

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

双龙头地位稳固，收购润阳完善一体化

业绩简评

8月30日公司披露2024年中报，上半年实现营收438亿元，同比-41%，实现归母净利润-31.3亿元；Q2实现营收242亿元，同比-41%，实现归母净利润-23.4亿元。

经营分析

多晶硅规模持续提升，成本、品质全面领先。上半年公司实现高纯晶硅销量22.89万吨，同比+28.82%，全球市占率超过25%，产量连续多年居全球第一。公司云南20万吨多晶硅项目于5月顺利投产，包头20万吨预计年底前建成投产，预计年末多晶硅产能提升至85万吨；此外，8月公司公告计划收购润阳股份（具有多晶硅产能13万吨）不低于51%股权，收购落地后公司多晶硅环节市占率有望进一步提升。公司持续推进降本，在N型比例大幅提升的背景下将综合电耗降至50度以下，成本维持行业领先。二季度多晶硅价格快速下降至全行业成本线以下，盈利承压背景下公司有望凭借成本和品质优势持续提升竞争力，巩固龙头地位。

多路线降本提效推进，电池片龙头地位稳固。公司加速推进电池片产能结构调整，目前约38GW PERC产能已全部改造完成，TNC电池月产占比超过80%；公司眉山16GW新建产能已投产、双流25GW预计年底前投产，TNC产能规模将超过100GW。上半年电池片环节价格快速下降、行业盈利承压，公司持续推进降本提效，TNC产品非硅成本在国际银价大幅上涨的背景下较年初下降近20%，组件端最高研发功率达743.2W，持续巩固竞争力。此外，公司新建HJT、XBC、钙钛矿电池及组件中试线均已陆续投入使用，计划在2024年底前输出具有通威特色的HJT+铜互连解决方案，有望凭借全面领先的技术布局巩固竞争优势、享受新技术溢价。

组件业务高速增长，拟收购润阳完善海外布局。上半年公司组件销量18.67GW，同比+108.4%，在实现对国内重点大客户全面覆盖的同时，新增开发南非、阿联酋等重要市场，获得多个知名客户订单，稳步提升海外影响力及市场份额。此外，润阳股份在美国、泰国、越南等部分海外地区具有产能布局，收购落地后有望帮助公司快速补充海外一体化产能布局、提升全球综合竞争力。

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2024-2026年净利润预测至-46.6（前值28.3）、38.3（-48%）、66.6（-33%）亿元，考虑到公司在硅料、电池环节的竞争优势及在组件环节的成长性，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

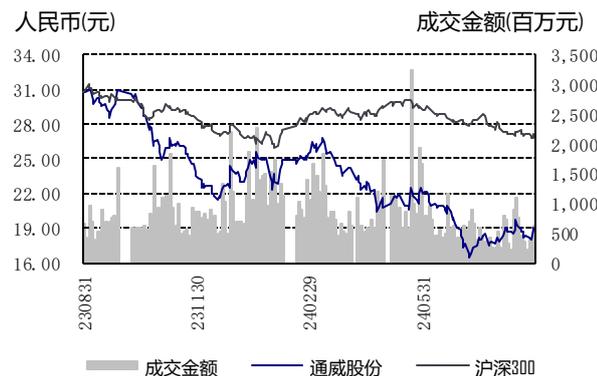
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.01元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：价格承压放大龙头优势，看好长期成长性》，2024.4.30
- 《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



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	109,263	134,087	154,728
营业收入增长率	124.32%	-2.33%	-21.45%	22.72%	15.39%
归母净利润(百万元)	25,726	13,574	-4,664	3,830	6,661
归母净利润增长率	213.43%	-47.24%	N/A	N/A	73.91%
摊薄每股收益(元)	5.715	3.015	-1.036	0.851	1.480
每股经营性现金流净额	9.73	6.81	3.65	3.60	3.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.32%	22.06%	-8.08%	6.28%	10.24%
P/E	6.75	8.30	-18.35	22.35	12.85
P/B	2.86	1.83	1.48	1.40	1.32

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	109,263	134,087	154,728	货币资金	3,002	36,842	19,418	20,553	22,406	23,093
增长率		124.3%	-2.3%	-21.5%	22.7%	15.4%	应收款项	16,511	20,496	21,652	22,787	26,623	29,174
主营业务成本	-45,918	-88,060	#####	#####	#####	#####	存货	5,683	11,003	7,788	8,377	8,582	9,626
%销售收入	72.3%	61.8%	73.6%	93.3%	88.4%	87.7%	其他流动资产	3,553	7,170	14,386	20,575	20,948	21,308
毛利	17,573	54,363	36,776	7,346	15,549	19,104	流动资产	28,749	75,511	63,244	72,291	78,559	83,200
%销售收入	27.7%	38.2%	26.4%	6.7%	11.6%	12.3%	%总资产	32.6%	52.0%	38.5%	36.6%	38.6%	40.1%
营业税金及附加	-276	-911	-745	-546	-670	-774	长期投资	725	656	645	2,312	2,312	2,312
%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	105,061	105,034	104,007
销售费用	-919	-1,435	-2,130	-2,404	-2,682	-2,785	%总资产	54.3%	39.4%	50.6%	53.2%	51.6%	50.2%
%销售收入	1.4%	1.0%	1.5%	2.2%	2.0%	1.8%	无形资产	3,419	3,418	5,479	5,682	5,882	6,077
管理费用	-2,948	-7,868	-4,728	-4,917	-5,095	-5,415	非流动资产	59,501	69,733	101,119	125,297	125,182	124,078
%销售收入	4.6%	5.5%	3.4%	4.5%	3.8%	3.5%	%总资产	67.4%	48.0%	61.5%	63.4%	61.4%	59.9%
研发费用	-2,036	-1,464	-1,189	-1,093	-1,207	-1,238	资产总计	88,250	145,244	164,363	197,588	203,741	207,278
%销售收入	3.2%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	短期借款	3,862	2,300	2,238	4,000	4,000	4,000
息税前利润 (EBIT)	11,395	42,684	27,984	-1,614	5,895	8,892	应付款项	18,871	22,012	29,512	44,707	46,365	45,249
%销售收入	17.9%	30.0%	20.1%	n.a	4.4%	5.7%	其他流动负债	5,627	12,045	7,591	7,024	8,528	9,768
财务费用	-637	-689	-581	-1,348	-1,597	-1,524	流动负债	28,360	36,357	39,340	55,731	58,893	59,017
%销售收入	1.0%	0.5%	0.4%	1.2%	1.2%	1.0%	长期贷款	11,441	15,409	28,755	46,480	46,480	46,480
资产减值损失	-253	-2,348	-6,366	-2,912	-20	126	其他长期负债	6,793	20,232	22,438	25,794	24,952	23,905
公允价值变动收益	6	-36	170	0	0	0	负债	46,593	71,999	90,534	128,005	130,326	129,402
投资收益	43	-421	-177	100	100	100	普通股股东权益	37,503	60,797	61,529	57,693	61,029	65,025
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	-1.9%	2.0%	1.2%	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	-4,978	5,173	8,389	未分配利润	15,545	35,854	34,660	31,862	34,160	38,156
营业利润率	17.1%	27.8%	16.0%	n.a	3.9%	5.4%	少数股东权益	4,154	12,448	12,301	11,890	12,386	12,850
营业外收支	-444	-1,235	-239	-200	-200	-200	负债股东权益合计	88,250	145,244	164,363	197,588	203,741	207,278
税前利润	10,390	38,339	22,052	-5,178	4,973	8,189	比率分析						
利润率	16.4%	26.9%	15.9%	n.a	3.7%	5.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-1,648	-5,966	-3,805	104	-647	-1,065	每股指标						
所得税率	15.9%	15.6%	17.3%	n.a	13.0%	13.0%	每股收益	1.823	5.715	3.015	-1.036	0.851	1.480
净利润	8,742	32,373	18,246	-5,075	4,327	7,125	每股净资产	8.331	13.505	13.667	12.815	13.556	14.444
少数股东损益	534	6,646	4,672	-411	497	464	每股经营现金净流	1.692	9.733	6.815	3.647	3.602	3.738
归属于母公司的净利润	8,208	25,726	13,574	-4,664	3,830	6,661	每股股利	0.912	2.858	0.905	-0.414	0.340	0.592
净利率	12.9%	18.1%	9.8%	n.a	2.9%	4.3%	回报率						
							净资产收益率	21.89%	42.32%	22.06%	-8.08%	6.28%	10.24%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.30%	17.71%	8.26%	-2.36%	1.88%	3.21%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	16.52%	35.18%	19.62%	-1.17%	3.68%	5.38%
净利润	8,742	32,373	18,246	-5,075	4,327	7,125	增长率						
少数股东损益	534	6,646	4,672	-411	497	464	主营业务收入增长率	43.64%	124.32%	-2.33%	-21.45%	22.72%	15.39%
非现金支出	3,505	7,929	13,058	11,635	10,785	11,629	EBIT增长率	199.39%	274.60%	-34.44%	-105.77%	#####	50.84%
非经营收益	1,266	2,324	923	1,578	2,039	1,998	净利润增长率	127.50%	213.43%	-47.24%	N/A	N/A	73.91%
营运资金变动	-5,894	1,192	-1,547	8,281	-933	-3,924	总资产增长率	37.35%	64.58%	13.16%	20.21%	3.11%	1.74%
经营活动现金净流	7,618	43,818	30,679	16,419	16,218	16,827	资产管理能力						
资本开支	-13,851	-15,185	-36,355	-29,270	-10,855	-10,855	应收账款周转天数	11.5	9.5	15.1	20.0	20.0	20.0
投资	177	-5,906	-9,090	-6,496	0	0	存货周转天数	33.6	34.6	33.5	40.0	35.0	33.0
其他	84	285	407	100	100	100	应付账款周转天数	48.0	39.7	50.6	80.0	70.0	60.0
投资活动现金净流	-13,591	-20,806	-45,039	-35,666	-10,755	-10,755	固定资产周转天数	214.4	136.6	179.1	300.5	243.9	208.3
股权募资	2,731	2,032	1,092	-1,037	1,037	0	偿债能力						
债权募资	3,862	14,369	14,002	22,459	0	0	净负债/股东权益	30.49%	-17.96%	17.17%	40.81%	36.16%	33.20%
其他	-3,692	-7,155	-21,559	218	-3,466	-4,557	EBIT利息保障倍数	17.9	61.9	48.2	-1.2	3.7	5.8
筹资活动现金净流	2,902	9,246	-6,465	21,639	-2,429	-4,557	资产负债率	52.80%	49.57%	55.08%	64.78%	63.97%	62.43%
现金净流量	-3,083	32,291	-20,825	2,392	3,034	1,516							

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	6	9	12	42
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.25	1.25	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	2022-09-23	买入	49.12	N/A
2	2022-10-26	买入	47.37	N/A
3	2023-01-20	买入	40.94	N/A
4	2023-04-25	买入	38.80	N/A
5	2023-08-22	买入	31.66	N/A
6	2023-10-26	买入	28.96	N/A
7	2024-04-30	买入	22.49	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

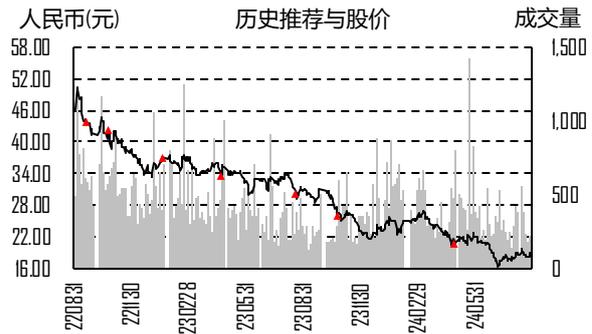
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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