



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备  
当前价格(元)：22.59

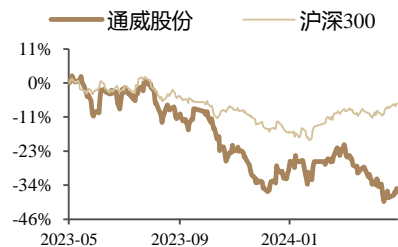
证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.12	-18.36	-13.05
相对涨幅(%)	-9.75	-20.50	-22.00

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《通威股份(600438.SH)：硅料领航，发力光伏一体化发展》，2023.12.28

# 通威股份（600438.SH）业绩点评：盈利阶段性承压，硅料电池双龙头地位稳固，持续降本增效强化核心竞争力

投资要点

- 事件：公司发布2023年年报与2024年一季报。**4月29日，公司发布2023年年报，实现营业收入1,391.04亿元，同比减少2.33%；实现归属于上市公司股东的净利润135.74亿元，同比减少47.25%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润136.13亿元，同比减少48.73%。同时，公司发布2024年一季报，一季度实现营业收入195.70亿元，同比减少41.13%；实现归属于上市公司股东的净利润-7.87亿元，同比减少109.15%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-7.90亿元，同比减少109.29%。
- 硅料出货高速增长，硅料价格下跌导致硅料业务盈利承压。**2023年，公司高纯晶硅产能满产满销，实现销量38.72万吨，同比增长50.79%，全球市占率超过25%。2023年高纯晶硅环节迎来新增产能释放高峰，供需关系由偏紧快速转为宽松，产品价格大幅下行，据安泰科统计，单晶致密料均价由年初17.62万元/吨下降至年末5.83万元/吨，降幅达66.91%。受到产品降价影响，公司硅料业务收入与毛利率阶段性承压，全年高纯晶硅业务实现收入447.99亿元，同比减少27.57%。硅料业务毛利率同比减少21.87个百分点至53.26%。
- 硅料品质与成本不断优化：**目前，公司N型产品月度产出占比已超过90%，可用于半导体产业的1000吨/年电子级多晶硅产品顺利通过国内外客户验证，并实现海外供货。2023年内高纯晶硅产品平均生产成本已降至4.2万元/吨以内，公司高纯晶硅业务在2023年价格大幅下调下依然实现单吨净利润超过4.5万元。
- 电池组件销量快速增长，技术实力与产能结构保持行业领先。**2023年，公司实现电池销量80.66GW（含自用），同比增长68.11%；实现组件销量31.11GW，同比增长292.08%，出货量进入全球前五（InfoLink Consulting数据），其中分布式市场销量9.3GW。全年实现电池组件业务收入693.72亿元，同比增长29.60%，实现毛利率12.77%，同比增长2.58个百分点。2023年，公司TNC电池借助高方阻密栅、先进金属化等新技术导入，最新量产平均转换效率达到26.26%，其组件产品相比传统PERC双面组件功率提升30W以上，单瓦发电量增益提高3-5%；结合精细化管理经验，持续优化生产工序，降低单耗，非硅成本目前已降至0.16元/W左右。预计2024年底公司TNC电池产能规模将超过100GW，产能结构保持领先。
- 电池新技术持续突破。**2023年，公司THC中试线成功导入110微米薄硅片、低温重银包铜浆料、OBB技术等降本方案，并同步在铜互连技术上寻求差异化突破，分别在图形化、金属化、产品可靠性等环节取得积极进展，叠加公司先进组件技术，先后6次打破HJT组件功率纪录，最高功率超过755W(210-66版型)。与此同时，公司继续加大在背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研发投入，取得阶段性研发成果，其中，P型TBC中试线批次效率最高达到25.51%，N型TBC中试线批次效率最高达到26.66%，小尺寸钙钛矿/HJT叠层电池效率达到33.08%。
- PERC固定资产减值影响业绩。**2023年以来，PERC电池片盈利能力持续下降，

TOPCon 太阳能电池片已成为市场主流需求, PERC 电池片的预期未来盈利能力、生存空间均存在较大不确定性。基于谨慎性原则, 公司在年中、年末均对 PERC 太阳能电池片生产线进行了资产评估, 对预计未来可收回金额低于账面价值的差额部分, 计提固定资产减值准备 47.30 亿元。

- **投资建议。**在当前股本下, 结合公司盈利能力及行业供需情况, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 26.82/64.48/90.06 亿元, 对应 PE 为 37.92X/15.77X/11.29X, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 技术更迭风险, 原材料价格波动风险, 境外经营风险, 行业竞争加剧风险, 需求不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	4,501.97						
流通 A 股(百万股):	4,501.97	营业收入(百万元)	142,423	139,104	110,831	146,418	176,765
52 周内股价区间(元):	21.25-36.15	(+/-)YOY(%)	119.7%	-2.3%	-20.3%	32.1%	20.7%
总市值(百万元):	101,699.59	净利润(百万元)	25,734	13,574	2,682	6,448	9,006
总资产(百万元):	179,724.44	(+/-)YOY(%)	217.3%	-47.3%	-80.2%	140.4%	39.7%
每股净资产(元):	13.50	全面摊薄 EPS(元)	5.72	3.02	0.60	1.43	2.00
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	38.2%	26.4%	11.8%	15.1%	15.9%
		净资产收益率(%)	42.3%	22.1%	4.2%	9.1%	11.9%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.02	0.60	1.43	2.00
每股净资产	13.67	14.24	15.68	16.78
每股经营现金流	6.81	3.81	5.10	5.76
每股股利	0.91	0.90	0.90	0.90
价值评估(倍)				
P/E	8.30	37.92	15.77	11.29
P/B	1.83	1.59	1.44	1.35
P/S	0.73	0.92	0.69	0.58
EV/EBITDA	4.02	10.68	6.70	5.46
股息率%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	26.4%	11.8%	15.1%	15.9%
净利润率	13.1%	3.3%	5.9%	6.8%
净资产收益率	22.1%	4.2%	9.1%	11.9%
资产回报率	8.3%	1.5%	3.3%	4.1%
投资回报率	19.3%	3.3%	7.1%	8.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-2.3%	-20.3%	32.1%	20.7%
EBIT 增长率	-34.6%	-81.3%	139.2%	33.9%
净利润增长率	-47.3%	-80.2%	140.4%	39.7%
偿债能力指标				
资产负债率	55.1%	55.5%	56.6%	57.5%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.9	20.4	15.9	16.5
存货周转天数	33.1	27.9	24.2	24.9
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.3	1.6	2.0	2.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	13,574	2,682	6,448	9,006
少数股东损益	4,672	923	2,220	3,101
非现金支出	13,058	8,928	8,913	9,473
非经营收益	923	2,470	2,812	3,142
营运资金变动	-1,547	2,159	2,544	1,189
经营活动现金流	30,679	17,163	22,938	25,910
资产	-36,355	-26,229	-17,225	-17,222
投资	-9,090	-1,980	-1,980	-1,980
其他	407	656	-196	-227
投资活动现金流	-45,039	-27,552	-19,402	-19,429
债权募资	14,002	8,024	6,400	6,400
股权募资	1,092	-114	0	0
其他	-21,559	-2,054	-2,441	-6,794
融资活动现金流	-6,465	5,856	3,959	-394
现金净流量	-20,825	-4,529	7,496	6,087

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139,104	110,831	146,418	176,765
营业成本	102,328	97,753	124,370	148,679
毛利率%	26.4%	11.8%	15.1%	15.9%
营业税金及附加	745	554	732	884
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	2,130	1,662	2,196	2,651
营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	4,728	3,879	5,125	6,187
管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	1,189	997	1,318	1,591
研发费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
EBIT	27,782	5,200	12,437	16,658
财务费用	581	856	1,994	2,071
财务费用率%	0.4%	0.8%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-6,236	-1,000	-600	-600
投资收益	-177	-111	-146	-177
营业利润	22,291	4,584	10,683	14,826
营业外收支	-239	-240	-240	-240
利润总额	22,052	4,344	10,443	14,586
EBITDA	34,475	13,128	20,751	25,531
所得税	3,805	738	1,775	2,480
有效所得税率%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	4,672	923	2,220	3,101
归属母公司所有者净利润	13,574	2,682	6,448	9,006

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,418	14,889	22,385	28,472
应收账款及应收票据	7,835	6,243	8,247	9,957
存货	7,788	7,340	9,366	11,216
其它流动资产	28,202	27,720	32,748	38,703
流动资产合计	63,244	56,193	72,746	88,348
长期股权投资	377	357	337	317
固定资产	68,270	74,692	74,028	72,805
在建工程	14,817	24,617	32,417	40,217
无形资产	4,721	5,571	6,421	7,271
非流动资产合计	101,119	117,506	125,623	133,180
资产总计	164,363	173,699	198,369	221,528
短期借款	214	314	414	514
应付票据及应付账款	27,549	26,318	33,484	40,028
预收账款	40	32	43	51
其它流动负债	11,537	12,070	14,496	16,646
流动负债合计	39,340	38,734	48,437	57,240
长期借款	28,755	33,755	38,755	43,755
其它长期负债	22,438	23,861	25,161	26,461
非流动负债合计	51,193	57,617	63,917	70,217
负债总计	90,534	96,351	112,353	127,457
实收资本	4,502	4,502	4,502	4,502
普通股股东权益	61,529	64,124	70,573	75,527
少数股东权益	12,301	13,224	15,444	18,544
负债和所有者权益合计	164,363	173,699	198,369	221,528

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。