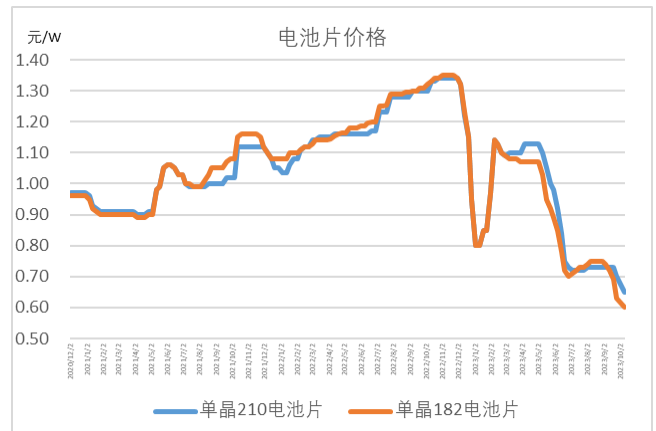
资料来源：财信证券，iFinD

图 6：硅料价格变化



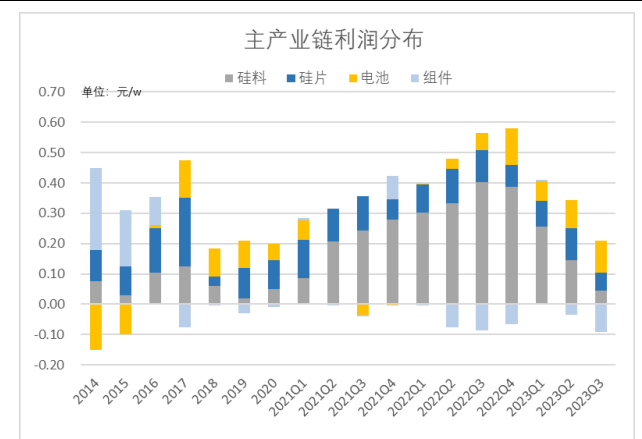
资料来源：财信证券，iFinD，硅业分会

图 7：电池片价格变化



资料来源：财信证券，iFinD，pvinfo

图 8：产业链利润分布变化



资料来源：财信证券，iFinD，硅业分会，pvinfo

图 9：公司市净率变化



资料来源：财信证券，iFinD

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	63491.07	142422.5	155336.3	162310.7	200960.9	营业收入	63491.07	142422.52	155336.36	162310.77	200960.97
减: 营业成本	45918.10	88059.96	112454.99	128437.11	159065.4	增长率(%)	43.64%	124.32%	9.07%	4.49%	23.81%
营业税金及附加	275.96	911.38	994.01	1038.64	1285.97	归属母公司股东净利润	8207.92	25726.45	17091.91	13756.49	18758.45
营业费用	918.97	1434.77	1553.36	1574.41	1909.13	增长率(%)	127.50%	213.43%	-33.56%	-19.51%	36.36%
管理费用	2947.65	7867.91	7145.47	7222.83	8239.40	每股收益(EPS)	1.823	5.714	3.797	3.056	4.167
研发费用	2035.85	1464.44	1242.69	1298.49	1607.69	每股股利(DPS)	0.241	0.912	0.649	0.522	0.712
财务费用	637.16	689.15	365.65	504.52	554.13	每股经营现金流	1.692	9.733	6.105	5.353	6.035
减值损失	252.78	2347.64	2700.00	800.00	600.00	销售毛利率	27.68%	38.17%	27.61%	20.87%	20.85%
加: 投资收益	42.54	-421.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.77%	22.73%	13.56%	9.67%	10.19%
公允价值变动损益	5.75	-36.44	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	21.89%	42.32%	22.80%	15.93%	18.40%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	26.67%	58.50%	32.27%	17.66%	18.27%
营业利润	12588.75	40654.26	31580.18	22234.77	28299.23	市盈率(P/E)	15.88	5.07	7.63	9.48	6.95
加: 其他非经营损益	-163.16	-851.00	-800.00	-500.00	-400.00	市净率(P/B)	3.48	2.14	1.74	1.51	1.28
利润总额	12425.59	39803.25	30780.18	21734.77	27899.23	股息率(分红/股价)	0.008	0.031	0.022	0.018	0.025
减: 所得税	1647.52	5965.92	7020.04	5233.69	6824.81	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	10778.07	33837.33	23760.13	16501.08	21074.42	收益率					
减: 少数股东损益	534.30	6646.44	3968.22	1944.59	1715.97	毛利率	27.68%	38.17%	27.61%	20.87%	20.85%
归属母公司股东净利润	10243.77	27190.89	17091.91	13756.49	18758.45	三费/销售收入	9.30%	7.56%	6.40%	6.22%	5.85%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	17.37%	27.40%	18.31%	13.21%	13.86%
货币资金	3001.93	36841.57	32436.95	24381.15	28026.60	EBITDA/销售收入	21.80%	31.04%	20.84%	15.63%	16.57%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.77%	22.73%	13.56%	9.67%	10.19%
应收和预付款项	6710.98	21983.46	22350.01	16788.49	18752.86	资产获利率					
其他应收款(合计)	611.99	477.51	38928.53	25729.88	53464.02	ROE	21.89%	42.32%	22.80%	15.93%	18.40%
存货	5682.79	11002.65	9352.25	7481.80	8379.62	ROA	12.50%	26.87%	17.65%	12.56%	14.57%
其他流动资产	122064.31	78640.77	786.41	786.41	786.41	ROIC	26.67%	58.50%	32.27%	17.66%	18.27%
长期股权投资	455.80	390.59	390.59	390.59	390.59	资本结构					
金融资产投资	3.15	3.15	15523.66	14878.78	14668.78	资产负债率	52.80%	49.57%	39.71%	35.25%	33.17%
投资性房地产	112.34	107.71	89.34	70.97	52.60	投资资本/总资产	65.01%	46.80%	57.81%	67.96%	69.08%
固定资产和在建工程	47934.14	57298.05	83877.63	110457.20	125336.91	带息债务/总负债	33.75%	39.84%	44.68%	47.53%	45.09%
无形资产和开发支出	7533.66	7122.26	6818.09	6513.92	6209.75	流动比率	1.01	2.08	1.96	1.66	1.68
其他非流动资产	3917.69	5202.08	44604.37	85750.73	71675.94	速动比率	0.77	1.75	1.66	1.39	1.41
资产总计	88249.99	145243.79	161137.04	170651.89	191179.37	股利支付率	13.22%	15.96%	17.09%	17.09%	17.09%
短期借款	1375.23	87.77	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.87	0.84	0.83	0.83	0.83
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	24289.85	33569.75	33822.87	29988.11	33247.66	总资产周转率	0.72	0.98	0.96	0.95	1.05
长期借款	14352.16	28592.99	28592.99	28592.99	28592.99	固定资产周转率	1.70	2.67	3.11	3.49	2.67
其他负债	7951.38	9835.82	1575.76	1575.76	1575.76	应收账款周转率	14.13	7.11	7.68	10.70	11.83
负债合计	46593.39	71998.56	63991.63	60156.87	63416.41	存货周转率	8.08	8.00	12.02	17.17	18.98
股本	4501.55	4501.95	4501.97	4501.97	4501.97	估值指标					
资本公积	16107.86	16144.30	16144.28	16144.28	16144.28	EBIT	11026.90	39027.96	28445.83	21439.29	27853.36
留存收益	16893.16	40151.01	54321.31	65726.33	81278.30	EBITDA	13842.34	44213.66	32368.57	25362.04	33296.20
归属母公司股东权益	37502.57	60797.26	74967.56	86372.58	101924.55	NOPLAT	9336.70	33564.44	21934.37	16454.47	21190.02
少数股东权益	4154.03	12447.97	16416.19	18360.79	20076.76	归母净利润	8207.92	25726.45	17091.91	13756.49	18758.45
股东权益合计	41656.60	73245.23	91383.75	104733.37	122001.31	EPS	1.823	5.714	3.797	3.056	4.167
负债和股东权益合计	88249.99	145243.79	155375.38	164890.24	185417.72	BPS	8.330	13.505	16.652	19.186	22.640
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	15.88	5.07	7.63	9.48	6.95
经营性现金净流量	7618.27	43817.91	27485.50	24100.56	27168.74	EV/EBIT	13.62	3.52	5.22	7.46	5.76
投资性现金净流量	-13591.03	-20806.15	-28515.09	-29300.37	-19762.68	PB	3.48	2.14	1.74	1.51	1.28
筹资性现金净流量	2901.64	9246.27	-3375.03	-2855.98	-3760.62	PS	2.05	0.92	0.84	0.80	0.65
现金流量净额	-3082.96	32290.96	-4404.62	-8055.79	3645.44	PCF	17.11	2.98	4.74	5.41	4.80

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