

# 通威股份（600438.SH）-2023 年三季度报点评

## 硅料成本领先铸就护城河，组件一体化持续推进

增持

### 核心观点

公司 2023Q3 实现净利润 30.31 亿元，同比-68%。公司 2023Q3 实现营业收入 374.52 亿元，同比下滑 11%，环比下滑 9%；实现归母净利润 30.31 亿元，同比下滑 68%，环比下滑 35%；实现扣非归母净利润 30.21 亿元，同比下滑 68%，环比下滑 27%。公司 2023 年前三季度实现营业收入 1114.21 亿元，同比提升 9%；实现归母净利润 163.02 亿元，同比下滑 25%；实现扣非归母净利润 156 亿.42 元，同比下滑 29%。

盈利能力方面，2023 年前三季度公司毛利率为 29.3%，同比下滑 9.3pcts；净利率为 18.8%，同比下滑 6.9pcts。23Q3 单季度公司毛利率 19.8%，同比下滑 23.9pcts，环比下滑 7pcts；净利率 10.3%，同比下滑 18.3pcts，环比下滑 4.7pcts。

**硅料出货环比提升，成本及产能持续领先。**硅料价格持续下跌，根据 solarzoom 数据，23Q2 硅料平均含税均价 136 元/kg，23Q3 硅料平均含税均价 74 元/kg，环比-46%；出货量方面，我们估计 2023 前三季度公司出货约 28 万吨，其中 23Q3 约 10 万吨，权益出货量约 7.5 万吨，出货量环比微增；成本及产能方面，公司目前生产成本已降至 40 元/kg 以内，硅料产能超 42 万吨，预计未来三年公司产能将扩展至 80-100 万吨，我们认为公司成本及产能均保持在行业的领先地位。

**电池组件一体化战略持续推进。**电池片方面，我们估计公司前三季度公司出货量约为 57GW，其中 23Q3 约为 21GW（含 TOPCon 电池约 2.5GW），环比提升 10.5%，因进一步实现了精细化管理控费、工艺水平持续精进，预计公司电池业务单瓦盈利水平环比向好；组件方面，我们估计公司前三季度出货量约 18GW，其中 23Q3 约为 9GW，环比提升约 50%，出货量增幅显著。产能方面，目前电池产能为 90GW（含 TOPCon 产能约 25GW），后续双流 25GW 与眉山 16GW 的 TOPCon 有望于 2024 年相继投产；公司组件年产能已提升至 55GW，其中盐城 25GW 和金堂 16GW 高效组件项目已全面投产。

**风险提示：**下游需求不及预期；公司产能建设不及预期；原材料价格大幅上涨；产业链竞争加剧。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到光伏行业各环节产能快速过剩及下游库存持续维持高位，产业链价格向下波动剧烈，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 181.04/136.11/168.亿元（原预测为 194.8/202.6/223.5 亿元），同比-29.6%/-24.8%/+23.7%，EPS 分别为 4.02/3.02/3.74 元，当前 PE 为 6.8/9.0/7.3 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63491	142423	137613	149165	171375
(+/-%)	43.6%	124.3%	-3.4%	8.4%	14.9%
净利润(百万元)	8208	25726	18104	13611	16832
(+/-%)	127.5%	213.4%	-29.6%	-24.8%	23.7%
每股收益(元)	1.82	5.71	4.02	3.02	3.74
EBIT Margin	17.9%	30.0%	20.3%	13.7%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	24.1%	52.3%	28.5%	19.4%	20.9%
市盈率 (PE)	15.0	4.8	6.8	9.0	7.3
EV/EBITDA	12.0	4.1	5.8	7.4	6.3
市净率 (PB)	3.0	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	27.30 元
总市值/流通市值	122904/122904 百万元
52 周最高价/最低价	48.15/26.68 元
近 3 个月日均成交额	763.98 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

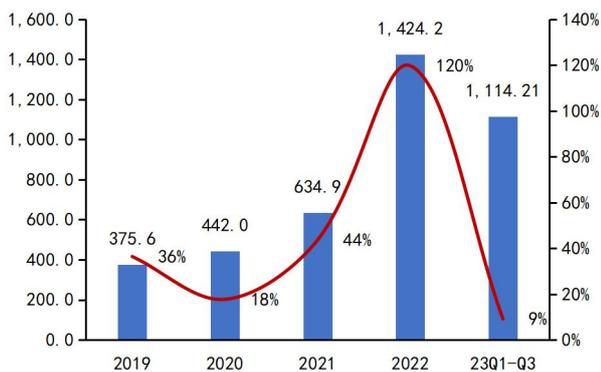
《通威股份（600438.SH）-组件业务进展顺利，定增加码硅料产能》——2023-04-25

《通威股份（600438.SH）-光伏硅料电池双龙头，快速推进一体化组件布局》——2023-03-16

公司 2023Q3 实现营业收入 374.52 亿元，同比下滑 11%，环比下滑 9%；实现归母净利润 30.31 亿元，同比下滑 68%，环比下滑 35%；实现扣非归母净利润 30.21 亿元，同比下滑 68%，环比下滑 27%。

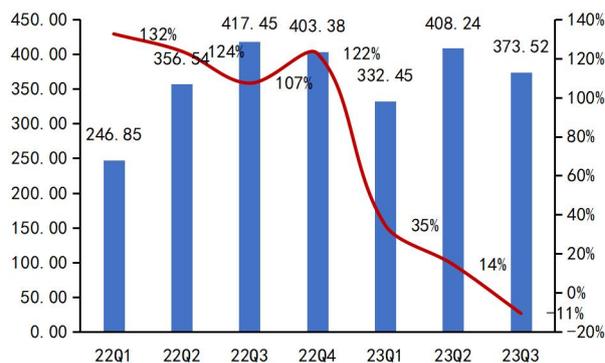
公司 2023 年前三季度实现营业收入 1114.21 亿元，同比提升 9%；实现归母净利润 163.02 亿元，同比下滑 25%；实现扣非归母净利润 156 亿.42 元，同比下滑 29%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



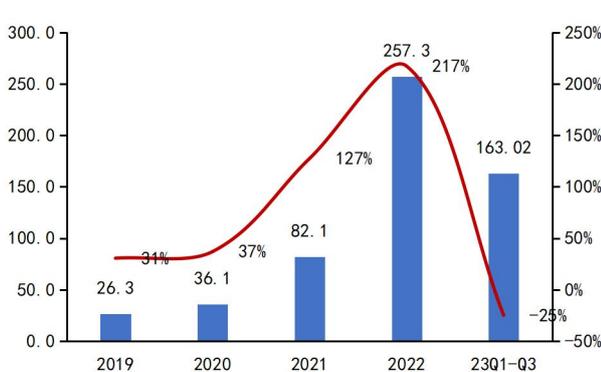
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



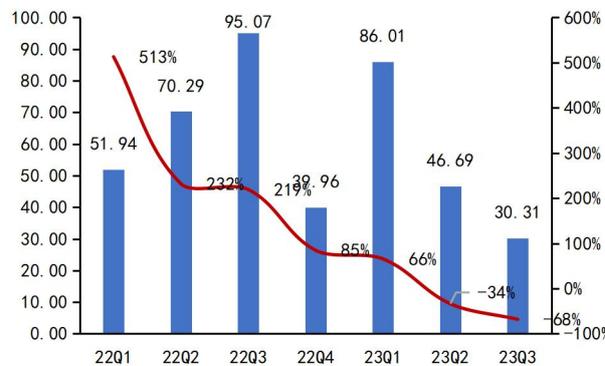
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

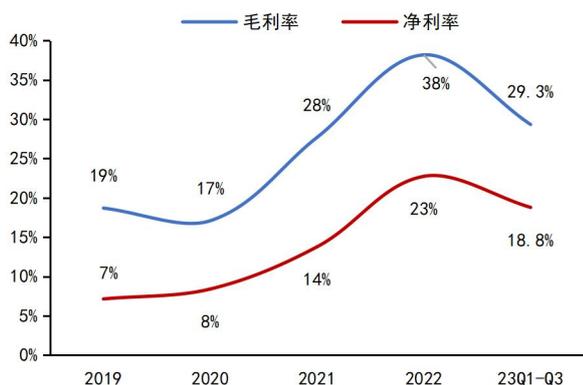
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

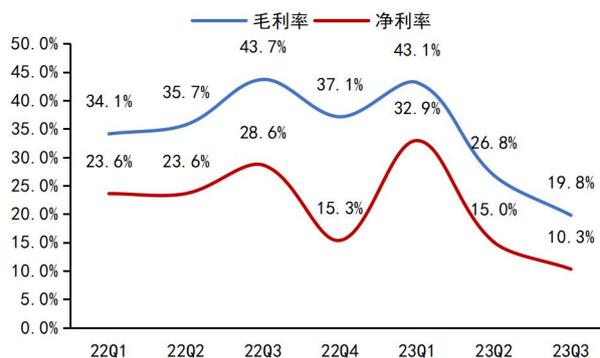
盈利能力方面，2023 年前三季度公司毛利率为 29.3%，同比下滑 9.3pcts；净利率为 18.8%，同比下滑 6.9pcts。23Q3 单季度公司毛利率 19.8%，同比下滑 23.9pcts，环比下滑 7pcts；净利率 10.3%，同比下滑 18.3pcts，环比下滑 4.7pcts。

图5：公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

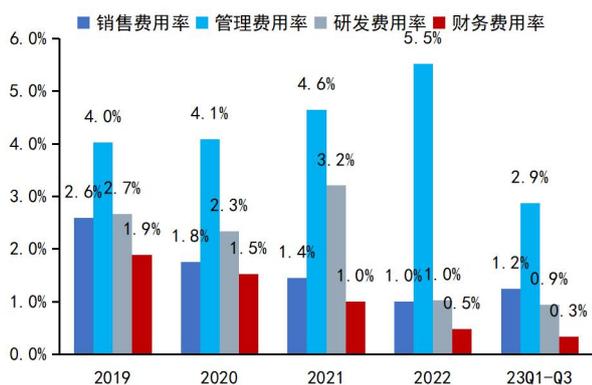
图6：公司单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

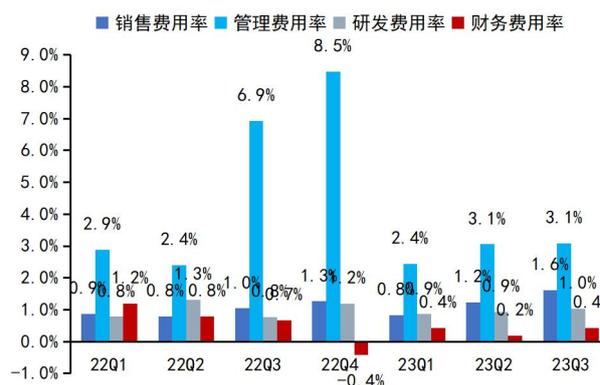
期间费用率方面，公司 2023 年前三季度期间费用率合计 5.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/2.9%/0.9%/0.3%；其中 2023 年第三季度期间费用率合计 6.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/3.1%/1.0%/0.4%。

图7：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**硅料出货环比提升，成本及产能持续领先。**硅料价格持续下跌，根据 solarzoom 数据，23Q2 硅料平均含税均价 136 元/kg，23Q3 硅料平均含税均价 74 元/kg，环比-46%；出货量方面，我们估计 2023 前三季度公司出货约 28 万吨，其中 23Q3 约 10 万吨，权益出货量约 7.5 万吨，出货量环比微增；成本及产能方面，公司目前生产成本已降至 40 元/kg 以内，硅料产能超 42 万吨，预计未来三年公司产能将扩展至 80-100 万吨，我们认为公司成本及产能均保持在行业的领先地位。

**电池组件一体化战略持续推进。**电池片方面，我们估计公司前三季度公司出货量约为 57GW，其中 23Q3 约为 21GW（含 TOPCon 电池约 2.5GW），环比提升 10.5%，因进一步实现了精细化管理控费、工艺水平持续精进，预计公司电池业务单瓦盈利水平环比向好；组件方面，我们估计公司前三季度出货量约 18GW，其中 23Q3 约为 9GW，环比提升约 50%，出货量增幅显著。产能方面，目前电池产能为 90GW（含 TOPCon 产能约 25GW），后续双流 25GW 与眉山 16GW 的 TOPCon 有望于 2024 年相继投产；公司组件年产能已提升至 55GW，其中盐城 25GW 和金堂 16GW 高效组件项目已全面投产。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级**

考虑到光伏行业各环节产能快速过剩及下游库存持续维持高位等因素，产业链价格向下波动剧烈，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 181.04/136.11/168. 亿元（原预测为 194.8/202.6/223.5 亿元），同比 -29.6%/-24.8%/+23.7%，EPS 分别为 4.02/3.02/3.74 元，当前 PE 为 6.8/9.0/7.3 倍，维持“增持”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3002	36842	34756	32289	30727	<b>营业收入</b>	<b>63491</b>	<b>142423</b>	<b>137613</b>	<b>149165</b>	<b>171375</b>
应收款项	4492	6952	3534	5721	6573	营业成本	45918	88060	101500	120000	136686
存货净额	5683	11003	10231	11507	13107	营业税金及附加	276	911	413	447	514
其他流动资产	13240	14330	15225	14400	13669	销售费用	919	1435	1651	1790	2056
<b>流动资产合计</b>	<b>28749</b>	<b>75511</b>	<b>70175</b>	<b>70716</b>	<b>71208</b>	管理费用	2948	7868	4404	4773	5313
固定资产	47931	57289	62259	75776	96292	研发费用	2036	1464	1651	1715	2056
无形资产及其他	2411	2456	2319	2183	2047	财务费用	637	689	180	152	188
其他长期资产	8704	9598	9633	8950	8569	投资收益	43	(421)	0	0	0
长期股权投资	456	391	391	391	391	资产减值及公允价值变动	(253)	(2348)	(1530)	(530)	(530)
<b>资产总计</b>	<b>88250</b>	<b>145244</b>	<b>144776</b>	<b>158015</b>	<b>178506</b>	其他收入	540	2695	2630	830	830
短期借款及交易性金融负债	3862	2300	0	0	0	营业利润	10834	39574	27384	20057	24331
应付款项	18109	19870	10896	12882	14674	营业外净收支	(444)	(1235)	0	0	0
其他流动负债	3174	8746	9680	8859	10084	<b>利润总额</b>	<b>10390</b>	<b>38339</b>	<b>27384</b>	<b>20057</b>	<b>24331</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>28360</b>	<b>36357</b>	<b>25835</b>	<b>27442</b>	<b>31306</b>	所得税费用	1648	5966	4108	3009	3650
长期借款及应付债券	11852	25686	25686	25686	25686	少数股东损益	534	6646	5173	3438	3850
其他长期负债	6382	9955	9949	9963	9991	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8208</b>	<b>25726</b>	<b>18104</b>	<b>13611</b>	<b>16832</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18234</b>	<b>35641</b>	<b>35635</b>	<b>35650</b>	<b>35677</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>46593</b>	<b>71999</b>	<b>61470</b>	<b>63091</b>	<b>66983</b>	净利润	8208	25726	18104	13611	16832
少数股东权益	4154	12448	17269	20706	24556	资产减值准备	(129)	(2212)	(1500)	(500)	(500)
股东权益	37503	60797	66038	74218	86966	折旧摊销	2712	5028	3897	4529	5571
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>88250</b>	<b>145244</b>	<b>144776</b>	<b>158015</b>	<b>178506</b>	公允价值变动损失	(6)	36	(100)	0	0
						财务费用	637	689	180	152	188
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(941)	926	(4872)	(1402)	1810
每股收益	1.82	5.71	4.02	3.02	3.74	其它	(2226)	14313	6947	4104	4566
每股红利	0.91	2.86	1.21	0.91	1.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>7618</b>	<b>43818</b>	<b>22475</b>	<b>20342</b>	<b>28278</b>
每股净资产	9.25	16.27	18.50	21.08	24.77	资本开支	(13975)	(15218)	(8730)	(17910)	(25950)
ROIC	19%	42%	22%	15%	16%	其它投资现金流	384	(5588)	(135)	683	381
ROE	24%	52%	29%	19%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(13591)</b>	<b>(20806)</b>	<b>(8865)</b>	<b>(17227)</b>	<b>(25569)</b>
毛利率	28%	38%	26%	20%	20%	权益性融资	(7)	1993	0	0	0
EBIT Margin	18%	30%	20%	14%	14%	负债净变化	4695	12266	(2300)	0	0
EBITDA Margin	22%	34%	23%	17%	18%	支付股利、利息	(1149)	(4323)	(13216)	(5431)	(4083)
收入增长	44%	124%	-3%	8%	15%	其它融资现金流	(450)	(1569)	(2300)	0	0
净利润增长率	127%	213%	-30%	-25%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2902</b>	<b>9246</b>	<b>(15695)</b>	<b>(5583)</b>	<b>(4271)</b>
资产负债率	53%	50%	42%	40%	38%	<b>现金净变动</b>	<b>(3071)</b>	<b>32258</b>	<b>(2085)</b>	<b>(2467)</b>	<b>(1562)</b>
息率	3.3%	10.5%	4.4%	3.3%	4.1%	货币资金的期初余额	6264	3002	36842	34756	32289
P/E	15.0	4.8	6.8	9.0	7.3	货币资金的期末余额	3002	36842	34756	32289	30727
P/B	3.0	1.7	1.5	1.3	1.1	企业自由现金流	(2617)	26778	14090	2591	2468
EV/EBITDA	12.0	4.1	5.8	7.4	6.3	权益自由现金流	1542	28596	11637	2462	2308

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032