

业绩阶段性承压，收购润阳完善产业链布局

2024 年 09 月 02 日

事件：2024 年 8 月 30 日，公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现收入 437.97 亿元，同比-40.87%；实现归母净利-31.29 亿元，同比-123.58%；实现扣非净利-31.78 亿元，同比-125.19%。受到光伏产业链供过于求、产品价格大幅下降影响，以及计提资产减值损失 22.55 亿元（其中存货跌价准备 22.53 亿元）、计提信用减值损失 1.15 亿元，公司业绩短期承压。

24Q2 公司实现收入 242.27 亿元，同比-40.66%，环比+23.79%；实现归母净利-23.43 亿元，同比-150.18%，环比-197.78%；实现扣非净利-23.88 亿元，同比-158.02%，环比-202.24%。

多晶硅：销量稳步增长，产品品质和成本优势显著。2024H1，公司实现高纯晶硅销量 22.89 万吨，同比增长 28.82%，国内市占率超过 25%，连续多年产量位居全球第一；在 N 型比例大幅提升的背景下，目前单位综合电耗降至 50 度以下，硅耗已低至 1.04kg/Kg-Si 以内，成本保持行业领先。公司目前形成超过 65 万吨高纯晶硅产能，包头 20 万吨项目预计将于年底前投产，届时多晶硅产能将超过 85 万吨，公司预计 24-26 年高纯晶硅产能达到 80-100 万吨；此外，公司于 24 年 8 月公告计划收购润阳股份不低于 51% 股权，润阳具有多晶硅产能 13 万吨，收购落地后有助于进一步增加公司多晶硅市占率。

电池：N 型产品优势明显，产能持续扩张。2024H1，公司电池销量（含自用）超过 35GW。顺应行业 N 型迭代，公司目前约 38GW PERC 产能已全部改造完毕，TNC 电池月产占比超过 80%；此外，2024H1，公司眉山 16GW TNC 电池产能投产，双流 25GW TNC 产能预计将于年底前全部投产，届时公司 TNC 电池产能规模将超过 100GW；公司预计 24-26 年电池产能将达到 130-150GW。此外，公司持续推进量产电池产品降本增效，同时坚持各项技术路线研发，截至 2024H1 末，全球创新研发中心新建的 TOPCon、HJT、XBC、钙钛矿电池及组件中试线均已陆续投入使用。

组件：出货高增，收购润阳完善海外布局。2024H1，公司实现组件销售 18.67GW，同比增长 108.36%。2024H1，公司持续完善国内和海外渠道布局，新增开发南非、阿联酋等重要市场；收购润阳股份落地后，有利于协同润阳在美国、泰国、越南等部分海外地区的产能布局，帮助公司补充海外一体化产能布局，提升全球综合竞争力。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 1102.55、1418.92、1681.19 亿元，归母净利润分别为-39.51、37.54、66.13 亿元，以 8 月 30 日收盘价为基准，对应 2025-2026 年 PE 为 23X、13X，公司硅料成本优势显著，电池产品优势明显，组件业务有望快速发展，维持“推荐”评级。

风险提示：需求不及预期，市场竞争加剧，产品降价导致减值损失等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	139,104	110,255	141,892	168,119
增长率 (%)	-2.3	-20.7	28.7	18.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,574	-3,951	3,754	6,613
增长率 (%)	-47.3	-129.1	195.0	76.2
每股收益 (元)	3.02	-0.88	0.83	1.47
PE	6	/	23	13
PB	1.4	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
19.01 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

- 1.通威股份 (600438.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，硅料成本优势显著-2024/04/30
- 2.通威股份 (600438.SH) 2023 年三季报点评：硅料成本优势显著，N 型一体化产能稳步扩张-2023/10/27
- 3.通威股份 (600438.SH) 2023 年半年报点评：出货量稳步提升，加码一体化产能夯实竞争力-2023/08/22
- 4.通威股份 (600438.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：22 年业绩高增，入局组件加速一体化布局-2023/04/26
- 5.通威股份 (600438.SH) 2022 年三季报点评：业绩强增长，一体化布局夯实龙头地位-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139,104	110,255	141,892	168,119
营业成本	102,328	104,660	127,072	148,000
营业税金及附加	745	551	709	841
销售费用	2,130	2,205	2,128	2,354
管理费用	4,728	4,631	4,257	4,707
研发费用	1,189	1,433	1,135	1,345
EBIT	27,782	-2,569	7,239	11,653
财务费用	581	624	933	1,052
资产减值损失	-6,236	-2,800	-700	-700
投资收益	-177	70	0	0
营业利润	22,291	-5,933	5,677	9,986
营业外收支	-239	-20	-20	-20
利润总额	22,052	-5,953	5,657	9,966
所得税	3,805	-953	905	1,595
净利润	18,246	-5,001	4,752	8,371
归属于母公司净利润	13,574	-3,951	3,754	6,613
EBITDA	34,475	5,430	16,278	21,697

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,418	20,887	24,621	34,370
应收账款及票据	7,835	5,735	7,035	8,112
预付款项	1,346	1,361	1,652	1,924
存货	7,788	8,307	12,807	15,211
其他流动资产	26,856	30,022	33,327	36,067
流动资产合计	63,244	66,311	79,441	95,684
长期股权投资	377	377	377	377
固定资产	68,270	79,048	87,685	94,377
无形资产	4,721	6,471	7,171	7,821
非流动资产合计	101,119	112,104	118,565	124,022
资产合计	164,363	178,416	198,006	219,706
短期借款	214	214	214	214
应付账款及票据	27,549	25,726	34,290	42,030
其他流动负债	11,577	14,266	16,791	19,081
流动负债合计	39,340	40,206	51,295	61,325
长期借款	28,755	46,480	51,480	56,480
其他长期负债	22,438	24,631	25,631	26,631
非流动负债合计	51,193	71,112	77,112	83,112
负债合计	90,534	111,317	128,407	144,436
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	12,301	11,250	12,248	14,006
股东权益合计	73,829	67,098	69,599	75,270
负债和股东权益合计	164,363	178,416	198,006	219,706

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.33	-20.74	28.69	18.48
EBIT 增长率	-34.59	-109.25	381.81	60.98
净利润增长率	-47.25	-129.10	195.03	76.16
盈利能力 (%)				
毛利率	26.44	5.07	10.44	11.97
净利润率	9.76	-3.58	2.65	3.93
总资产收益率 ROA	8.26	-2.21	1.90	3.01
净资产收益率 ROE	22.06	-7.07	6.55	10.79
偿债能力				
流动比率	1.61	1.65	1.55	1.56
速动比率	1.30	1.31	1.18	1.21
现金比率	0.49	0.52	0.48	0.56
资产负债率 (%)	55.08	62.39	64.85	65.74
经营效率				
应收账款周转天数	14.87	14.80	14.00	13.50
存货周转天数	33.05	33.00	33.00	33.00
总资产周转率	0.90	0.64	0.75	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	3.02	-0.88	0.83	1.47
每股净资产	13.67	12.41	12.74	13.61
每股经营现金流	6.81	2.05	3.87	5.34
每股股利	0.91	0.00	0.50	0.60
估值分析				
PE	6	/	23	13
PB	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.96	25.16	8.39	6.30
股息收益率 (%)	4.76	0.00	2.63	3.16

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18,246	-5,001	4,752	8,371
折旧和摊销	6,692	7,998	9,039	10,044
营运资金变动	-1,547	2,186	1,433	3,275
经营活动现金流	30,679	9,216	17,417	24,033
资本开支	-36,355	-20,031	-15,949	-15,936
投资	-9,090	-4,831	0	0
投资活动现金流	-45,039	-24,774	-15,949	-15,936
股权募资	1,092	0	0	0
债务募资	14,002	19,914	6,000	6,000
筹资活动现金流	-6,465	17,027	2,266	1,652
现金净流量	-20,825	1,469	3,733	9,749

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026