

# 通威股份 (600438)

## 价格加速见底，成本品质竞争凸显

买入 (维持)

2024年05月24日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	142423	139104	136374	162661	194844
同比 (%)	119.69	(2.33)	(1.96)	19.28	19.79
归母净利润 (百万元)	25734	13574	3132	4492	7983
同比 (%)	217.34	(47.25)	(76.92)	43.40	77.73
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.72	3.02	0.70	1.00	1.77
P/E (现价&最新摊薄)	4.00	7.59	32.88	22.93	12.90

### 投资要点

- 农业起家，深耕光伏行业。**公司成立于1995年，早期致力于饲料加工行业，2008年正式布局光伏产业。农业方面，公司主营业务为水产饲料、畜禽饲料等产品的研究生产；新能源方面，以高纯晶硅、太阳能电池、组件等产品的研发、生产、销售为主；综合应用端，公司聚焦规模化“渔光一体”基地的开发与建设，加强产业协同发展。2023年营业收入1391亿，同降2.33%；归母净利润135.74亿，同降47.3%；扣非归母净利润136.13亿，同降48.7%。
- 硅料加速见底，成本品质竞争凸显。**公司2023年硅料销量约38.7万吨（权益约30万吨），同增51%；2023Q4出货约10万吨（权益约7.5万吨）；2024Q1出货10万吨（权益约7.5万吨）环比持平，受益品质及成品优势。公司现有硅料产能45万吨，后续随云南20万吨将于Q2投产，内蒙20万吨将于Q3投产；年底达85万吨；24-26年将扩展至80-100万吨；同步内蒙及四川工业硅项目，成本优势进一步增强。公司2024年4月N型占比超90%，现在成本降至4万内；24年预计权益出货40万吨；硅料成本品质竞争加剧，龙头地位稳固。
- 电池盈利承压，N型改造启动。**公司2023年电池销约81GW，同增68%；2024Q1受价格波动+P型改造影响，出货约16GW，其中TNC约7.9GW。公司2024Q1末TNC电池量产效率达23.26%，非硅降低0.16元/W内，效率及成本提升显著。同步推进PERC升级和TNC新建，预计2024年将完成约38GW PERC产能改造，并在眉山及双流新增16+25GW TNC电池产能，预计24年底TNC电池产能超过100GW，产能结构保持领先。
- 组件出货高增，加大海外布局。**公司2023年组件销约31GW，同增292%；国内占比94%。2024Q1出货约7GW+，延续亏损状态。截至2024Q1公司组件产能达75GW；2024年加大海外布局，目标海外占比15-20%，预计全年出货50GW+，组件业务持续增长。
- 盈利预测与投资评级：**基于行业竞争加剧，全产业链盈利承压，价格持续探底，我们下调公司2024-2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润31/45/80亿元（24-25年前值为140/184亿元），同比-77%/43%/78%，对应当前PE 33/23/13倍，考虑到公司龙头地位稳固，海外市场布局进一步扩大，我们维持“买入”评级。
- 风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.88
一年最低/最高价	21.09/39.18
市净率(倍)	1.75
流通A股市值(百万元)	103,005.17
总市值(百万元)	103,005.17

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.06
资产负债率(% ,LF)	59.27
总股本(百万股)	4,501.97
流通A股(百万股)	4,501.97

### 相关研究

- 《通威股份(600438): 2023年三季度点评: 价格持续探底, 龙头盈利坚挺》  
2023-10-26
- 《通威股份(600438): 2023年中报点评: 硅料盈利逐渐下行, N型电池加速投产》  
2023-08-22

## 内容目录

1. 农业起家，深耕光伏行业 .....	4
1.1. 公司发展历程 .....	4
1.2. 公司主营业务介绍 .....	4
1.3. 2023 年营收 1391 亿元，同比-2.33%.....	4
2. 硅料加速见底，成本品质竞争凸显 .....	6
3. 电池盈利承压，N 型改造启动 .....	6
4. 组件出货高增，加大海外布局 .....	7
5. 盈利预测与投资评级 .....	7
6. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 2023 年收入 1391.04 亿元, 同比-2.33% (亿元, %) .....	5
图 2: 2023 年归母净利润 135.74 亿元, 同比-47.25% (亿元, %) .....	5
图 3: 2023Q4 毛利率、净利率同比-22.3pct、-19.8pct (%) .....	6
图 4: 2023Q4 期间费用率 9.43%, 同比-1.07pct (%) .....	6

## 1. 农业起家，深耕光伏行业

### 1.1. 公司发展历程

公司秉承“为了生活更美好”的企业愿景和“追求卓越，奉献社会”的企业宗旨，以农业及新能源为主业，形成了“农业（渔业）+光伏”资源整合、协同发展的经营模式。公司成立于1995年，早期致力于饲料加工行业，于2004年在上交所挂牌上市。2008年2月1日收购了四川永祥股份50%的股权。同年7月，永祥公司一期多晶硅项目200吨多晶硅生产线试生产，标志着通威生产出了第一批多晶硅产品。

### 1.2. 公司主营业务介绍

在农业方面，公司主营业务为水产饲料、畜禽饲料等产品的研究、生产和销售，用以满足水产、畜禽动物养殖过程中的生长和营养所需。其中，水产饲料一直是公司的核心产品，也是公司农牧板块的主要利润来源。截至2023年末，公司拥有80余家涉及饲料业务的分子公司，采取就地生产，建立周边销售覆盖的经营模式，为养殖户提供有效的技术、金融等配套服务。围绕饲料主营业务，公司还积极开展了包括育种、养殖、动保、食品加工与贸易等业务，进一步完善产业链配套，增强企业综合竞争力。

在新能源方面，公司以高纯晶硅、太阳能电池、组件等产品的研发、生产、销售为主。截至2023年末，公司已形成高纯晶硅年产能45万吨，太阳能电池年产能95GW，组件年产能75GW。在高纯晶硅业务方面，公司生产基地位于乐山、包头、保山，主要生产要素采取就近采购方式，产品客户主要为下游硅片企业。为保障产销长期稳定，近年来公司与下游硅片企业开展长单销售合作；太阳能电池业务方面，生产基地位于双流、金堂、眉山、合肥等地，公司根据市场需求，结合产线结构安排生产经营，产品除满足自身组件生产需求外，也销售给国内外光伏组件企业。凭借领先的技术、品质、成本优势，公司主要客户覆盖了全球前十大光伏组件企业，长期保持行业领先水平；组件业务方面，公司凭借多年来在组件技术、市场方面的积累，结合上游高纯晶硅和太阳能电池的协同优势，已建立富有竞争力的规模化组件业务体系，面向全球集中式、分布式等各类型客户提供优质通威组件产品，产品已覆盖国内主要央企发电集团及海外40个国家与地区的客户。

在综合应用端，公司聚焦规模化“渔光一体”基地的开发与建设，全力打造具有核心竞争优势的生态养殖+绿色能源的“渔光一体”模式，加强产业协同发展。通过筛选优质水面资源，并确保电力消纳为前提，探索新型水产养殖模式，不断推动“渔光一体”基地规模化、专业化、智能化发展，为公司、养殖户及其他合作方带来新的利润增长点。

### 1.3. 2023年营收1391亿元，同比-2.33%

2023年，全球经济缓慢复苏，增速同比下降。世界局势仍然严峻，美欧等主要经

经济体维持紧缩的货币政策，金融市场震荡不安，地缘政治冲突持续且恶化，制造业景气度下行，国际贸易增长乏力，经济复苏区域分化显著，能源危机、粮食安全、气候变暖仍是世界各国当前面临的主要问题。我国经济依然处于新旧动能转换阶段，呈现出波浪式发展、曲折式前进的特点，2023年全年实现GDP超过126万亿元，同比增长5.2%，继续位居世界主要经济体前列，对全球经济增长的贡献率有望超过30%，以电动载人汽车、锂离子蓄电池和太阳能电池为代表的“新三样”产品出口额也首次突破万亿元大关，同比增长达29.9%。

公司所处的光伏行业继续保持高速发展态势，但产业链价格由于供应的大量释放而显著回落；饲料行业则分化明显，畜禽饲料在生猪存栏保持高位和禽养殖环比改善的拉动下贡献了行业主要增量，水产饲料受终端需求低迷影响产量明显下降。在总体经营充满挑战与压力的背景下，公司紧紧聚焦“光伏+农牧”两大主业，持续推动技术、品质、规模、成本等核心竞争力的巩固提升，总体实现了良好的经营成果。

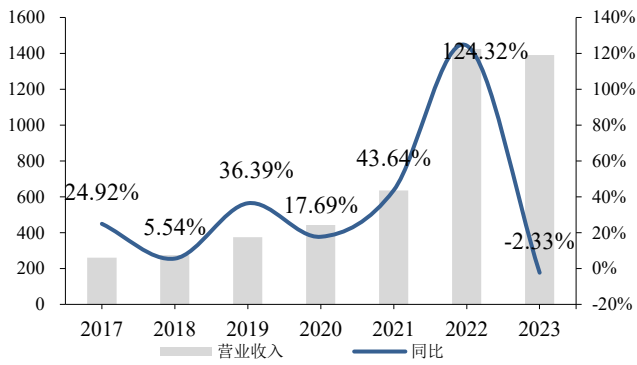
公司发布2023年年报，公司2023年实现营业收入1391.04亿元，同比下降2.33%；实现利润总额220.52亿元，同比下降42.48%；实现归属母公司净利润135.74亿元，同比下降47.25%；扣非归母净利润136.13亿，同降48.73%。其中2023Q4，实现营业收入276.84亿元，同比下降31.37%，环比下降25.89%；实现归属母公司净利润-27.28亿元，同比下降168.13%，环比下降190.00%。2023年毛利率为26.44%，同比下降11.73pct，2023Q4毛利率14.83%，同比下降22.29pct，环比下降4.94pct；2023年归母净利率为9.76%，同比下降8.31pct，2023Q4归母净利率9.85%，同比下降19.76pct，环比下降17.97pct。

公司2023年费用同比下降24.69%至86.28亿元，期间费用率下降1.07个百分点至6.20%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比上升48.46%、下降36.60%、下降18.78%、下降15.71%至21.3亿元、47.28亿元、11.89亿元、5.81亿元；费用率分别上升0.52、下降2.13、下降0.17、下降0.07个百分点至1.53%、3.40%、0.86%、0.42%。2023Q4，销售、管理、研发、财务费用分别同比+45.73%/-55.42%/-71.13%/-223.85%，费用率分别为2.68%/5.50%/0.50%/0.75%。

2023年经营活动现金流量净流入306.79亿元，同比下降29.98%。其中2023Q4经营活动现金流量净额96.54亿元；2023Q4销售商品取得现金123.82亿元，同比下降32.33%。期末合同负债38.41亿元，比年初下降28.94%。期末应收账款69.88亿元，较年初增长24.87亿元，应收账款周转天数上升5.4天至14.87天。期末存货77.88亿元，较期初下降32.14亿元；存货周转天数下降1.7天至35.09天。

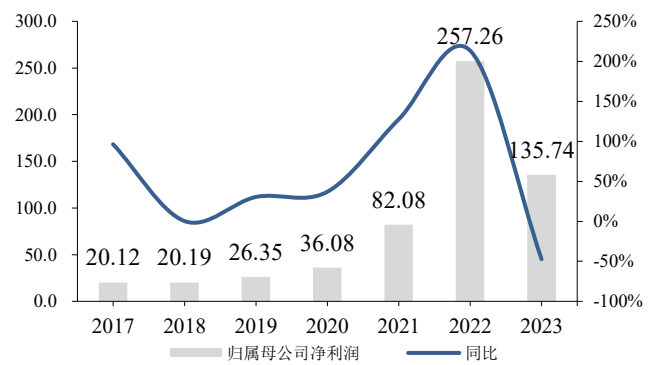
图1：2023年收入1391.04亿元，同比-2.33%(亿元，%)

图2：2023年归母净利润135.74亿元，同比-47.25%(亿元，%)



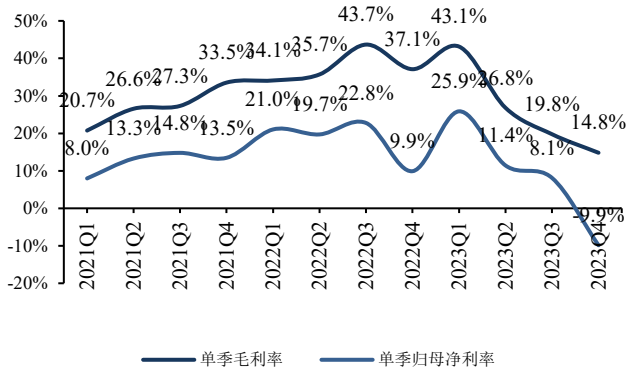
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2023Q4 毛利率、净利率同比-22.3pct、-19.8pct (%)

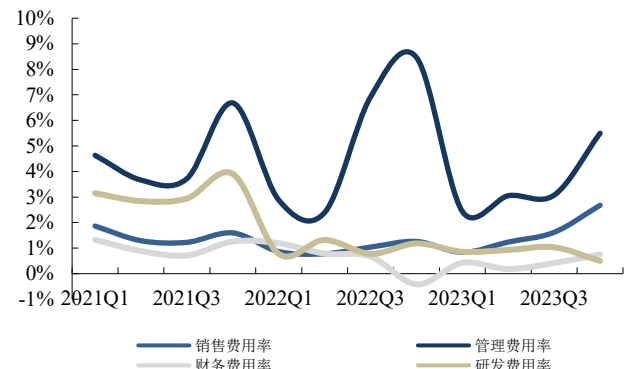


数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 2023Q4 期间费用率 9.43%，同比-1.07pct (%)



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

## 2. 硅料加速见底，成本品质竞争凸显

公司 2023 年硅料销量约 38.7 万吨（权益约 30 万吨），同增 51%；2023Q4 出货约 10 万吨（权益约 7.5 万吨）；2024Q1 出货 10 万吨（权益约 7.5 万吨）环比持平，受益品质及成品优势。公司现有硅料产能 45 万吨，后续随云南 20 万吨将于 Q2 投产，内蒙 20 万吨将于 Q3 投产；年底达 85 万吨；24-26 年将扩展至 80-100 万吨；同步内蒙及四川工业硅项目，成本优势进一步增强。公司 2024 年 4 月 N 型占比超 90%、现在成本降至 4 万内；24 年预计权益出货 40 万吨；硅料成本品质竞争加剧，龙头地位稳固。

## 3. 电池盈利承压，N 型改造启动

公司 2023 年电池销约 81GW，同增 68%；2024Q1 受价格波动+P 型改造影响，出货约 16GW，其中 TNC 约 7.9GW。公司 2024Q1 末 TNC 电池量产效率达 23.26%，非硅降低 0.16 元/W 内，效率及成本提升显著。同步推进 PERC 升级和 TNC 新建，预计 2024

年将完成约 38GW PERC 产能改造，并在眉山及双流新增 16+25GW TNC 电池产能，预计 24 年底 TNC 电池产能超过 100GW，产能结构保持领先。

#### 4. 组件出货高增，加大海外布局

公司 2023 年组件销约 31GW，同增 292%；国内占比 94%。2024Q1 出货约 7GW+，延续亏损状态。截至 2024Q1 公司组件产能达 75GW；2024 年加大海外布局，目标海外占比 15-20%，预计全年出货 50GW+，组件业务持续增长。

#### 5. 盈利预测与投资评级

基于行业竞争加剧，全产业链盈利承压，价格持续探底，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 31/45/80 亿元（24-25 年前值为 140/184 亿元），同比-77%/43%/78%，对应当前 PE 33/23/13 倍，考虑到公司龙头地位稳固，海外市场布局进一步扩大，我们维持“买入”评级。

#### 6. 风险提示

- （1）政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。
- （2）竞争加剧。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。

## 通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>63,244</b>	<b>58,448</b>	<b>69,423</b>	<b>87,576</b>	<b>营业总收入</b>	<b>139,104</b>	<b>136,374</b>	<b>162,661</b>	<b>194,844</b>
货币资金及交易性金融资产	29,482	23,456	26,407	36,603	营业成本(含金融类)	102,328	119,927	144,124	170,601
经营性应收款项	22,510	22,226	26,545	31,790	税金及附加	745	886	895	1,072
存货	7,788	8,728	10,970	12,985	销售费用	2,130	1,909	2,115	2,338
合同资产	558	547	652	781	管理费用	4,728	4,909	5,530	6,430
其他流动资产	2,906	3,492	4,850	5,416	研发费用	1,189	1,500	1,789	1,948
<b>非流动资产</b>	<b>101,119</b>	<b>121,084</b>	<b>123,660</b>	<b>121,687</b>	财务费用	581	2,125	2,501	2,407
长期股权投资	377	377	377	377	加:其他收益	1,234	545	732	779
固定资产及使用权资产	72,261	75,748	81,148	82,510	投资净收益	(177)	109	130	195
在建工程	14,817	31,294	28,470	25,134	公允价值变动	170	0	0	0
无形资产	4,721	4,721	4,721	4,721	减值损失	(6,366)	(852)	(240)	(225)
商誉	477	477	477	477	资产处置收益	27	(14)	(16)	(19)
长期待摊费用	280	280	280	280	<b>营业利润</b>	<b>22,291</b>	<b>4,906</b>	<b>6,314</b>	<b>10,779</b>
其他非流动资产	8,186	8,186	8,186	8,186	营业外净收支	(239)	(570)	(570)	(570)
<b>资产总计</b>	<b>164,363</b>	<b>179,532</b>	<b>193,083</b>	<b>209,263</b>	<b>利润总额</b>	<b>22,052</b>	<b>4,336</b>	<b>5,744</b>	<b>10,209</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,340</b>	<b>45,324</b>	<b>53,992</b>	<b>63,495</b>	减:所得税	3,805	650	862	1,531
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,238	2,023	2,023	2,023	<b>净利润</b>	<b>18,246</b>	<b>3,685</b>	<b>4,882</b>	<b>8,677</b>
经营性应付款项	27,590	32,327	38,849	45,987	减:少数股东损益	4,672	553	391	694
合同负债	3,841	4,502	5,410	6,404	<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,574</b>	<b>3,132</b>	<b>4,492</b>	<b>7,983</b>
其他流动负债	5,672	6,471	7,709	9,080	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.02	0.70	1.00	1.77
非流动负债	51,193	56,693	56,693	54,693	EBIT	27,782	7,242	8,209	12,455
长期借款	28,755	34,255	34,255	32,255	EBITDA	34,475	17,322	19,929	25,562
应付债券	11,176	11,176	11,176	11,176	毛利率(%)	26.44	12.06	11.40	12.44
租赁负债	3,216	3,216	3,216	3,216	归母净利率(%)	9.76	2.30	2.76	4.10
其他非流动负债	8,047	8,047	8,047	8,047	收入增长率(%)	(2.33)	(1.96)	19.28	19.79
<b>负债合计</b>	<b>90,534</b>	<b>102,017</b>	<b>110,686</b>	<b>118,188</b>	归母净利润增长率(%)	(47.25)	(76.92)	43.40	77.73
归属母公司股东权益	61,529	64,661	69,153	77,136					
少数股东权益	12,301	12,853	13,244	13,938					
<b>所有者权益合计</b>	<b>73,829</b>	<b>77,515</b>	<b>82,397</b>	<b>91,074</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>164,363</b>	<b>179,532</b>	<b>193,083</b>	<b>209,263</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30,679	21,800	20,215	26,173	每股净资产(元)	13.23	13.93	14.92	16.70
投资活动现金流	(45,039)	(30,872)	(14,893)	(11,655)	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	(6,465)	3,045	(2,371)	(4,322)	ROIC(%)	20.58	4.98	5.34	7.76
现金净增加额	(20,825)	(6,027)	2,951	10,196	ROE-摊薄(%)	22.06	4.84	6.50	10.35
折旧和摊销	6,692	10,080	11,720	13,107	资产负债率(%)	55.08	56.82	57.33	56.48
资本开支	(36,355)	(30,981)	(15,023)	(11,850)	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.59	32.88	22.93	12.90
营运资本变动	(1,547)	4,467	546	1,448	P/B(现价)	1.73	1.64	1.53	1.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>