

# 通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 价格承压放大龙头优势，看好长期成长性

### 业绩简评

4月29日公司披露2023年报及2024年一季报，2023年实现营收1391.04亿元，同比-2.3%，实现归母净利润135.74亿元，同比-47.2%。23Q4/24Q1分别实现营收276.84、195.70亿元，同比-31.4%/-41.1%，环比-25.9%/-29.3%，实现归母净利润-27.28、-7.87亿元，同比-168.3%/-109.1%、环比-190.0%/-71.2%。

公司同时公告拟以自有资金回购公司股份20-40亿元用于员工持股计划或股权激励，彰显对公司长期经营信心。

### 经营分析

**多晶硅规模、成本、品质全面领先，龙头地位稳固。**2023年公司实现高纯晶硅销量38.72万吨，同比+50.79%，全球市占率超过25%，连续多年居行业前列。随公司云南、内蒙40万吨高纯晶硅项目陆续于二三季度投产，公司高纯晶硅产能将提升至85万吨，持续巩固规模优势。目前公司N型产品月度产出占比已超过90%，2023年平均生产成本已降至4.2万元/吨以内，大幅领先行业平均水平；测算Q1公司在价格快速下降、电价上涨的背景下仍维持单位净利约0.8万元/吨，有望在硅料供给过剩的背景下凭借成本和品质优势持续提升竞争力，巩固龙头地位。

**多路线巩固电池技术优势，组件出货跃升行业前五。**公司TNC电池研发行业领先，最新量产平均转换效率26.26%，非硅成本已降至0.16元/W；公司38GW PERC产能将在24年逐步完成改造，叠加新增41GW TNC产能释放，预计24年底公司TNC电池产能规模将达到100GW，产能结构行业领先。此外，公司加大在背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研发投入，有望凭借全面领先的技术布局充分享受新技术溢价。23年公司组件销量31.11GW，同比+292.08%，出货量跃居行业前五；23年底公司组件产能达到75GW，随着国内外营销渠道建设，24年组件出货有望提升至50GW。

**计提减值保障资产质量。**2023年公司计提资产减值损失63.65亿元，其中43.70亿元为固定资产及技改工程减值准备，充分释放前期老旧产能风险，提升资产质量。Q1公司计提资产减值2.7亿元，预计主要为产业链价格波动带来的存货减值。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新判断，下调公司2024-2025年净利润预测至28.3(-84%)、73.7(-63%)亿元，新增2026年预测99.2亿元，当前股价对应PE分别为36/14/10倍，考虑到公司在硅料、电池环节的竞争优势，维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格波动，行业需求不及预期，组件市场开拓不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

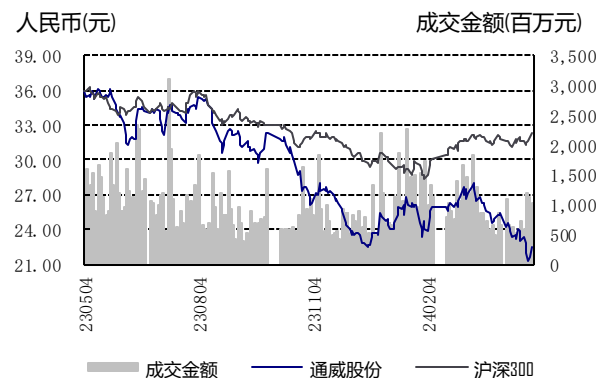
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.49元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：硅料完成压力测试，盈利能力α渐显》，2023.10.26
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	142,423	139,104	125,305	159,325	186,439
营业收入增长率	124.32%	-2.33%	-9.92%	27.15%	17.02%
归母净利润(百万元)	25,726	13,574	2,827	7,368	9,916
归母净利润增长率	213.43%	-47.24%	-79.17%	160.60%	34.59%
摊薄每股收益(元)	5.715	3.015	0.628	1.637	2.203
每股经营性现金流净额	9.73	6.81	3.30	4.75	5.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.32%	22.06%	4.47%	10.89%	13.47%
P/E	6.75	8.30	35.81	13.74	10.21
P/B	2.86	1.83	1.60	1.50	1.38

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	63,491	142,423	139,104	125,305	159,325	186,439	货币资金	3,002	36,842	19,418	37,738	42,179	49,452
增长率		124.3%	-2.3%	-9.9%	27.1%	17.0%	应收款项	16,511	20,496	21,652	17,944	22,816	26,699
主营业务成本	-45,918	-88,060	#####	#####	#####	#####	存货	5,683	11,003	7,788	9,873	12,092	14,069
%销售收入	72.3%	61.8%	73.6%	89.8%	86.5%	86.0%	其他流动资产	3,553	7,170	14,386	11,460	11,975	12,422
毛利	17,573	54,363	36,776	12,724	21,444	26,017	流动资产	28,749	75,511	63,244	77,016	89,062	102,642
%销售收入	27.7%	38.2%	26.4%	10.2%	13.5%	14.0%	%总资产	32.6%	52.0%	38.5%	42.5%	45.5%	48.6%
营业税金及附加	-276	-911	-745	-677	-860	-1,007	长期投资	725	656	645	645	645	645
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	47,939	57,298	83,088	86,061	88,034	89,007
销售费用	-919	-1,435	-2,130	-2,005	-2,549	-2,983	%总资产	54.3%	39.4%	50.6%	47.5%	44.9%	42.2%
%销售收入	1.4%	1.0%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	3,419	3,418	5,479	6,375	7,254	8,115
管理费用	-2,948	-7,868	-4,728	-4,260	-5,417	-6,339	非流动资产	59,501	69,733	101,119	104,173	106,835	108,489
%销售收入	4.6%	5.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	%总资产	67.4%	48.0%	61.5%	57.5%	54.5%	51.4%
研发费用	-2,036	-1,464	-1,189	-1,128	-1,434	-1,678	<b>资产总计</b>	<b>88,250</b>	<b>145,244</b>	<b>164,363</b>	<b>181,189</b>	<b>195,897</b>	<b>211,131</b>
%销售收入	3.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	短期借款	3,862	2,300	2,238	3,500	3,500	3,500
息税前利润 (EBIT)	11,395	42,684	27,984	4,655	11,183	14,010	应付款项	18,871	22,012	29,512	29,594	36,251	42,178
%销售收入	17.9%	30.0%	20.1%	3.7%	7.0%	7.5%	其他流动负债	5,627	12,045	7,591	7,816	9,962	11,576
财务费用	-637	-689	-581	-1,025	-909	-736	流动负债	28,360	36,357	39,340	40,910	49,713	57,254
%销售收入	1.0%	0.5%	0.4%	0.8%	0.6%	0.4%	长期贷款	11,441	15,409	28,755	41,622	41,622	41,622
资产减值损失	-253	-2,348	-6,366	-305	-69	-61	其他长期负债	6,793	20,232	22,438	22,342	21,729	21,366
公允价值变动收益	6	-36	170	0	0	0	负债	46,593	71,999	90,534	104,874	113,064	120,242
投资收益	43	-421	-177	-100	-100	-100	<b>普通股股东权益</b>	<b>37,503</b>	<b>60,797</b>	<b>61,529</b>	<b>63,225</b>	<b>67,646</b>	<b>73,595</b>
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
营业利润	10,834	39,574	22,291	4,454	11,336	14,343	未分配利润	15,545	35,854	34,660	36,357	40,777	46,727
营业利润率	17.1%	27.8%	16.0%	3.6%	7.1%	7.7%	少数股东权益	4,154	12,448	12,301	13,090	15,188	17,293
营业外收支	-444	-1,235	-239	-200	-200	-200	<b>负债股东权益合计</b>	<b>88,250</b>	<b>145,244</b>	<b>164,363</b>	<b>181,189</b>	<b>195,897</b>	<b>211,131</b>
税前利润	10,390	38,339	22,052	4,254	11,136	14,143	<b>比率分析</b>						
利润率	16.4%	26.9%	15.9%	3.4%	7.0%	7.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-1,648	-5,966	-3,805	-638	-1,670	-2,121	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.9%	15.6%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.823	5.715	3.015	0.628	1.637	2.203
净利润	8,742	32,373	18,246	3,616	9,466	12,022	每股净资产	8.331	13.505	13.667	14.044	15.026	16.347
少数股东损益	534	6,646	4,672	789	2,098	2,106	每股经营现金净流	1.692	9.733	6.815	3.304	4.749	5.556
归属于母公司的净利润	8,208	25,726	13,574	2,827	7,368	9,916	每股股利	0.912	2.858	0.000	0.251	0.655	0.881
净利率	12.9%	18.1%	9.8%	2.3%	4.6%	5.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.89%	42.32%	22.06%	4.47%	10.89%	13.47%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.30%	17.71%	8.26%	1.56%	3.76%	4.70%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	16.52%	35.18%	19.62%	2.91%	6.68%	7.92%
净利润	8,742	32,373	18,246	3,616	9,466	12,022	<b>增长率</b>						
少数股东损益	534	6,646	4,672	789	2,098	2,106	主营业务收入增长率	43.64%	124.32%	-2.33%	-9.92%	27.15%	17.02%
非现金支出	3,505	7,929	13,058	7,985	8,757	9,757	EBIT增长率	199.39%	274.60%	-34.44%	-83.37%	140.26%	25.28%
非经营收益	1,266	2,324	923	1,834	1,978	1,951	净利润增长率	127.50%	213.43%	-47.24%	-79.17%	160.60%	34.59%
营运资金变动	-5,894	1,192	-1,547	1,441	1,182	1,282	总资产增长率	37.35%	64.58%	13.16%	10.24%	8.12%	7.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,618</b>	<b>43,818</b>	<b>30,679</b>	<b>14,877</b>	<b>21,382</b>	<b>25,012</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-13,851	-15,185	-36,355	-10,935	-11,520	-11,520	应收账款周转天数	11.5	9.5	15.1	15.0	15.0	15.0
投资	177	-5,906	-9,090	2,800	0	0	存货周转天数	33.6	34.6	33.5	33.0	33.0	33.0
其他	84	285	407	-100	-100	-100	应付账款周转天数	48.0	39.7	50.6	55.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13,591</b>	<b>-20,806</b>	<b>-45,039</b>	<b>-8,235</b>	<b>-11,620</b>	<b>-11,620</b>	固定资产周转天数	214.4	136.6	179.1	206.7	166.4	143.5
股权募资	2,731	2,032	1,092	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	3,862	14,369	14,002	15,291	0	0	净负债/股东权益	30.49%	-17.96%	17.17%	16.49%	9.83%	0.96%
其他	-3,692	-7,155	-21,559	-2,670	-4,655	-5,648	EBIT利息保障倍数	17.9	61.9	48.2	4.5	12.3	19.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,902</b>	<b>9,246</b>	<b>-6,465</b>	<b>12,621</b>	<b>-4,655</b>	<b>-5,648</b>	资产负债率	52.80%	49.57%	55.08%	57.88%	57.72%	56.95%
<b>现金净流量</b>	<b>-3,083</b>	<b>32,291</b>	<b>-20,825</b>	<b>19,263</b>	<b>5,107</b>	<b>7,745</b>							

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
买入	0	4	12	14	38
增持	0	2	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.25	1.36	1.00

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	2022-07-05	买入	65.63	93.60~93.60
2	2022-08-18	买入	54.80	93.60
3	2022-09-23	买入	49.12	N/A
4	2022-10-26	买入	47.37	N/A
5	2023-01-20	买入	40.94	N/A
6	2023-04-25	买入	38.80	N/A
7	2023-08-22	买入	31.66	N/A
8	2023-10-26	买入	28.96	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806