

通威股份 (600438)

2024 年中报点评：硅价触底加速出清，电池组件持续深化

2024 年 09 月 06 日

买入 (维持)

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

证券分析师 徐毓嵘

执业证书: S0600524080007
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	125223	161135	190800
同比 (%)	119.69	(2.33)	(9.98)	28.68	18.41
归母净利润 (百万元)	25734	13574	(4981)	3829	6538
同比 (%)	217.34	(47.25)	(136.70)	176.87	70.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.72	3.02	(1.11)	0.85	1.45
P/E (现价&最新摊薄)	3.19	6.04	(16.46)	21.41	12.54

股价走势



投资要点

■ **事件:** 公司 2024H1 营收 438 亿元, 同-40.9%, 归母净利润-31.3 亿元, 同-123.6%, 毛利率 7.1%, 同-27pct, 归母净利率-7.1%, 同-25.1pct; 其中 2024Q2 营收 242.3 亿元, 同环比-40.7%/23.8%, 归母净利润-23.4 亿元, 同环比-150.2%/197.8%, 毛利率 5.4%, 同环比-21.4/-3.8pct, 归母净利率-9.7%, 同环比-21.1/-5.6pct。业绩符合市场预期。

■ **硅料价格触底、行业加速出清。** 2024H1 公司硅料销量 22.89 万吨, 同增 28.8%, 盈利承压, 主要系 5 月硅价加速下跌所致。随价格现金承压, 行业供给收缩, 月产已降至约 13 万吨, 5 万吨小产能逐步出清、二三线新产能迫于现金压力具备投产条件但还未投产。公司在 N 型比例大幅提升背景下, 单位综合电耗降至 50 度以下, 硅耗低至 1.04kg/Kg-Si 以内, 成本保持行业领先。云南 20 万吨在 5 月顺利投产, 目前已全面达产。此外包头 20 万吨项目也稳步推进, 预计将于年底前建成投产, 届时产能超 85 万吨。

■ **N 型产能快速提升、技术研发行业领先。** 2024H1 公司电池销超 35GW (含自用), 其中 Q2 约 19GW, N 型占比达 60%+。公司目前约 38GW P 型产能已改造 TNC 完毕, TNC 月产超 80%; 眉山 16GW TNC 新建于 2024H1 投产, 双流 25GW 预计将于年底前全部投产, 预计年底 TNC 电池产能超 100GW。技术上, THC 最高已达 765.18W; 1GW 中试线平均功率突破 735W, 整线 A 级率超 97%, 碎片率低于 0.5%, 产线稼动能力接近理论产能 100%, 计划在 2024 年底前输出具有通威特色的 HJT+铜互连解决方案。此外, N 型 TBC 组件研发功率超 650W (210R-66 版型), 钙钛矿-晶硅叠层电池效率最高达到 33.08%。

■ **组件出货继续高增、农牧电站业务稳健。** 2024H1 公司组件销 18.67GW, 预计全年出货 50GW+。公司农牧+电站稳健发展。电站新增并网共计 320MW, 至 6 月底累计建成 54 座光伏电站, 实现并网装机规模 4.39GW。

■ **费用率有所提升、经营现金转正。** 公司 2024H1 期间费用 47.4 亿, 同 27.4%, 费用率 10.8%, 同增 5.8pct; Q2 期间费用 25.4 亿, 同环比 15.2%/15.7%, 费用率 10.5%, 同环比 5.1/-0.7pct; 2024Q2 经营性现金流 23.6 亿元, 同比-87.5/环比转正; 2024Q2 资本开支 72.9 亿元, 同环比 46.3/-0.7%; 2024Q2 末存货 112.2 亿元, 较 Q1 末-0.4%。

■ **盈利预测与投资评级:** 由于行业竞争加剧, 价格下行, 下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利-50/38/65 亿 (2024-2026 年前值为 31/45/80 亿元), 同比-137%/+177%/+71%, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	19.11
一年最低/最高价	15.79/32.44
市净率(倍)	1.67
流通 A 股市值(百万元)	86,032.80
总市值(百万元)	86,032.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.41
资产负债率(% LF)	67.19
总股本(百万股)	4,501.98
流通 A 股(百万股)	4,501.98

相关研究

《通威股份(600438): 价格加速见底, 成本品质竞争凸显》

2024-05-24

《通威股份(600438): 2023 年三季度报点评: 价格持续探底, 龙头盈利坚挺》

2023-10-26

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
流动资产	63,244	48,446	58,936	75,014	营业总收入	139,104	125,223	161,135	190,800
货币资金及交易性金融资产	29,482	17,436	16,217	24,722	营业成本(含金融类)	102,328	118,790	143,518	168,603
经营性应收款项	22,510	20,515	26,304	31,149	税金及附加	745	626	886	1,049
存货	7,788	6,541	10,923	12,833	销售费用	2,130	1,753	2,095	2,290
合同资产	558	502	646	765	管理费用	4,728	4,508	5,479	6,296
其他流动资产	2,906	3,452	4,845	5,545	研发费用	1,189	1,377	1,772	1,908
非流动资产	101,119	121,084	123,660	121,687	财务费用	581	2,129	2,516	2,434
长期股权投资	377	377	377	377	加:其他收益	1,234	501	725	763
固定资产及使用权资产	72,261	75,748	81,148	82,510	投资净收益	(177)	100	129	191
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)	(2,952)	(240)	(225)
商誉	477	477	477	477	资产处置收益	27	(13)	(16)	(19)
长期待摊费用	280	280	280	280	营业利润	22,291	(6,325)	5,466	8,930
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)
资产总计	164,363	169,530	182,595	196,700	利润总额	22,052	(6,895)	4,896	8,360
流动负债	39,340	44,868	53,771	62,770	减:所得税	3,805	(1,034)	734	1,254
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,238	2,023	2,023	2,023	净利润	18,246	(5,860)	4,162	7,106
经营性应付款项	27,590	32,018	38,686	45,448	减:少数股东损益	4,672	(879)	333	568
合同负债	3,841	4,459	5,388	6,329	归属母公司净利润	13,574	(4,981)	3,829	6,538
其他流动负债	5,672	6,367	7,674	8,969	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.02	(1.11)	0.85	1.45
非流动负债	51,193	56,693	56,693	54,693	EBIT	27,782	(1,832)	7,385	10,654
长期借款	28,755	34,255	34,255	32,255	EBITDA	34,475	8,248	19,105	23,760
应付债券	11,176	11,176	11,176	11,176	毛利率(%)	26.44	5.14	10.93	11.63
租赁负债	3,216	3,216	3,216	3,216	归母净利率(%)	9.76	(3.98)	2.38	3.43
其他非流动负债	8,047	8,047	8,047	8,047	收入增长率(%)	(2.33)	(9.98)	28.68	18.41
负债合计	90,534	101,561	110,464	117,463	归母净利润增长率(%)	(47.25)	(136.70)	176.87	70.74
归属母公司股东权益	61,529	56,547	60,376	66,914					
少数股东权益	12,301	11,421	11,754	12,323					
所有者权益合计	73,829	67,969	72,131	79,237					
负债和股东权益	164,363	169,530	182,595	196,700					

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	15,788	16,046	24,486	每股净资产(元)	13.23	12.12	12.97	14.43
投资活动现金流	(45,039)	(30,880)	(14,894)	(11,659)	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	(1.31)	5.20	7.22
现金净增加额	(20,825)	(12,047)	(1,219)	8,505	ROE-摊薄(%)	22.06	(8.81)	6.34	9.77
折旧和摊销	6,692	10,080	11,720	13,107	资产负债率(%)	55.08	59.91	60.50	59.72
资本开支	(36,355)	(30,980)	(15,023)	(11,850)	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.04	(16.46)	21.41	12.54
营运资本变动	(1,547)	5,892	(2,904)	1,328	P/B(现价)	1.38	1.50	1.40	1.26

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>