

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

硅料成本优势凸显，短期承压不改长期成长

当前价格: 21.90元

业绩点评:

公司发布 2023 年&24Q1 业绩公告, 2023 年全年实现营收 1391 亿元, 同比-2.3%, 归母净利 135.7 亿元, 同比-47.2%; 扣非归母净利 136.1 亿元, 同比-48.7%; 24Q1 实现营收 195.7 亿元, 同比-41.1%, 归母净利-7.86 亿元, 扣非归母净利-7.90 亿元。同时公司发布拟以自有资金 20-40 亿元回购公司股份用于员工持股计划或股权激励, 彰显公司的长期经营信心。

硅料品质成本双优势凸显, 先进产能进一步扩张

公司 23 年多晶硅出货 38.72 万吨 (同比+50.79%), 全球市占率超过 25%, 平均生产成本降至 4.2 万元/吨以下 (单吨净利超 4.5 万元/吨), 大幅领先行业平均水平, 且当前公司 N 型产品月度产出占比已超 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; 截至 23 年底公司多晶硅产能达 45 万吨, 随着公司采用第八代“永祥法”的云南 20 万吨及内蒙古 20 万吨高纯晶硅项目建设落地, 公司届时多晶硅产能将至 85 万吨, 其中云南项目作为全球首个 20 万吨级项目将于 24Q2 投产, 内蒙古 20 万吨项目将于 24Q3 投产。24Q1 公司多晶硅出货约 10.5 万吨, 在多晶硅价格下降、电价上涨的背景下实现单吨盈利约 8500 元/吨。

多技术路线并行研发, TNC 先进产能优势凸显

公司 23 年电池片销量 80.66GW (含自用), 同比+68.11%; 公司 TNC 电池最新量产平均转换效率达到 26.26%, 非硅成本目前已降至 0.16 元/w 左右, 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%。截至 23 年底公司电池产能达 95GW, 随着公司推进存量 PERC 产能升级和 TNC 新产能建设, 预计 24 年内逐步完成约 38GW PERC 产能改造 (其余不可改造 PERC 产能已完成全部减值计提), 并分别在眉山、双流基地增加 16GW、25GW TNC 电池产能, 预计至 24 年底公司 TNC 产能规模将超 100GW, 占总电池片产能约 80%。同时公司在电池新技术研发上, 采用多技术路线并行研发思路, 目前公司 THC (HJT) 中试线成功导入 110 微米薄硅片、低温重银包铜浆料、0BB 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, 另外公司在背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术也取得了阶段性研发成果。

组件出货进入全球前五, 多样化组件技术形成产品矩阵

公司 23 年组件销量 31.11GW, 同比+292.08%, 根据 InfoLink 数据出货量进入全球前五。截至 23 年底公司组件产能已达 75GW, 公司倚靠数字化、信息化、智能化产线打造及全面的质量管理体系, 实现组件生产运营效率、产品品控能力均处于行业一线水平。此外公司构建了囊括 TPC、TNC、THC 等差异化电池技术路线和多样化组件技术的丰富产品矩阵, 有望满足全球光伏装机日益丰富的应用场景和终端客户更高功率组件产品的需求。

盈利预测与投资建议

根据产业链最新价格和竞争加剧因素, 我们下调公司 2024-2025 年净利润预测至 29.7 亿元 (前值 181 亿元, 下调 84%)、61.6 亿元 (前值 211 亿元, 下调 71%); 新增 2026 年预测 91.5 亿元, 当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 33.2、16.0、10.8 倍。基于公司资金实力强劲、综合运营能力优异, 有望凭借品质成本优势穿越此轮周期, 我们维持给予公司“买入”评级。

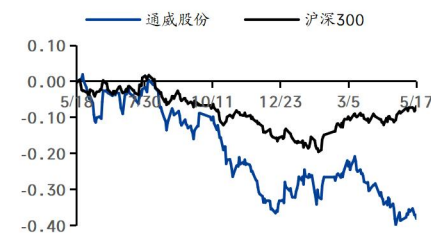
风险提示

全球光伏需求增长不及预期风险; 硅料价格超预期下跌; 国际贸易摩擦风险; 产能建设不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,501.97/4,501.97
流通 A 股市值(百万元)	98,593.23
每股净资产(元)	13.06
资产负债率(%)	59.27
一年内最高/最低价(元)	39.18/21.09

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)
DW3787@hfzq.com.cn
联系人: 李乐群(S0210122090023)
LLQ3911@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福电新】通威股份: 硅料盈利领先同业, 电池片盈利表现优秀——2023.10.29
- 【华福电新】通威股份: 23H1 业绩符合预期, 新增 32GW 拉棒切片电池片项目规划——2023.08.23
- 【华福电新】通威股份: 电池组件产能加码, 一体化成长可期——2023.06.07
- 【华福电新】通威股份深度: 一体化布局再起航, 价值重估正当时——2023.01.04

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	142,423	139,104	133,045	164,846	197,569
增长率	124%	-2%	-4%	24%	20%
净利润 (百万元)	25,726	13,574	2,974	6,159	9,154
增长率	213%	-47%	-78%	107%	49%
EPS (元/股)	5.71	3.02	0.66	1.37	2.03
市盈率 (P/E)	3.8	7.3	33.2	16.0	10.8
市净率 (P/B)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,418	19,957	24,727	29,635
应收票据及账款	7,835	7,173	7,608	8,543
预付账款	1,346	1,809	2,196	2,604
存货	7,788	12,164	15,688	17,894
合同资产	558	1,392	1,234	1,292
其他流动资产	26,856	25,534	28,740	32,261
流动资产合计	63,244	66,636	78,959	90,938
长期股权投资	377	377	377	377
固定资产	68,270	74,761	80,176	81,842
在建工程	14,087	15,087	15,587	14,587
无形资产	4,721	5,408	6,133	7,130
商誉	477	477	477	477
其他非流动资产	13,186	13,160	13,074	13,114
非流动资产合计	101,119	109,271	115,825	117,528
资产合计	164,363	175,907	194,784	208,466
短期借款	214	12,199	21,194	21,070
应付票据及账款	27,549	28,943	35,571	42,711
预收款项	40	266	171	177
合同负债	3,841	2,395	2,967	3,556
其他应付款	1,963	1,963	1,963	1,963
其他流动负债	5,733	5,591	6,280	6,876
流动负债合计	39,340	51,355	68,145	76,353
长期借款	28,755	28,805	28,735	28,815
应付债券	11,176	11,176	11,176	11,176
其他非流动负债	11,263	11,263	11,263	11,263
非流动负债合计	51,193	51,243	51,173	51,253
负债合计	90,534	102,598	119,319	127,607
归属母公司所有者权益	61,529	60,564	62,221	66,873
少数股东权益	12,301	12,745	13,244	13,986
所有者权益合计	73,829	73,309	75,465	80,859
负债和股东权益	164,363	175,907	194,784	208,466

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30,679	9,846	17,014	21,763
现金收益	25,201	12,857	17,182	21,217
存货影响	3,214	-4,376	-3,524	-2,206
经营性应收影响	5,493	400	-722	-1,244
经营性应付影响	7,504	1,619	6,534	7,146
其他影响	-10,733	-655	-2,456	-3,150
投资活动现金流	-45,039	-15,339	-14,381	-9,835
资本支出	-33,953	-15,689	-14,877	-10,509
股权投资	13	0	0	0
其他长期资产变化	-11,099	350	496	674
融资活动现金流	-6,465	6,031	2,137	-7,019
借款增加	14,182	12,035	8,925	-43
股利及利息支付	-19,706	-7,373	-7,485	-7,662
股东融资	1,092	0	0	0
其他影响	-2,033	1,369	697	686

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	139,104	133,045	164,846	197,569
营业成本	102,328	120,594	146,383	173,624
税金及附加	745	629	859	1,072
销售费用	2,130	1,996	2,473	2,766
管理费用	4,728	4,390	5,440	6,322
研发费用	1,189	1,197	1,484	1,581
财务费用	581	1,929	2,286	2,474
信用减值损失	-130	-15	-15	-15
资产减值损失	-6,236	-200	-100	-100
公允价值变动收益	170	150	150	150
投资收益	-177	700	700	700
其他收益	1,234	1,200	1,300	1,300
营业利润	22,291	4,172	7,984	11,793
营业外收入	49	49	49	49
营业外支出	288	200	200	200
利润总额	22,052	4,021	7,833	11,642
所得税	3,806	603	1,175	1,746
净利润	18,246	3,418	6,658	9,896
少数股东损益	4,672	444	499	742
归属母公司净利润	13,574	2,974	6,159	9,154
EPS (按最新股本摊薄)	3.02	0.66	1.37	2.03

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-2.3%	-4.4%	23.9%	19.9%
EBIT 增长率	-42.0%	-73.7%	70.1%	39.5%
归母公司净利润增长率	-47.2%	-78.1%	107.1%	48.6%
盈利能力				
毛利率	26.4%	9.4%	11.2%	12.1%
净利率	13.1%	2.6%	4.0%	5.0%
ROE	18.4%	4.1%	8.2%	11.3%
ROIC	23.4%	5.6%	8.6%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	55.1%	58.3%	61.3%	61.2%
流动比率	1.6	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.1	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	15	17	13	11
存货周转天数	33	30	34	35
每股指标 (元)				
每股收益	3.02	0.66	1.37	2.03
每股经营现金流	6.81	2.19	3.78	4.83
每股净资产	13.67	13.45	13.82	14.85
估值比率				
P/E	7	33	16	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	32	68	50	40

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn