

## 通威股份 (600438)

### 深远布局一体化产能，逆势扩张龙头地位稳固

公告：2024 上半年，公司实现总营收 437.97 亿元、同比-40.87%，归母净利润-31.29 亿元、同比-123.58%，扣非后净利润-31.78 亿元、同比-125.19%，毛利率 7.12%，净利率-8.31%；其中 Q2 营收 242.27 亿元、同比-40.66%，归母净利润-23.43 亿元、同比-150.18%，扣非后净利润-23.88 亿元、同比-158.02%，毛利率 5.43%，净利率-12.36%。受到光伏产业链价格大幅下降影响，公司业绩承压、预计仍将维持较长时间。

#### ◆ 硅料产量第一、综合电耗与成本控制再创新低，N 型出货大幅提升

2024 上半年，公司的高纯晶硅销量 22.89 万吨、同比+28.82%。公司的高纯晶硅产量连续多年位居全球第一，上半年国内市占率超过 25%。公司 N 型硅料出货大幅提升并持续推进降本工作，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，各项生产消耗指标持续优化，成本保持行业领先。基于公司硅料产能规模及全面生产优势，在行业下行周期，目前多晶硅生产环节保持满产状态。目前公司拥有超过 65 万吨高纯晶硅产能，其中云南 20 万吨多晶硅项目于今年 5 月顺利投产，另有包头 20 万吨高纯晶硅项目预计将于年底前建成投产、鄂尔多斯 40 万吨高纯晶硅项目正开展前期准备工作，预计 2024~2026 年公司高纯晶硅产能将达 80~100 万吨。2023 年公司布局上游工业硅产能，预计达茂旗一期和苍溪一期工业硅项目将相继于年底前建成投产，有助公司增强原材料降本能力及提升保供溯源优势。

#### ◆ 电池龙头地位稳固，N 型产能规模行业领先，持续推动新技术

公司电池龙头地位稳固，据 infolink 数据，电池出货量自 2017 年以来已连续 7 年全球第一，为行业首家电池出货量累计超过 200GW 的企业。2024 上半年，公司实现超过 35GW 电池销量（含自用），完成了 38GW PERC 产能改造，TNC (TOPCon) 电池月产占比超过 80%。在技术快速迭代的行业形势下，公司加快产能结构调整，快速完成产能改造，并于 2023 年充分完成 PERC 产能计提减值，聚焦 N 型技术发展，推进公司 TOPCon 产能快速释放。成本方面，得益于生产工艺改善、网版图形优化、国产浆料导入等措施，公司 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%，进一步提升公司核心竞争力。

目前公司已形成 95GW 电池产能，眉山 16GW TNC 新建电池产能于 2024 上半年投产，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。新技术方面，公司持续加强技术研发，TOPCon、HJT、XBC、钙钛矿电池及组件中试线均已陆续投入使用，公司 1GW HJT 中试线平均功率已突破 735W (210-66 版型)，整线 A 级率超过 97%，碎片率低于 0.5%，并计划在 2024 年底前输出特色的 HJT+铜互连解决方案。公司在 XBC、钙钛矿/晶硅叠层等新技术路线中均取得技术研发

投资评级

增持

2024年09月13日

收盘价(元):

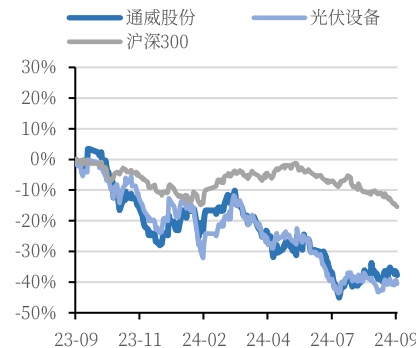
18.60

目标价(元):

### 公司基本数据

总股本(百万股)	4,501.98
总市值(百万)	83,736.79
流通股本(百万股)	4,501.98
流通市值(百万)	83,736.79
12月最高/最低价(元)	32.44/15.79
资产负债率(%)	67.19
每股净资产(元)	11.41
市盈率(TTM)	-29.63
市净率(PB)	1.63
净资产收益率(%)	-5.87

### 股价走势图



### 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

### 相关研究报告

【中航新能源】通威股份(600438)-硅料电池龙头持续发展一体化产能，深耕农业光伏领域实现双增长 —2023-08-25

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

成果，钙钛矿-晶硅叠层电池效率最高达到 33.08%。公司作为电池行业龙头，先进产能布局领先，已无老旧产能包袱，并持续推动新技术发展，夯实公司长期竞争优势。

◆ **持续深化一体化布局，拟收购润阳股份提升海外影响力**

公司大力发展组件业务，实现对国内重点大客户的全面覆盖，2023 年公司出货量进入全球前五、市场份额稳步提升，2024 上半年组件销售 18.67GW、同比+108.36%。海外市场方面，公司具有较强融资能力，新增开发南非、阿联酋等重要市场。

公司坚定一体化布局路线，目前公司已形成超过 65 万吨高纯晶硅产能、95GW 太阳能电池产能以及 75GW 组件产能，根据公司产能规划，预计 2024~2026 年公司高纯晶硅产能将达 80~100 万吨，太阳能电池产能达 130~150GW，组件产能达 80~100GW，多板块协同发展，加强公司产业链优势，提升公司抗风险能力。

2024 上半年，光伏产业链价格持续下降，企业盈利空间快速收窄，多环节价格击破成本线，据 CPIA 等专业机构统计，1~6 月我国多晶硅/硅片/电池/组件产量分别同比增长约 60.6%/58.9%/37.8%/32.2%，但各环节价格跌幅分别达-40%/-48%/-36%/-15%。行业格局变化迅速，部分企业出现库存高企，资金紧张等情况，导致减产停工，而头部企业综合实力较强，有力巩固市场份额。

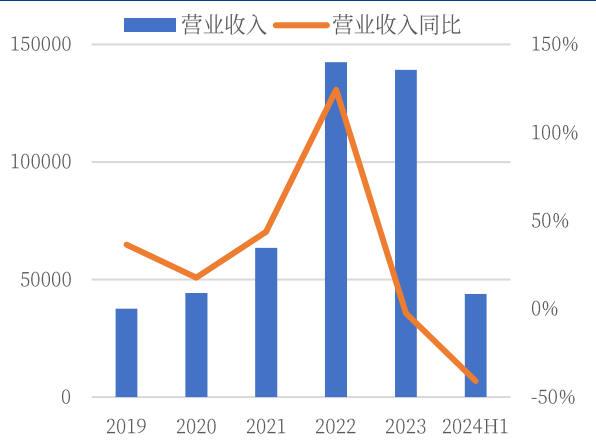
8 月 13 日晚，公司发布公告拟以总计不超过 50 亿元人民币的金额，合计取得润阳股份不低于 51%的股份。截至 2024 上半年，公司在手货币现金与交易性金融资产合计超过 340 亿元、短期借款 25 亿元左右、一年内到期非流动负债 42 亿元，如后续方案落地，公司计划以自有或自筹资金向润阳股份现金增资。公司为多年全球光伏龙头，润阳 2023 年电池出货排名全球第 5，垂直一体化布局较为完善，并拥有越南、泰国、美国海外产能。若本次交易能顺利落地，将有利于公司完善海外产能及渠道，加快公司全球化进程。

◆ **投资建议与盈利预测：**公司为硅料电池双龙头，持续深化一体化产能布局，通过并购拓展海外渠道、提升公司整体竞争力。预计公司 2024~2026 年归母净利润-49.26/23.64/44.60 亿元，对应 2024~2026 年 PE -17/36/19 倍。，给予“增持”评级。

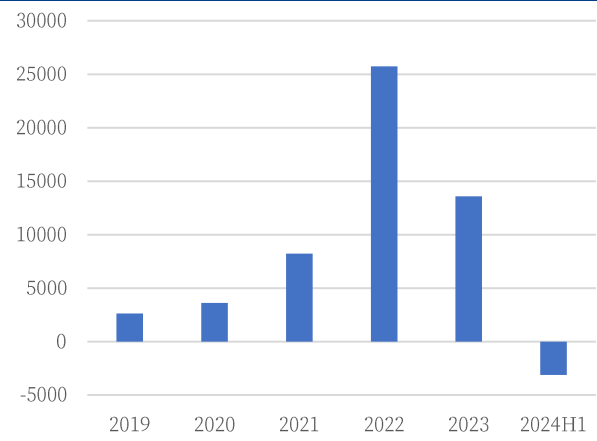
◆ **风险提示：**全球经济不景气，光伏装机需求下行；行业内竞争格局恶化；欧美贸易壁垒致行业发展受阻；原材料价格波动影响成本及利润；公司产能投放不及预期；收购资产经营低于预期。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	142422.52	139104.06	96101.46	138314.25	162690.85
增长率	124.32%	-2.33%	-30.91%	43.93%	17.62%
归母净利润（百万元）	25726.45	13573.90	-4926.07	2363.92	4459.61
增长率	213.43%	-47.24%	-136.29%	147.99%	88.65%
毛利率	38.17%	26.44%	6.53%	11.72%	12.61%
每股收益（元）	5.71	3.02	-1.09	0.53	0.99
市盈率 PE	3.27	6.20	-17.08	35.59	18.87
市净率 PB	1.43	1.41	1.54	1.49	1.42
净资产收益率 ROE	42.32%	22.06%	-8.70%	4.06%	7.27%

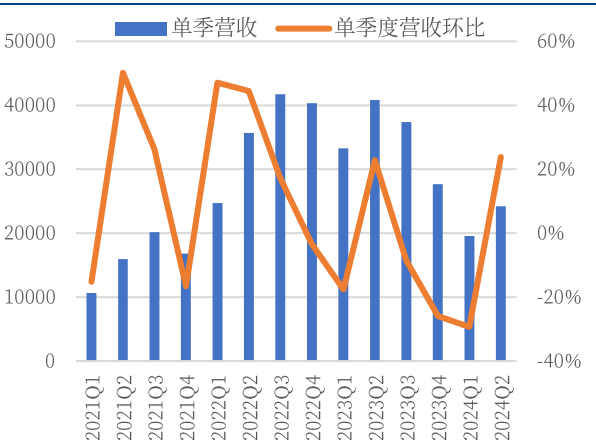
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图1 近年公司营收情况(百万元)**


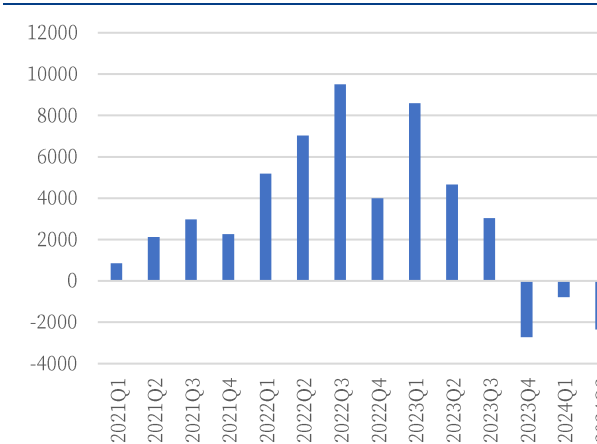
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图2 近年公司归母净利润情况(百万元)**


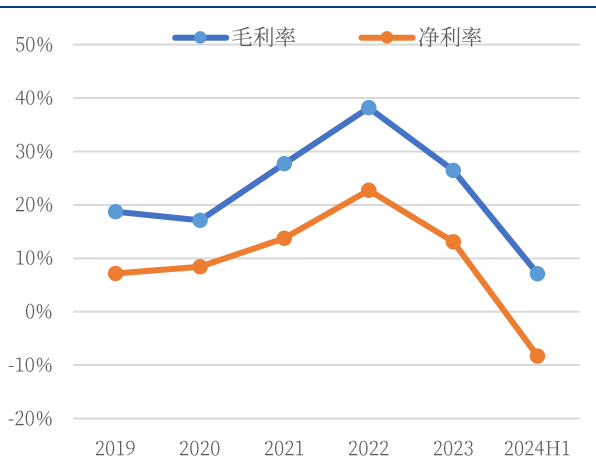
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图3 近年公司单季度营收情况(百万元)**


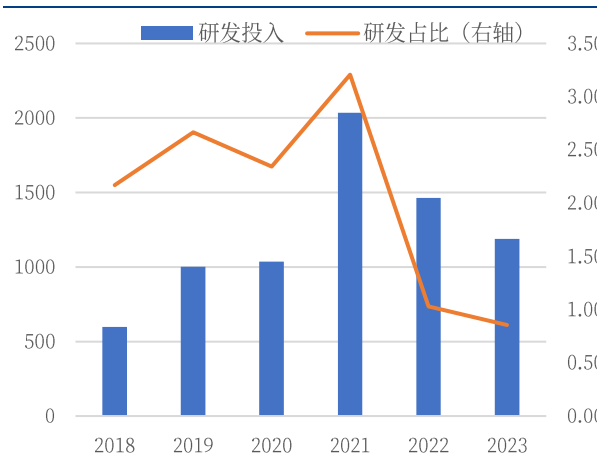
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

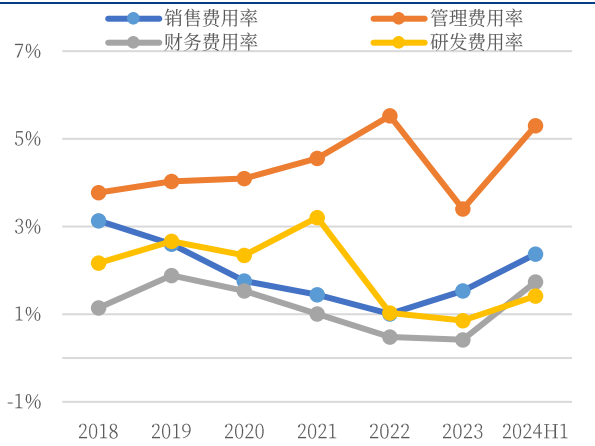
**图5 公司毛利率与净利率情况**


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

**图6 公司研发投入情况 (百万元)**


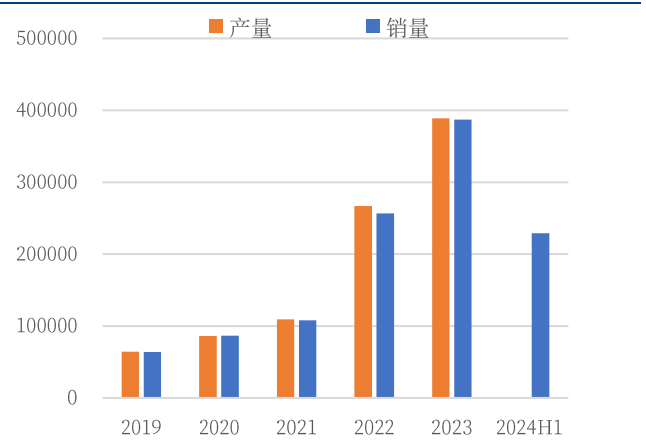
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 近年公司营收情况(百万元)



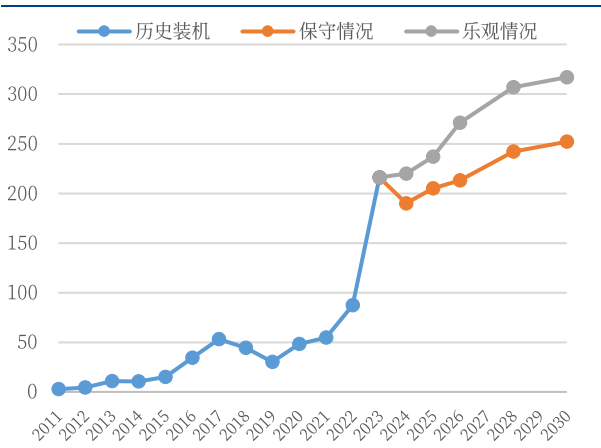
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 公司高纯晶硅产销(吨)



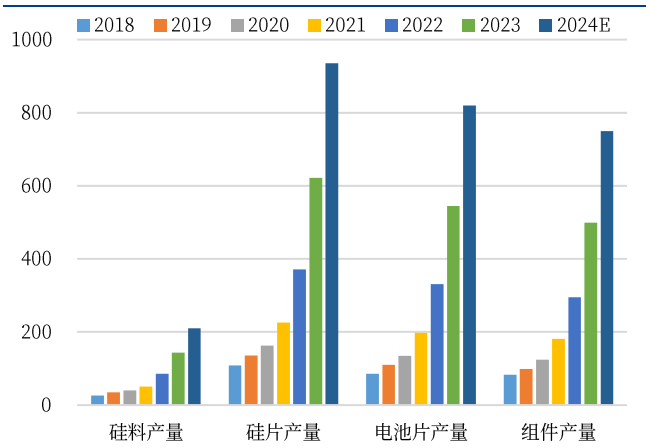
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 我国新增装机规模预测(GW)



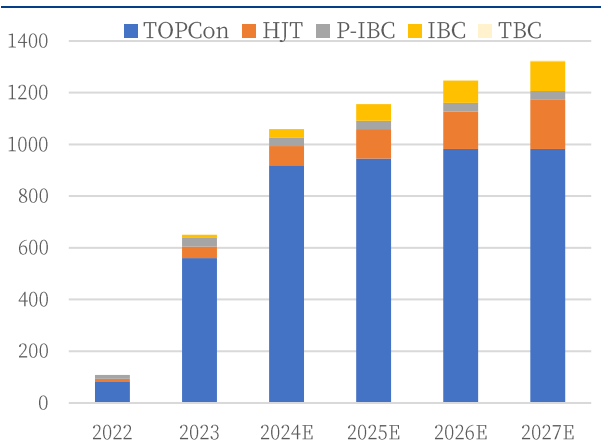
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图10 我国光伏主链各环节产量情况 (万吨, GW)



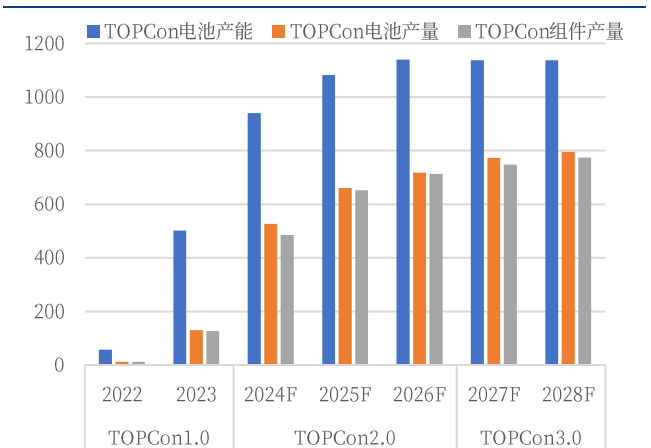
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图11 新型电池技术产能预测(GW)

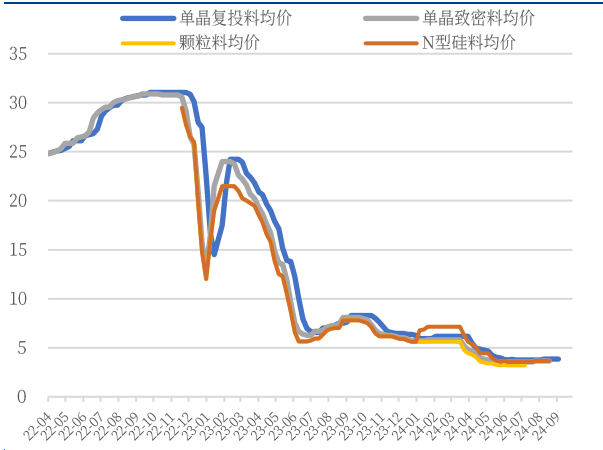


资料来源：InfoLink，中航证券研究所

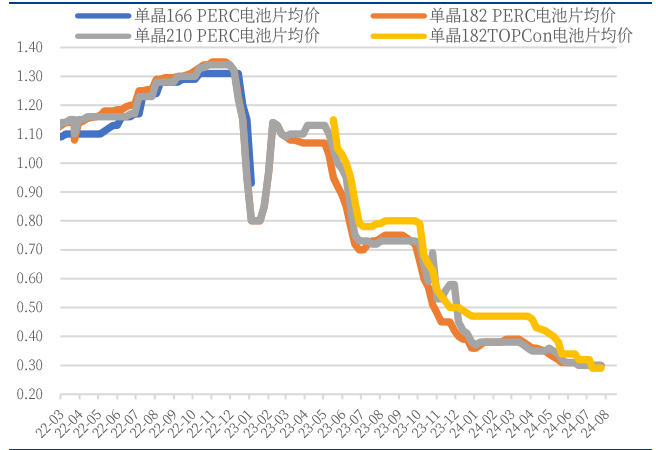
图12 2022-2028TOPCon 电池片需趋势预测(GW)



资料来源：InfoLink，中航证券研究所

**图13 硅料价格情况(万元/吨)**


资料来源: SMM, 中航证券研究所

**图14 电池片价格情况(元/w)**


资料来源: SMM, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	36842	19418	9610	13831	16269	营业收入	142423	139104	96101	138314	162691
应收票据及账款	20617	21721	14481	20084	23624	营业成本	88060	102328	89823	122099	142175
预付账款	1487	1346	948	1288	1538	税金及附加	911	745	481	719	846
其他应收款	478	488	342	481	562	销售费用	1435	2130	2258	2213	2603
存货	11003	7788	11812	16391	22203	管理费用	7868	4728	4805	4979	5792
其他流动资产	5085	12482	18922	20766	22254	研发费用	1464	1189	1297	1521	1708
<b>流动资产总计</b>	<b>75511</b>	<b>63244</b>	<b>56116</b>	<b>72843</b>	<b>86449</b>	财务费用	689	581	1554	960	319
长期股权投资	391	377	327	262	187	资产减值损失	-2212	-6236	-2883	-2351	-2522
固定资产	57364	72263	59972	48148	36608	信用减值损失	-136	-130	-96	-138	-163
在建工程	3997	14817	14014	13044	10908	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	2456	4721	3814	2907	2000	投资收益	-421	-177	-150	-140	-125
长期待摊费用	360	280	140	0	0	公允价值变动损益	-36	170	100	100	100
其他非流动资产	5165	8661	8741	8976	9202	资产处置收益	-13	27	-5	5	10
<b>非流动资产合计</b>	<b>69733</b>	<b>10111</b>	<b>87008</b>	<b>73338</b>	<b>58905</b>	其他收益	397	1234	1450	600	700
<b>资产总计</b>	<b>14524</b>	<b>16436</b>	<b>14312</b>	<b>14618</b>	<b>14535</b>	营业利润	39574	22291	-5700	3897	7249
短期借款	88	214	317	273	282	营业外收入	31	49	100	80	80
应付票据及账款	19870	27549	24363	33117	37004	营业外支出	1266	288	200	225	250
其他流动负债	16400	11577	11451	15741	18081	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>36357</b>	<b>39340</b>	<b>36130</b>	<b>49132</b>	<b>55367</b>	利润总额	38339	22052	-5800	3752	7079
长期借款	28593	43147	29422	16885	5064	所得税	5966	3805	207	600	1133
其他非流动负债	7048	8047	9750	9900	10050	净利润	32373	18246	-6007	3152	5946
<b>非流动负债合计</b>	<b>35641</b>	<b>51193</b>	<b>39172</b>	<b>26785</b>	<b>15114</b>	少数股东损益	6646	4672	-1081	788	1487
<b>负债合计</b>	<b>71999</b>	<b>90534</b>	<b>75302</b>	<b>75916</b>	<b>70481</b>	归属母公司净利润	25726	13574	-4926	2364	4460
股本	4502	4502	4502	4502	4502	EBITDA	44609	29325	12418	22077	25505
资本公积	16144	16136	16136	16136	16136	NOPLAT	33776	18766	-4697	3998	6274
留存收益	40151	40891	35965	37620	40741	EPS(元)	6	3	-1	1	1
归属母公司权益	60797	61529	56603	58258	61379						
少数股东权益	12448	12301	11219	12007	13494						
<b>股东权益合计</b>	<b>73245</b>	<b>73829</b>	<b>67822</b>	<b>70265</b>	<b>74873</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>14524</b>	<b>16436</b>	<b>14312</b>	<b>14618</b>	<b>14535</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	32373	18246	-7095	2799	5514	<b>成长能力</b>					
折旧与摊销	5581	6692	16665	17365	18108	营收增长率	124.32%	-2.33%	-30.91%	43.93%	17.62%
财务费用	689	581	1554	960	319	营业利润增长率	265.27%	-43.67%	-	168.37%	86.00%
投资损失	421	177	150	140	125	EBIT 增长率	253.93%	-42.01%	-	210.96%	56.98%
营运资金变动	1192	-1547	937	1534	-3946	EBITDA 增长率	212.41%	-34.26%	-57.65%	77.78%	15.53%
其他经营现金流	3562	6530	1391	365	455	归母净利润增长率	213.43%	-47.24%	-	147.99%	88.65%
<b>经营性现金净流</b>	<b>43818</b>	<b>30679</b>	<b>13601</b>	<b>23163</b>	<b>20574</b>	经营现金流增长率	475.17%	-29.98%	-55.67%	70.30%	-11.18%
资本支出	12051	35454	797	3350	3350	<b>盈利能力</b>					
长期投资	-5906	-9107	0	0	0	毛利率	38.17%	26.44%	6.53%	11.72%	12.61%
其他投资现金流	-2848	-478	-8028	-1192	-1167	净利率	22.73%	13.12%	-6.25%	2.28%	3.65%
<b>投资性现金净流</b>	<b>-20806</b>	<b>-45039</b>	<b>-8824</b>	<b>-4542</b>	<b>-4517</b>	营业利润率	27.79%	16.02%	-5.93%	2.82%	4.46%
短期借款	-1287	126	103	-43	9	ROE	42.32%	22.06%	-8.70%	4.06%	7.27%
长期借款	14241	14554	-13725	-12537	-11821	ROA	17.71%	8.26%	-3.44%	1.62%	3.07%
普通股增加	0	0	0	0	0	ROIC	59.03%	25.04%	-4.63%	4.97%	9.06%
资本公积增加	36	-8	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	-3744	-21137	-963	-1819	-1806	P/E	3.27	6.20	-17.08	35.59	18.87
<b>筹资性现金净流</b>	<b>9246</b>	<b>-6465</b>	<b>-14585</b>	<b>-14400</b>	<b>-13619</b>	P/S	0.59	0.60	0.88	0.61	0.52
<b>现金流量净额</b>	<b>32291</b>	<b>-20825</b>	<b>-9808</b>	<b>4221</b>	<b>2438</b>	P/B	1.43	1.41	1.54	1.49	1.42
						股息率	15.29%	4.82%	0.00%	0.84%	1.59%
						EV/EBIT	4.81	6.74	-25.41	20.19	11.33
						EV/EBITDA	4.21	5.20	8.69	4.31	3.29
						EV/NOPLAT	5.56	8.13	-22.97	23.79	13.36

数据来源: iFind, 中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637