

出货量稳步提升，加码一体化产能夯实竞争力

2023 年 08 月 22 日

► **事件：**8 月 21 日，公司发布 2023 半年报。23H1 公司实现收入 740.7 亿元，同比+22.8%；实现归母净利润 132.7 亿元，同比+8.6%；实现扣非净利 126.2 亿元，同比+1.02%。分季度来看，23Q2 公司实现收入 408.2 亿元，同比+14.5%；实现归母净利润 46.7 亿元，同比-33.6%；实现扣非净利 41.16 亿元，同比-44.06%。

► **硅料+电池双龙头地位稳固，出货量稳步提升。**23 年 H1 公司各业务出货量均有显著增长，其中硅料销量 17.77 万吨，同比+64%，国内市占率达到 30%，生产成本降至 4 万元/吨；电池片销量 35.87GW，同比+65%；组件销量 8.96GW，累计中标超 9GW，同时完成超 6GW 海外订单签约；同时公司持续聚焦规模化“渔光一体”基地的开发与建设，累计建成光伏电站 52 座，累计装机并网规模 3.7GW，结算发电量 22 亿度，实现二氧化碳减排 168 万吨。

► **一体化产能有序推进，竞争优势有望凸显。**根据公告，公司目前已形成超 42 万吨高纯晶硅产能、90GW 太阳能电池产能以及 55GW 组件产能。硅料方面，永祥一期 12 万吨已于 23 年 8 月投入试运行，云南通威二期 20 万吨和包头 20 万吨分别于 23 年 3 月、7 月依次开始建设。公司拟在包头与广元分别规划 30/40 万吨工业硅项目，其一期项目规划在 2024 年前建成投产，有望进一步降低硅料现金成本。电池片方面，公司彭山太阳能电池一期 16GW 项目顺利投产，TNC 电池产能规模达 25GW；此外公司还规划了双流 25GW 与眉山 16GW TNC 项目，预计在 24 年上半年投产，届时公司 TNC 产能将达 66GW；组件方面，盐城 25GW 与金堂 16GW 项目已全面投产，公司组件年产能提高至 55GW。此外，根据最新公告，公司拟在峨眉山市建设 16GW 拉棒、切片和电池片产能，该项目将于 24 年底投产，一体化程度的持续提升将进一步夯实公司在光伏行业中的竞争优势。

► **布局下一代电池技术，多路线齐头并进。**目前公司 TNC 量产电池转换效率提升至 25.7%，产品良率超 98%，且顺利完成硼扩 SE 技术研发，预计可提升 TNC 效率 0.2% 以上；THC 中试线已开发双面纳米晶技术，最高转换效率 26.49%，210 尺寸 66 版型组件功率达到 743.68W，在硅片厚度减薄至 110 μ m 的条件下良率可达 97%，且铜互联技术目前已取得突破，HJT 产业化有望加速。此外，公司在 BC、钙钛矿等技术中均有布局，目前 N 型 TBC 最高研发效率达到 26.11%，钙钛矿/硅叠层电池效率达到 31.13%。

► **投资建议：**预计公司 23-25 年营收分别为 1579.59/2007.64/2518.28 亿元，归母净利润分别为 170.00/134.34/174.47 亿元，对应 PE 为 8x/11x/8x，公司硅料、电池片龙头地位稳固，加码组件业务有望穿越周期，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	142423	157959	200764	251828
增长率 (%)	119.7	10.9	27.1	25.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	25726	17000	13434	17447
增长率 (%)	217.3	-33.9	-21.0	29.9
每股收益 (元)	5.71	3.78	2.98	3.88
PE	6	8	11	8
PB	2.3	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

31.50 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.通威股份 (600438.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：22 年业绩高增，入局组件加速一体化布局-2023/04/26

2.通威股份 (600438.SH) 2022 年三季报点评：业绩强增长，一体化布局夯实龙头地位-2022/10/28

3.通威股份 (600438.SH) 2022 年半年报点评：龙头地位稳固，前路风景无限好-2022/08/18

4.通威股份 (600438) 2021 年报及 22 年一季报点评：行业龙头地位稳固，看好全年盈利高增-2022/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	142423	157959	200764	251828
营业成本	88060	121657	168725	211552
营业税金及附加	911	1200	1526	1914
销售费用	1435	1580	1907	2266
管理费用	7868	3949	4919	6044
研发费用	1464	1580	2008	2518
EBIT	42477	28335	22121	28102
财务费用	689	675	1008	967
资产减值损失	-2212	-1500	-500	-500
投资收益	-421	-152	0	0
营业利润	39574	26087	20714	26761
营业外收支	-1235	-470	-470	-470
利润总额	38339	25617	20244	26291
所得税	5966	4099	3239	4207
净利润	32373	21518	17005	22085
归属于母公司净利润	25726	17000	13434	17447
EBITDA	48058	34493	29225	36154

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	36842	38296	43462	54080
应收账款及票据	6952	7405	9421	11832
预付款项	1487	2433	3375	4231
存货	11003	17051	22307	27981
其他流动资产	19227	33272	40085	48213
流动资产合计	75511	98457	118650	146336
长期股权投资	391	391	391	391
固定资产	53292	61582	69558	76684
无形资产	2456	4206	4906	5556
非流动资产合计	69733	82583	90979	98427
资产合计	145244	181040	209628	244763
短期借款	88	88	88	88
应付账款及票据	19870	34224	43499	54563
其他流动负债	16400	20764	27170	33253
流动负债合计	36357	55077	70757	87904
长期借款	15409	23634	23634	23634
其他长期负债	20232	20432	20432	20432
非流动负债合计	35641	44066	44066	44066
负债合计	71999	99143	114823	131970
股本	4502	4502	4502	4502
少数股东权益	12448	16967	20538	25176
股东权益合计	73245	81897	94805	112793
负债和股东权益合计	145244	181040	209628	244763

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	119.69	10.91	27.10	25.43
EBIT 增长率	270.40	-33.29	-21.93	27.04
净利润增长率	217.25	-33.92	-20.98	29.88
盈利能力 (%)				
毛利率	38.17	22.98	15.96	15.99
净利润率	18.06	10.76	6.69	6.93
总资产收益率 ROA	17.71	9.39	6.41	7.13
净资产收益率 ROE	42.32	26.18	18.09	19.91
偿债能力				
流动比率	2.08	1.79	1.68	1.66
速动比率	1.70	1.40	1.28	1.27
现金比率	1.01	0.70	0.61	0.62
资产负债率 (%)	49.57	54.76	54.77	53.92
经营效率				
应收账款周转天数	9.37	11.00	11.00	11.00
存货周转天数	34.11	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.22	0.97	1.03	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	3.78	2.98	3.88
每股净资产	13.50	14.42	16.50	19.46
每股经营现金流	9.73	6.81	6.15	7.36
每股股利	2.86	0.91	0.91	0.91
估值分析				
PE	6	8	11	8
PB	2.3	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	3.10	4.32	5.10	4.12
股息收益率 (%)	9.07	2.89	2.89	2.89

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	32373	21518	17005	22085
折旧和摊销	5581	6159	7104	8051
营运资金变动	1192	-823	595	18
经营活动现金流	43818	30668	27700	33146
资本开支	-15185	-20391	-16370	-16344
投资	-5906	-2588	0	0
投资活动现金流	-20806	-23138	-16370	-16344
股权募资	2032	0	0	0
债务募资	14369	8509	0	0
筹资活动现金流	9246	-6075	-6164	-6185
现金净流量	32291	1454	5167	10617

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026