

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多晶硅成本下降，一体化稳步推进

业绩简评

10月30日公司披露2024年三季度报，前三季度实现营收683亿元，同比-39%，实现归母净利润-39.7亿元，同比转亏。其中Q3实现营收245亿元，同比-34%，实现归母净利润-8.44亿元，环比Q2(-23.43亿)显著减亏。

经营分析

丰水期电价推动多晶硅现金成本下降。三季度公司部分多晶硅产区(四川、云南)水电进入丰水期电价，叠加工业硅价格下降，测算公司多晶硅现金成本显著下降。测算公司Q3多晶硅出货13-14万吨，环比Q2维持增长，在多晶硅价格全面跌破行业成本的背景下，公司仍维持较高开工率，将现金成本的下降较大程度传导至全成本下降，成本及盈利相对优势凸显。

盈利压力下多晶硅行业加速出清，低成本产能释放有望巩固头部地位。据硅业分会，7-9月国内多晶硅月产量13-14万吨，较前期高点19万吨显著下降，行业新增产能投产放缓，部分老旧产能逐步出清。公司云南20万吨多晶硅项目于5月顺利投产，包头20万吨下半年建成投产，年末多晶硅名义产能将提升至85万吨；考虑到包头电价处于国内较低水平，低成本先进产能释放有望帮助公司降低综合生产成本，进一步提升公司多晶硅业务市场份额及竞争力，巩固头部地位。

全面领先电池片布局享受新技术溢价。上半年公司加速推进电池片产能结构调整，38GW PERC产能已全部改造完成，随着眉山16GW、双流25GW TNC电池产能放量，年末TNC产能规模将超过100GW。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。

组件业务稳步推进，一体化布局打开成长空间。公司组件业务稳步推进，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，有望为公司后续发展提供新的业绩增量。

盈利预测、估值与评级

调整公司2024-2026年净利润预测至-50.5、50.3、76.8亿元，当前股价对应2025/2026年PE 26/17倍，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)：28.88元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：双龙头地位稳固，收购润阳完善一体化》，2024.8.31
- 《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



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	108,343	135,326	156,874
营业收入增长率	124.32%	-2.33%	-22.11%	24.91%	15.92%
归母净利润(百万元)	25,726	13,574	-5,051	5,032	7,675
归母净利润增长率	213.43%	-47.24%	N/A	N/A	52.51%
摊薄每股收益(元)	5.715	3.015	-1.122	1.118	1.705
每股经营性现金流净额	9.73	6.81	3.55	3.77	4.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.32%	22.06%	-8.94%	8.46%	11.97%
P/E	6.75	8.30	-25.74	25.84	16.94
P/B	2.86	1.83	2.30	2.18	2.03

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	108,343	135,326	156,874	货币资金	3,002	36,842	19,418	20,242	20,159	21,510	
增长率		124.3%	-2.3%	-22.1%	24.9%	15.9%	应收款项	16,511	20,496	21,652	22,565	26,869	29,578	
主营业务成本	-45,918	-88,060	-102,328	-101,117	-118,603	-135,910	存货	5,683	11,003	7,788	7,535	8,586	9,646	
%销售收入	72.3%	61.8%	73.6%	93.3%	87.6%	86.6%	其他流动资产	3,553	7,170	14,386	20,558	20,955	21,323	
毛利	17,573	54,363	36,776	7,226	16,723	20,964	流动资产	28,749	75,511	63,244	70,900	76,569	82,057	
%销售收入	27.7%	38.2%	26.4%	6.7%	12.4%	13.4%	%总资产	32.6%	52.0%	38.5%	36.2%	38.0%	39.8%	
营业税金及附加	-276	-911	-745	-542	-677	-784	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	104,961	104,934	103,907	
销售费用	-919	-1,435	-2,130	-2,384	-2,707	-2,824	%总资产	54.3%	39.4%	50.6%	53.5%	52.0%	50.4%	
%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	-4,875	-5,142	-5,491	非流动资产	59,501	69,733	101,119	125,197	125,082	123,978	
%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%	63.8%	62.0%	60.2%	
研发费用	-2,036	-1,464	-1,189	-1,083	-1,218	-1,255	资产总计	88,250	145,244	164,363	196,097	201,652	206,035	
%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	5,009	4,000	4,000	
息税前利润 (EBIT)	11,395	42,684	27,984	-1,658	6,980	10,610	应付款项	18,871	22,012	29,512	44,356	46,392	45,347	
%销售收入	17.9%	30.0%	20.1%	n.a	5.2%	6.8%	其他流动负债	5,627	12,045	7,591	6,888	8,649	9,918	
财务费用	-637	-689	-581	-1,616	-1,943	-1,871	流动负债	28,360	36,357	39,340	56,253	59,042	59,264	
%销售收入	1.0%	0.5%	0.4%	1.5%	1.4%	1.2%	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	-3,794	760	121	其他长期负债	6,793	20,232	22,438	25,565	24,731	23,684	
公允价值变动收益	6	-36	170	0	0	0	负债	46,593	71,999	90,534	128,298	130,253	129,428	
投资收益	43	-421	-177	150	100	100	普通股股东权益	37,503	60,797	61,529	56,498	59,518	64,123	
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	-2.4%	1.6%	1.1%	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	-6,269	6,501	9,565	未分配利润	15,545	35,854	34,660	31,630	34,649	39,254	
营业利润率	17.1%	27.8%	16.0%	n.a	4.8%	6.1%	少数股东权益	4,154	12,448	12,301	11,301	11,881	12,484	
营业外收支	-444	-1,235	-239	-100	-50	-50	负债股东权益合计	88,250	145,244	164,363	196,097	201,652	206,035	
税前利润	10,390	38,339	22,052	-6,369	6,451	9,515	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	16.4%	26.9%	15.9%	n.a	4.8%	6.1%	每股指标							
所得税	-1,648	-5,966	-3,805	318	-839	-1,237	每股收益	1.823	5.715	3.015	-1.122	1.118	1.705	
所得税率	15.9%	15.6%	17.3%	n.a	13.0%	13.0%	每股净资产	8.331	13.505	13.667	12.550	13.220	14.243	
净利润	8,742	32,373	18,246	-6,051	5,613	8,278	每股经营现金净流	1.692	9.733	6.815	3.547	3.768	4.006	
少数股东损益	534	6,646	4,672	-1,000	580	603	每股股利	0.912	2.858	0.905	-0.449	0.447	0.682	
归属于母公司的净利润	8,208	25,726	13,574	-5,051	5,032	7,675	回报率							
净利率	12.9%	18.1%	9.8%	n.a	3.7%	4.9%	净资产收益率	21.89%	42.32%	22.06%	-8.94%	8.46%	11.97%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.30%	17.71%	8.26%	-2.58%	2.50%	3.72%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	16.52%	35.18%	19.62%	-1.17%	4.43%	6.49%	
净利润	8,742	32,373	18,246	-6,051	5,613	8,278	增长率							
少数股东损益	534	6,646	4,672	-1,000	580	603	主营业务收入增长率	43.64%	124.32%	-2.33%	-22.11%	24.91%	15.92%	
非现金支出	3,505	7,929	13,058	12,517	10,005	11,634	EBIT增长率	199.39%	274.60%	-34.44%	-105.93%	-520.85%	52.01%	
非经营收益	1,266	2,324	923	1,410	2,193	2,137	净利润增长率	127.50%	213.43%	-47.24%	N/A	N/A	52.51%	
营运资金变动	-5,894	1,192	-1,547	8,089	-848	-4,012	总资产增长率	37.35%	64.58%	13.16%	19.31%	2.83%	2.17%	
经营活动现金净流	7,618	43,818	30,679	15,966	16,963	18,037	资产管理能力							
资本开支	-13,851	-15,185	-36,355	-29,115	-10,695	-10,695	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	150	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	-35,461	-10,595	-10,595	固定资产周转天数	214.4	136.6	179.1	303.0	241.7	205.4	
股权募资	2,731	2,032	1,092	-2,000	0	0	偿债能力							
债权募资	3,862	14,369	14,002	23,468	-1,009	0	净负债/股东权益	30.49%	-17.96%	17.17%	43.83%	40.32%	35.82%	
其他	-3,692	-7,155	-21,559	108	-4,261	-5,262	EBIT利息保障倍数	17.9	61.9	48.2	-1.0	3.6	5.7	
筹资活动现金净流	2,902	9,246	-6,465	21,576	-5,270	-5,262	资产负债率	52.80%	49.57%	55.08%	65.43%	64.59%	62.82%	
现金净流量	-3,083	32,291	-20,825	2,081	1,098	2,180								

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	1	2	16	22	46
增持	1	2	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.33	1.31	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	2023-01-20	买入	40.94	N/A
2	2023-04-25	买入	38.80	N/A
3	2023-08-22	买入	31.66	N/A
4	2023-10-26	买入	28.96	N/A
5	2024-04-30	买入	22.49	N/A
6	2024-08-31	买入	19.01	N/A

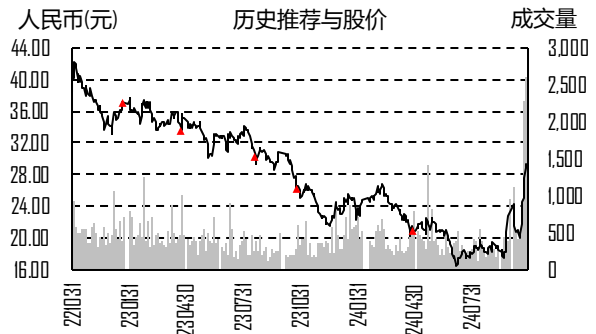
来源：国金证券研究所

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



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。

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