

2024年08月19日
通威股份(600438.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

太阳能

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

21.33元

股价(2024-08-16)

19.18元

交易数据

总市值(百万元) 86,347.93

流通市值(百万元) 86,347.93

总股本(百万股) 4,501.98

流通股本(百万股) 4,501.98

12个月价格区间 16.42/32.86元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.4	-5.7	-29.2
绝对收益	6.1	-13.8	-41.6

温晨阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070006

wency@essence.com.cn

相关报告

多晶硅龙头地位稳固，电池片收购“逆周期”扩张

■ 转型光伏硅料龙出西南，一体化业务迅猛增长：

公司前身眉山县渔用配合饲料厂创立于1986年，1992年正式成立四川通威饲料有限公司后于2004年在上交所上市。公司的传统业务为水产饲料，对永祥股份进行收购后，正式进军高纯晶硅行业，经过多年发展成为光伏板块重要企业，逐步建设包括高纯晶硅、太阳能电池及组件等产品在内的一体化产能。2023年公司实现营收1,391亿元，同比-2%；归母净利润136亿元，同比-47%，因光伏主产业链产品价格快速下降，业绩承压。2023年底公司拥有高纯晶硅在产产能45万吨，在建产能40万吨，全年实现高纯晶硅销量39万吨，同比增长51%，全球市占率超25%；公司已连续7年蝉联InfoLink Consulting全球太阳能电池出货量第一，实现电池外销及自用共81GW，同比增长68%；2023年成功转型一体化组件业务后，全年组件销量达到31GW，同比增长292%，出货量进入全球前列。

■ 产能建设稳步扩张，市场地位持续巩固：

2023年四季度子公司永祥能源科技12万吨高纯晶硅项目投产达标，公司全球首批高纯晶硅20万吨级项目在2024年陆续投产，届时公司高纯晶硅在产产能将达85万吨。截止2023年底公司合计拥有高效太阳能电池产能95GW，预计2024年底公司TNC电池产能规模将超过100GW，产能结构保持领先。公司南通年产25GW高效光伏组件项目部分车间拟分期投产，同时部分组件项目推动产能扩建，2023年底公司组件产能达到75GW。根据公司产能规划，预计2024-2026年，公司高纯晶硅产能将达到80-100万吨，太阳能电池产能达到130-150GW，组件产能达到80-100GW，规模效应进一步增强的同时，各业务齐头并进，一体化产业链优势持续巩固公司市场地位。

■ 行业底部收购一鸣惊人，“逆周期”扩张格局高远：

2024年8月13日，公司公告拟以不超过50亿元人民币，收购润阳股份51%以上的股权，实现对润阳股份的控股。据润阳股份招股书披露，公司核心产品为太阳能电池片，根据PV InfoLink统计，2020-2022年上半年公司太阳能电池片销量均位居全球第三名。截至2022年末，润阳股份拥有单晶PERC电池片产能25GW，将于2023年上半年建成14GW TOPCon电池生产线，海外的大尺寸电池产能已超过5GW，共计拥有电池片产能超40GW。此次收购为电池片行业历史最大的收购计划，完成后公司将成为光伏电池片巨头，对行业产能出清节奏及产业结构的长期发展具有较大意义。公司在公告中从响应行业宏观政策到公司商业布局等多角度详细阐述了收购原因，尽显行业头部公司的担当与风范。

投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 1,102 亿元、1,382 亿元、1,619 亿元，增速分别为-21%、25%、17%，净利润分别为-31 亿元、37 亿元、60 亿元，增速分别为-123%、217%、65%，公司受光伏主产业链产品价格下跌影响，2024 年业绩承压，随着主产业链产能的陆续出清及产品价格反弹，预计 2025 年公司将实现扭亏；维持买入-A 的投资评级，考虑公司为多晶硅料龙头及头部一体化组件商，随着市场产能出清及价格反弹，具有更好的盈利恢复前景，给予公司 2024 年 1.7 倍市净率，6 个月目标价为 21.33 元。

风险提示：硅料行业产能出清不及预期的风险；电池组件单瓦净利下降的风险；国际贸易壁垒的风险；终端装机需求不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	142,422.5	139,104.1	110,178.9	138,161.6	161,880.3
净利润	25,726.4	13,573.9	-3,118.3	3,655.3	6,016.1
每股收益(元)	5.71	3.02	-0.69	0.81	1.34
每股净资产(元)	13.50	13.67	12.55	13.02	13.85

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	3.4	6.4	-27.7	23.6	14.4
市净率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
净利润率	18.1%	9.8%	-2.8%	2.6%	3.7%
净资产收益率	42.3%	22.1%	-5.5%	6.2%	9.6%
股息收益率	14.9%	4.7%	0.0%	1.7%	2.7%
ROIC	73.3%	37.0%	-3.7%	7.8%	12.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	142,422.5	139,104.1	110,178.9	138,161.6	161,880.3	成长性				
减: 营业成本	88,060.0	102,327.9	104,545.3	127,678.1	146,340.5	营业收入增长率	124.3%	-2.3%	-20.8%	25.4%
营业税费	911.4	745.5	591.5	788.7	886.9	营业利润增长率	265.3%	-43.7%	-119.7%	256.7%
销售费用	1,434.8	2,130.0	1,322.1	1,657.9	1,942.6	净利润增长率	213.4%	-47.2%	-123.0%	217.2%
管理费用	7,867.9	4,727.5	3,305.4	4,144.8	4,856.4	EBITDA 增长率	244.3%	-18.2%	-93.6%	427.7%
研发费用	1,464.4	1,189.5	1,652.7	2,072.4	2,428.2	EBIT 增长率	281.1%	-23.0%	-110.7%	291.5%
财务费用	689.1	580.9	709.0	171.3	-413.9	NOPLAT 增长率	252.2%	-44.3%	-114.6%	291.5%
加: 资产/信用减值损失	2,347.6	6,365.6	2,988.7	3,900.7	4,418.3	投资资本增长率	10.1%	44.9%	-8.0%	12.1%
公允价值变动收益	-36.4	169.8	-5,251.5	1,600.6	683.4	净资产增长率	75.8%	0.8%	-7.7%	4.6%
投资和汇兑收益	-421.0	-177.1	-185.2	-261.1	-207.8	利润率				
营业利润	39,573.9	22,290.8	-4,395.1	6,888.4	10,733.6	毛利率	38.2%	26.4%	5.1%	7.6%
加: 营业外净收支	-1,235.1	-239.2	-639.6	-704.6	-527.8	营业利润率	27.8%	16.0%	-4.0%	5.0%
利润总额	38,338.8	22,051.6	-5,034.6	6,183.8	10,205.8	净利润率	18.1%	9.8%	-2.8%	2.6%
减: 所得税	5,965.9	3,805.5	-1,258.7	1,545.9	2,551.5	EBITDA/营业收入	34.8%	29.2%	2.4%	9.9%
净利润	25,726.4	13,573.9	-3,118.3	3,655.3	6,016.1	EBIT/营业收入	31.3%	24.7%	-3.3%	5.1%
资产负债表						运营效率				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	115	157	225	178
货币资金	36,841.6	19,418.4	8,814.3	11,052.9	20,762.8	流动营业资本周转天数	2	-4	-14	-14
交易性金融资产	4,298.5	10,064.1	4,791.1	6,384.6	7,079.9	流动资产周转天数	132	180	179	135
应收账款	4,978.9	7,476.1	1,126.2	9,343.6	3,789.8	应收账款周转天数	11	16	14	14
应收票据	2,450.9	847.6	2,281.3	1,421.0	2,836.8	存货周转天数	21	24	32	31
预付账款	1,487.2	1,346.3	2,907.2	1,498.0	3,520.4	总资产周转天数	295	401	494	366
存货	11,002.6	7,788.4	11,631.4	12,153.7	14,952.5	投资资本周转天数	123	162	232	167
其他流动资产	14,450.8	16,303.3	14,699.0	15,151.0	15,384.4	投资回报率				
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	42.3%	22.1%	-5.5%	6.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	22.3%	11.1%	-2.7%	3.2%
长期股权投资	390.6	377.3	377.3	377.3	377.3	ROIC	73.3%	37.0%	-3.7%	7.8%
投资性房地产	107.7	103.1	103.1	103.1	103.1	费用率				
固定资产	53,301.0	68,271.8	69,580.8	66,813.6	62,008.3	销售费用率	1.0%	1.5%	1.2%	1.2%
在建工程	3,752.5	14,087.2	7,043.6	3,521.8	1,760.9	管理费用率	5.5%	3.4%	3.0%	3.0%
无形资产	2,455.8	4,721.3	4,534.7	4,348.0	4,161.4	研发费用率	1.0%	0.9%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	9,725.6	13,558.3	10,400.5	10,713.0	11,052.3	财务费用率	0.5%	0.4%	0.6%	0.1%
资产总额	145,243.8	164,363.2	138,290.4	142,881.8	147,789.9	四费/营业收入	8.0%	6.2%	6.3%	5.8%
短期债务	87.8	214.0	6,520.2	4,521.5	-	偿债能力				
应付账款	13,160.8	19,338.3	10,766.4	25,674.0	17,787.4	资产负债率	49.6%	55.1%	50.7%	50.1%
应付票据	8,851.4	10,173.6	18,449.3	10,206.1	23,166.4	负债权益比	98.3%	122.6%	103.0%	100.5%
其他流动负债	14,257.3	9,614.5	10,697.1	11,497.6	10,661.2	流动比率	2.08	1.61	1.00	1.10
长期借款	15,409.3	28,755.2	7,243.1	-	-	速动比率	1.77	1.41	0.75	0.86
其他非流动负债	20,231.9	22,438.1	16,487.6	19,719.2	19,548.3	利息保障倍数	64.68	59.12	-5.20	41.22
负债总额	71,998.6	90,533.8	70,163.7	71,618.3	71,163.3	分红指标				
少数股东权益	12,448.0	12,300.5	11,642.9	12,625.4	14,263.7	DPS(元)	2.86	0.90	-	0.33
股本	4,501.9	4,502.0	4,502.0	4,502.0	4,502.0	分红比率	50.0%	29.9%	0.0%	41.1%
留存收益	54,405.3	55,100.2	51,981.9	54,136.1	57,861.0	股息收益率	14.9%	4.7%	0.0%	1.7%
股东权益	73,245.2	73,829.4	68,126.7	71,263.5	76,626.6					
现金流量表						业绩和估值指标				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	32,372.9	18,246.2	-3,118.3	3,655.3	6,016.1	EPS(元)	5.71	3.02	-0.69	0.81
加: 折旧和摊销	5,185.7	6,374.0	6,285.8	6,658.0	6,844.1	BVPS(元)	13.50	13.67	12.55	13.02
资产减值准备	2,211.9	6,235.6	-	-	-	PE(X)	3.4	6.4	-27.7	23.6
公允价值变动损失	36.4	-169.8	-5,251.5	1,600.6	683.4	PB(X)	1.4	1.4	1.5	1.5
财务费用	1,105.6	1,124.5	709.0	171.3	-413.9	P/FCF	2.6	18.0	-5.4	17.8
投资收益	421.0	177.1	185.2	261.1	207.8	P/S	0.6	0.6	0.8	0.6
少数股东损益	6,646.4	4,672.3	-657.6	982.5	1,638.2	EV/EBITDA	3.3	3.1	37.7	6.4
营运资金的变动	9,133.3	-10,039.6	2,394.7	1,061.7	2,981.4	CAGR(%)	-47.7%	-25.1%	-175.6%	-47.7%
经营活动产生现金流量	43,817.9	30,679.3	547.1	14,390.6	17,957.1	PEG	-0.1	-0.3	0.2	-0.5
投资活动产生现金流量	-20,806.2	-45,039.0	10,360.8	-3,448.1	-1,598.5	ROIC/WACC	8.0	4.0	-0.4	0.8
融资活动产生现金流量	9,246.3	-6,465.1	-21,512.1	-8,703.9	-6,648.8	REP	0.4	0.4	-3.5	1.7

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034