

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

通威股份 (600438)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 硅料龙头地位凸显，组件快速放量

2023年10月26日

### 事件:

- 公司发布 2023 年三季报，2023Q1-Q3 公司实现营业收入 1114.21 亿元，同比增长 9.15%；实现归母净利润 163.02 亿元，同比下降 24.98%，实现扣非后归母净利润为 156.42 亿元，同比下降 28.84%。2023Q3 公司实现营业收入 373.52 亿元，同比下降 10.52%，环比下降 8.50%；实现归母净利润 30.31 亿元，同比下降 68.11%，环比下降 35.08%；实现扣非后归母净利润为 30.21 亿元，同比下降 68.16%，环比下降 26.60%。

### 点评:

- 硅料龙头地位突出，N 型料出货增长迅速。**公司深入降本增效，巩固龙头地位，公司硅料生产成本已降至 4 万元/吨以内。目前公司硅料产能已达 42 万吨，公司在夯实成本优势的基础上，继续推进产能建设项目，公司云南 20 万吨硅料项目和包头 20 万吨硅料项目分别于 2023 年 3 月与 2023 年 7 月开工。另一方面，公司不断优化硅料出货结构，随着下游 N 型技术产能逐步投产，N/P 硅料价差进一步拉大，公司顺应市场需求变化，快速提升 N 型料的市场供应，N 型产品销量同比增长 447%。另一方面，公司为进一步提高原材料保供能力，2023 年内公司在包头市达茂旗和广元市苍溪县分别规划建设 30 万吨和 40 万吨工业硅项目，其中一期项目均拟于 2024 年底前建成投产。
- TOPCon 电池片量产出货顺利，效率、良率表现行业领先。**2023H1 公司 TOPCon 电池产能已达到 25GW。公司双流 25GW 和眉山 16GW TOPCon 项目预计将于 2024 年上半年建成投产，届时公司 TNC 电池产能规模将达到 66GW。效率及良率方面，公司 TOPCon 电池量产平均转换效率提升至 25.7%（未叠加 SE 技术），良率超过 98%。公司已完成硼扩 SE 技术的开发，预计可实现 TOPCon 产品提效 0.2% 以上。同时，公司在 N 型其它技术路线研发上多点开花，铜互连技术在设备、工艺和材料等方面的开发均取得重要突破，持续推动 HJT 产业化进程。此外，公司还在背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术领域取得积极进展，其中，P 型 TBC 研发批次效率达到 25.18%，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%。
- 组件业务成长迅速，国内外渠道持续拓展。**公司围绕盐城、金堂、南通三大制造基地，加速推进组件先进产能建设，目前盐城 25GW 和金堂 16GW 高效组件项目已全面投产，公司组件年产能提升至 55GW，上半年公司累计实现组件销量 8.96GW。组件销售方面，在国内分布式市场，公司全面布局国内分销渠道网络，快速建立完整的平台客户体系，与正泰、阳光、创维等平台客户达成战略合作关系，实现市场份额显著提升。海外市场方面，公司上半年继续聚焦欧洲、亚太、南美等目标市场，持续提高公司品牌影响力，完成超 6GW 海外框架订单签约。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 1492.1、1451.3、1581.4 亿元，同比增长 4.8%、-2.7%、9.0%；归母净利润分别是 178.2、180.1、185.5 亿元，同比增长 -30.7%、1.0%和 3.0%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.89、6.82、6.62 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**光伏需求不及预期、硅料价格持续下跌风险、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	64,830	142,423	149,206	145,127	158,141
增长率 YoY %	46.7%	119.7%	4.8%	-2.7%	9.0%
归属母公司净利润 (百万元)	8,109	25,726	17,824	18,005	18,551
增长率 YoY%	124.8%	217.3%	-30.7%	1.0%	3.0%
毛利率%	25.4%	38.2%	24.7%	24.0%	22.7%
净资产收益率ROE%	21.8%	42.3%	24.0%	20.1%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	1.80	5.71	3.96	4.00	4.12
市盈率 P/E(倍)	15.15	4.77	6.89	6.82	6.62
市净率 P/B(倍)	3.30	2.02	1.65	1.37	1.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	28,749	75,511	97,050	104,913	114,412	
货币资金	3,002	36,842	52,155	61,946	68,903	
应收票据	1,577	2,451	2,523	2,315	2,956	
应收账款	2,916	4,501	5,446	5,842	6,458	
预付账款	1,607	1,487	1,686	1,655	1,833	
存货	5,683	11,003	13,972	12,383	12,056	
其他	13,965	19,227	21,269	20,774	22,206	
<b>非流动资产</b>	59,146	69,733	83,079	100,689	119,160	
长期股权投资	456	391	391	391	391	
固定资产	36,959	53,292	60,837	72,987	86,235	
无形资产	2,411	2,456	2,456	2,456	2,456	
其他	19,321	13,595	19,396	24,856	30,079	
<b>资产总计</b>	87,895	145,244	180,129	205,603	233,571	
<b>流动负债</b>	28,360	36,357	46,515	46,891	49,358	
短期借款	1,375	88	188	288	388	
应付票据	9,958	8,851	13,001	13,353	12,443	
应付账款	8,151	11,018	15,205	15,440	17,145	
其他	8,875	16,400	18,121	17,810	19,383	
<b>非流动负债</b>	18,234	35,641	41,941	46,941	51,941	
长期借款	11,441	15,409	21,409	26,409	31,409	
其他	6,793	20,232	20,532	20,532	20,532	
<b>负债合计</b>	46,593	71,999	88,456	93,832	101,299	
少数股东权益	4,119	12,448	17,351	22,145	26,877	
归母股东权益	37,183	60,797	74,322	89,627	105,395	
<b>负债和股东权益</b>	87,895	145,244	180,129	205,603	233,571	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	64,830	142,423	149,206	145,127	158,141	
同比(%)	46.7%	119.7%	4.8%	-2.7%	9.0%	
归属母公司净利润	8,109	25,726	17,824	18,005	18,551	
同比(%)	124.8	217.3%	-30.7%	1.0%	3.0%	
毛利率(%)	25.4%	38.2%	24.7%	24.0%	22.7%	
ROE%	21.8%	42.3%	24.0%	20.1%	17.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.80	5.71	3.96	4.00	4.12	
P/E	15.15	4.77	6.89	6.82	6.62	
P/B	3.30	2.02	1.65	1.37	1.17	
EV/EBITDA	14.81	3.49	3.10	3.02	2.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	64,83	142,42	149,206	145,127	158,141	
营业成本	48,38	88,060	112,384	110,320	122,192	
营业税金及附加	276	911	597	581	633	
销售费用	919	1,435	1,492	1,306	1,423	
管理费用	2,951	7,868	4,625	4,354	4,586	
研发费用	1,026	1,464	1,492	1,306	1,344	
财务费用	637	689	857	937	1,070	
减值损失合计	-129	-2,212	-1,886	-500	-500	
投资净收益	43	-421	-100	0	0	
其他	163	212	1,446	999	998	
<b>营业利润</b>	10,71	39,574	27,218	26,822	27,392	
营业外收支	-444	-1,235	0	0	0	
<b>利润总额</b>	10,27	38,339	27,218	26,822	27,392	
所得税	1,649	5,966	4,491	4,023	4,109	
<b>净利润</b>	8,622	32,373	22,727	22,798	23,283	
少数股东损益	512	6,646	4,903	4,793	4,733	
<b>归属母公司净利润</b>	8,109	25,726	17,824	18,005	18,551	
EBITDA	14,69	48,058	34,830	34,151	35,993	
EPS(当年)	1.80	5.71	3.96	4.00	4.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	7,474	43,818	34,724	33,112	32,640	
净利润	8,622	32,373	22,727	22,798	23,283	
折旧摊销	3,227	5,581	4,768	5,890	7,030	
财务费用	705	1,106	1,409	1,720	1,999	
投资损失	-43	421	100	0	0	
营运资金变动	-5,894	1,192	3,832	2,203	-173	
其它	857	3,145	1,887	501	502	
<b>投资活动现金流</b>	-	-	-20,101	-24,001	-26,002	
资本支出	13,70	15,185	-20,001	-24,001	-26,002	
长期投资	177	-5,906	0	0	0	
其他	84	285	-100	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	2,902	9,246	2,339	679	319	
吸收投资	2,731	2,032	-13	0	0	
借款	13,17	24,316	6,100	5,100	5,100	
支付利息或股息	-1,727	-5,059	-4,083	-4,421	-4,781	
<b>现金流净增加额</b>	-3,083	32,291	16,961	9,790	6,957	

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。