

通威股份(600438.SH)

盈利水平短期承压，持续推进产能扩张

推荐（维持）

股价：18.21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/44.73%
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)	820
流通A股市值(亿元)	820
每股净资产(元)	11.41
资产负债率(%)	67.2

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



事项：

公司发布 2024 年半年报，实现营收 437.97 亿元，同比减少 40.87%，归母净利润为亏损 31.29 亿元，同比减少 123.58%，扣非后净利润为亏损 31.78 亿元，同比减少 125.19%。2024Q2，公司实现营收 242.27 亿元，同比减少 40.66%，归母净利润为亏损 23.43 亿元，同比减少 150.18%。

平安观点：

- **光伏板块盈利水平大幅下滑导致亏损。**上半年公司农牧板块整体平稳，收入规模下降约 6%，毛利率提升 0.97 个百分点至 9.16%，整体的毛利贡献同比小幅增长。但光伏板块受行业供需宽松影响，产品价格大幅下降，推动收入规模和毛利率的同比大幅下滑，与此同时费用率上升且存货减值损失明显增长，导致公司上半年呈现亏损；我们估计上半年公司多晶硅和电池组件业务均处于亏损状态。
- **逆势扩张，大力推进多晶硅和工业硅产能建设。**上半年公司多晶硅销量 22.89 万吨，同比增长 28.82%。云南 20 万吨多晶硅项目在 5 月顺利投产，目前已全面达产达标，包头 20 万吨高纯晶硅项目稳步推进，预计将于年底前建成投产，届时公司多晶硅产能将超过 85 万吨，规模优势更为突出。2023 年公司分别在内蒙古达茂旗和四川广元启动建设了工业硅配套项目，预计达茂旗一期和苍溪一期工业硅项目将相继于 2024 年底前建成投产，进一步强化公司多晶硅业务成本优势。
- **年底 TOPCon 电池产能超 100GW，组件销量翻倍增长。**上半年公司完成超过 35GW 的电池销量（含自用），同比基本持平。截至目前约 38GW PERC 产能已全部改造完毕，眉山 16GW TNC 新建电池产能于上半年投产，双流 25GW TNC 产能预计将于年底前全部投产，到 2024 年底公司 TNC 电池产能规模将超过 100GW。上半年公司组件销量 18.67GW，同比增长 108.36%，新增开发南非、阿联酋等重要海外市场，并相继获得南非 AMEAPower、西班牙 Baywa、罗马尼亚 GLODENI SOLAR 等海外知名客户组件订单。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	142,423	139,104	107,096	126,051	142,752
YOY(%)	124.3	-2.3	-23.0	17.7	13.2
净利润(百万元)	25,726	13,574	-4,864	1,211	3,782
YOY(%)	213.4	-47.2	-135.8	124.9	212.4
毛利率(%)	38.2	26.4	5.9	8.6	10.3
净利率(%)	18.1	9.8	-4.5	1.0	2.6
ROE(%)	42.3	22.1	-8.6	2.1	6.4
EPS(摊薄/元)	5.71	3.02	-1.08	0.27	0.84
P/E(倍)	3.2	6.0	-16.9	67.7	21.7
P/B(倍)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4

- **积极推进 TOPCon 和异质结电池技术创新。**TOPCon 方面，TNC 组件通过叠加自主创新的 0BB+EPT 钝化技术，最高研发功率达 743.2W(210-66 版型)，刷新世界纪录。异质结方面，1GW THC 中试线平均功率突破 735W，整线 A 级率超过 97%，碎片率低于 0.5%，产线稼动能力已接近理论产能的 100%，公司计划在 2024 年底前输出具有通威特色的 HJT+铜互连解决方案，进一步巩固通威 HJT 的行业标杆地位。
- **投资建议。**考虑当前光伏行业供需形势，调整公司盈利预测(暂不考虑拟收购的润阳股份并表)，预计 2024-2026 年归母净利润分别为-48.64、12.11、37.82 亿元(原预测值 6.49、33.63、52.52 亿元)，对应的动态 PE 分别为-16.9、67.7、21.7 倍。短期来看光伏组件产业链供需宽松，各主要环节盈利水平明显承压甚至大幅亏损，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	50,384	54,071	57,430
现金	19,418	10,710	12,605	14,275
应收票据及应收账款	21,721	19,018	19,762	20,425
其他应收款	488	376	442	501
预付账款	1,346	1,037	1,220	1,382
存货	7,788	7,672	8,203	8,775
其他流动资产	12,482	11,572	11,838	12,072
非流动资产	101,119	114,694	117,328	117,537
长期投资	377	377	377	377
固定资产	72,263	90,996	98,972	100,384
无形资产	4,721	4,509	4,319	4,127
其他非流动资产	23,758	18,812	13,660	12,649
资产总计	164,363	165,078	171,400	174,967
流动负债	39,340	45,827	55,191	60,928
短期借款	214	4,307	11,429	13,209
应付票据及应付账款	27,549	27,971	28,172	30,288
其他流动负债	11,577	13,549	15,590	17,431
非流动负债	51,193	51,312	47,369	42,538
长期借款	43,147	43,266	39,322	34,491
其他非流动负债	8,047	8,047	8,047	8,047
负债合计	90,534	97,139	102,560	103,466
少数股东权益	12,301	11,275	11,488	12,004
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	36,026	36,713	38,857
归属母公司股东权益	61,529	56,664	57,352	59,498
负债和股东权益	164,363	165,078	171,400	174,967

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	8,432	10,447	15,445
净利润	18,246	-5,890	1,424	4,297
折旧摊销	6,374	6,475	7,418	7,845
财务费用	581	1,190	1,095	977
投资损失	177	0	0	0
营运资金变动	-1,547	6,545	450	2,268
其他经营现金流	6,530	112	60	58
投资活动现金流	-45,039	-20,162	-10,111	-8,110
资本支出	35,454	20,050	10,052	8,054
长期投资	-9,107	0	0	0
其他投资现金流	-71,386	-40,212	-20,163	-16,164
筹资活动现金流	-6,465	3,021	1,559	-5,665
短期借款	126	4,093	7,122	1,780
长期借款	14,554	119	-3,943	-4,831
其他筹资现金流	-21,145	-1,190	-1,619	-2,615
现金净增加额	-21,144	-8,709	1,895	1,670

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	107,096	126,051	142,752
营业成本	102,328	100,794	115,164	128,118
税金及附加	745	575	677	766
营业费用	2,130	2,142	2,332	2,427
管理费用	4,728	4,819	4,160	4,425
研发费用	1,189	1,178	1,197	1,213
财务费用	581	1,190	1,095	977
资产减值损失	-6,236	-2,785	0	0
信用减值损失	-130	-137	-161	-183
其他收益	1,234	1,000	664	664
公允价值变动收益	170	0	1	2
投资净收益	-177	0	0	0
资产处置收益	27	0	1	2
营业利润	22,291	-5,524	1,931	5,311
营业外收入	49	33	33	33
营业外支出	288	288	288	288
利润总额	22,052	-5,779	1,676	5,056
所得税	3,805	112	251	758
净利润	18,246	-5,890	1,424	4,297
少数股东损益	4,672	-1,026	214	516
归属母公司净利润	13,574	-4,864	1,211	3,782
EBITDA	29,006	1,887	10,189	13,878
EPS (元)	3.02	-1.08	0.27	0.84

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-2.3	-23.0	17.7	13.2
营业利润(%)	-43.7	-124.8	134.9	175.1
归属于母公司净利润(%)	-47.2	-135.8	124.9	212.4
获利能力				
毛利率(%)	26.4	5.9	8.6	10.3
净利率(%)	9.8	-4.5	1.0	2.6
ROE(%)	22.1	-8.6	2.1	6.4
ROIC(%)	25.0	-4.6	2.5	4.9
偿债能力				
资产负债率(%)	55.1	58.8	59.8	59.1
净负债比率(%)	32.4	54.3	55.4	46.7
流动比率	1.6	1.1	1.0	0.9
速动比率	1.3	0.9	0.8	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.7	5.8	6.6	7.3
应付账款周转率	5.9	5.6	6.9	7.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.02	-1.08	0.27	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	6.74	1.87	2.32	3.43
每股净资产(最新摊薄)	13.23	12.15	12.30	12.78
估值比率				
P/E	6.0	-16.9	67.7	21.7
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.3	69.2	13.2	9.5

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