

通威股份(600438.SH)

强化硅料和TOPCon产能布局，巩固龙头地位

推荐（维持）

股价：21.7元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/43.89%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通A股(百万股)	4,502
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	977
流通A股市值(亿元)	977
每股净资产(元)	13.06
资产负债率(%)	59.3

行情走势图



证券分析师

皮秀
投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn

研究助理

苏可
一般证券从业资格编号
S1060122050042
suke904@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年实现营收 1391.04 亿元，同比减少 2.33%，归母净利润 135.74 亿元，同比减少 47.25%，扣非后净利润 136.19 亿元，同比减少 48.73%；EPS 3.02 元，拟每 10 股派发现金红利 9.05 元（含税）；2024 年一季度实现营收 195.7 亿元，同比减少 41.13%，归母净利润为-7.87 亿元，由盈转亏。

平安观点：

■ **多晶硅业务盈利水平下降及资产减值计提导致 2023 年业绩下滑。**2023 年公司多晶硅销量大幅增长，但销售价格明显下降，导致收入规模和毛利率的下滑，2023 年多晶硅相关业务收入 448.0 亿元，同比减少 27.57%，毛利率大幅下降 21.87 个百分点至 53.26%，2023 年永祥股份净利润约 193 亿元，同比减少约 150 亿元，是公司整体业绩下滑的主要原因；另外，公司计提固定资产和存货跌价等各类资产减值约 62 亿元，也对当期业绩形成一定拖累。其他业务方面，电池组件相关业务收入 693.7 亿元，同比增长 29.6%，毛利率同比提升 2.58 个百分点至 12.77%，饲料业务和电站业务收入规模稳步增长且毛利率基本稳定。

■ **多晶硅：产能规模大幅扩张，规模优势进一步凸显。**2023 年公司实现多晶硅销量 38.72 万吨，同比增长 50.79%，全球市占率超过 25%；平均生产成本已降至 4.2 万元/吨以内，单吨净利润超过 4.5 万元。截至目前，公司多晶硅在产产能 45 万吨，在建产能 40 万吨，采用第八代“永祥法”的云南 20 万吨及内蒙古 20 万吨多晶硅项目正在建设之中，预计分别于 2024 年二季度和 2024 年三季度投产，届时公司多晶硅产能规模将达到 85 万吨，规模优势进一步凸显。2024 年以来，多晶硅供需形势进一步宽松，目前多晶硅致密块料的含税均价已经跌至 5 万元/吨以内，估计多晶硅行业整体呈现较明显的亏损状态，考虑后续新产能的投运，预计多晶硅供需宽松的形势还将持续。根据公司经营计划，2024 年公司多晶硅出货量有望达到 55 万吨。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	142,423	139,104	116,345	140,899	160,465
YOY(%)	124.3	-2.3	-16.4	21.1	13.9
净利润(百万元)	25,726	13,574	649	3,363	5,252
YOY(%)	213.4	-47.2	-95.2	418.5	56.2
毛利率(%)	38.2	26.4	11.0	12.5	13.2
净利率(%)	18.1	9.8	0.6	2.4	3.3
ROE(%)	42.3	22.1	1.0	5.2	7.8
EPS(摊薄/元)	5.71	3.02	0.14	0.75	1.17
P/E(倍)	3.8	7.2	150.6	29.1	18.6
P/B(倍)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5

- **电池片：加快 TOPCon 产能建设，积极布局各类新技术。**2023 年公司电池片销量 80.66GW（含自用），同比增长 68.11%，目前非硅成本已降至 0.16 元/W 左右。公司加快推进 TOPCon 产能建设，同步推进存量 PERC 产能升级和 TNC 新产能建设，预计将在 2024 年完成约 38GW PERC 产能改造，并分别在眉山基地和双流基地新增 16GW、25GW TNC 电池产能，预计 2024 年底公司 TOPCon 电池产能规模将超过 100GW。公司同步开展其他新型电池的技术储备，异质结中试线成功导入 110 微米薄硅片、低湿重银包铜浆料、0BB 等降本方案，并在铜互连技术上寻求差异化突破；继续加大在背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研发投入，启动建设通威全球创新研发中心，定位于研究各类未来可能突破的光伏主流技术。根据公司经营计划，2024 年公司电池片出货量有望达到 90GW（含自用）。
- **组件：2023 年实现出货量重大突破，2024 年有望再上台阶。**2023 年公司组件业务实现跨越式发展，组件销量 31.11GW，同比增长 292.08%，其中分布式市场销量 9.3GW；参考 InfoLink Consulting 的统计数据，2023 年公司组件出货量位列全球第五。2023 年公司盐城、金堂、南通三大组件先进制造基地相继投产，目前组件年产能达到 75GW，支撑公司组件业务进一步成长。根据公司经营计划，2024 年组件出货量有望达到 50GW，同比进一步大幅增长。
- **光伏发电及饲料业务稳步增长。**截至 2023 年底，公司以“渔光一体”为主的光伏电站已达 54 座，累计装机并网规模 4.07GW（同比增加约 0.7GW），实现发电收入 19.7 亿元（同比增长约 19%），毛利率保持稳定；2024 年公司有望新增投资建设“渔光一体”项目 1GW。2023 年公司实现饲料总销量 741.34 万吨，同比增长 3.05%，饲料相关业务收入 354.9 亿元，同比增长 12.14%，毛利率 7.81%，同比基本持平；2024 年公司力争饲料相关业务收入同比增长 10% 以上。
- **投资建议。**考虑近期光伏组件产业链供需形势，调整公司盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润分别为 6.49、33.63 亿元（原预测值 125.14、156.06 亿元），新增 2026 年盈利预测 52.52 亿元，对应的动态 PE 分别为 150.6、29.1、18.6 倍。短期来看光伏组件产业链供需形势剧烈波动，各主要环节盈利水平明显承压甚至亏损，公司在硅料、电池片、组件等环节技术和成本优势突出，结合卓越的精细化管理能力有望穿越行业低谷并扩大竞争优势，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内外光伏需求受政策、宏观环境等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）电池片环节技术迭代速度较快，如果新技术发展速度超预期，可能影响存量电池片产能的盈利水平。（3）组件业务竞争加剧和盈利水平不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	63,244	58,345	60,901	64,995
现金	19,418	16,564	16,120	18,063
应收票据及应收账款	21,721	20,660	22,090	22,959
其他应收款	488	408	494	563
预付账款	1,346	1,126	1,364	1,553
存货	7,788	7,884	8,786	9,535
其他流动资产	12,482	11,702	12,046	12,321
非流动资产	101,119	104,970	108,194	108,992
长期投资	377	340	303	265
固定资产	72,263	86,309	89,912	91,951
无形资产	4,721	4,509	4,319	4,127
其他非流动资产	23,758	13,812	13,660	12,649
资产总计	164,363	163,315	169,094	173,987
流动负债	39,340	40,765	47,096	52,067
短期借款	214	0	0	0
应付票据及应付账款	27,549	26,611	30,172	32,912
其他流动负债	11,577	14,154	16,924	19,155
非流动负债	51,193	48,152	44,764	40,466
长期借款	43,147	40,105	36,717	32,419
其他非流动负债	8,047	8,047	8,047	8,047
负债合计	90,534	88,917	91,860	92,533
少数股东权益	12,301	12,437	13,031	13,747
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,136	16,136	16,137	16,139
留存收益	40,891	41,323	43,565	47,066
归属母公司股东权益	61,529	61,961	64,204	67,707
负债和股东权益	164,363	163,315	169,094	173,987

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30,361	12,040	15,391	17,199
净利润	18,246	785	3,956	5,968
折旧摊销	6,374	6,161	6,791	7,219
财务费用	581	1,190	1,095	977
投资损失	177	185	185	185
营运资金变动	-1,547	3,684	3,332	2,819
其他经营现金流	6,530	34	32	30
投资活动现金流	-45,039	-10,231	-10,231	-8,230
资本支出	35,454	10,050	10,052	8,054
长期投资	-9,107	0	0	0
其他投资现金流	-71,386	-20,281	-20,283	-16,284
筹资活动现金流	-6,465	-4,662	-5,604	-7,027
短期借款	126	-214	0	0
长期借款	14,554	-3,042	-3,388	-4,298
其他筹资现金流	-21,145	-1,407	-2,216	-2,729
现金净增加额	-21,144	-2,854	-444	1,943

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	139,104	116,345	140,899	160,465
营业成本	102,328	103,583	123,338	139,218
税金及附加	745	625	756	861
营业费用	2,130	1,862	2,085	2,247
管理费用	4,728	4,654	4,788	5,453
研发费用	1,189	1,163	1,296	1,372
财务费用	581	1,190	1,095	977
资产减值损失	-6,236	-2,420	-2,930	-3,337
信用减值损失	-130	-149	-180	-205
其他收益	1,234	664	664	664
公允价值变动收益	170	0	1	2
投资净收益	-177	-185	-185	-185
资产处置收益	27	0	1	2
营业利润	22,291	1,179	4,909	7,277
营业外收入	49	33	33	33
营业外支出	288	288	288	288
利润总额	22,052	924	4,654	7,022
所得税	3,805	139	698	1,053
净利润	18,246	785	3,956	5,968
少数股东损益	4,672	137	593	716
归属母公司净利润	13,574	649	3,363	5,252
EBITDA	29,006	8,276	12,541	15,218
EPS (元)	3.02	0.14	0.75	1.17

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-2.3	-16.4	21.1	13.9
营业利润(%)	-43.7	-94.7	316.5	48.2
归属于母公司净利润(%)	-47.2	-95.2	418.5	56.2
获利能力				
毛利率(%)	26.4	11.0	12.5	13.2
净利率(%)	9.8	0.6	2.4	3.3
ROE(%)	22.1	1.0	5.2	7.8
ROIC(%)	25.0	2.0	5.2	6.9
偿债能力				
资产负债率(%)	55.1	54.4	54.3	53.2
净负债比率(%)	32.4	31.6	26.7	17.6
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.3	1.2	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	6.7	5.8	6.6	7.3
应付账款周转率	5.9	6.3	6.9	7.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.02	0.14	0.75	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	6.74	2.67	3.42	3.82
每股净资产(最新摊薄)	13.23	13.33	13.82	14.60
估值比率				
P/E	7.2	150.6	29.1	18.6
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.3	16.3	10.8	8.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层