

硅料成本优势显著，N 型一体化产能稳步扩张

2023 年 10 月 27 日

► **事件：**2023 年 10 月 25 日，公司发布 2023 年三季度报。前三季度公司实现收入 1114.21 亿元，同比+9.15%；实现归母净利润 163.02 亿元，同比-24.98%；实现扣非净利 156.42 亿元，同比-28.84%。

分季度来看，23Q3 公司实现收入 373.52 亿元，同比-10.52%，环比-8.50%；实现归母净利润 30.31 亿元，同比-68.11%，环比-35.07%；实现扣非净利 30.21 亿元，同比-68.16%，环比-26.60%。主要系报告期内光伏产业链价格同比以及环比下行所致。

► **多晶硅：成本优势显著。**22 年底以来，随着硅料产能的释放，硅料价格大幅回调，23Q3 价格一直在底部徘徊，一度逼近行业成本线，公司多晶硅生产成本已降至 4 万元/吨以内，成本优势领先，23Q3 仍能保持显著高于行业平均的盈利；同时，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，增厚公司盈利。产能方面，公司高效推进先进产能建设，永祥能源科技一期 12 万吨高纯晶硅项目已于 23 年 8 月进入试运行，云南通威二期 20 万吨项目于 23 年 3 月开工、包头 20 万吨高纯晶硅项目于 23 年 7 月开工；同时，公司积极向上游布局工业硅产能，年内在包头和广元分别规划建设 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，有助于进一步提高原材料保供能力并促进上游降本。

► **电池&组件：积极布局电池片新技术，N 型一体化产能稳步扩张。**公司积极布局多种 N 型电池新技术，TNC 电池量产转换效率提升已至 26.1%，产品良率超 98%，且顺利完成硼扩 SE 技术的研发和导入；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%，且铜互联技术已取得突破；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%。同时，公司持续推进 N 型一体化产能扩张，年内彭山太阳能电池一期 16GW 产能顺利投产，此外还规划了双流 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。此外，公司拟在乐山市五通桥区 and 峨眉山市经开区各投资建设年产 16GW 拉棒、切片和电池片产能，预计将于 24 年底投产，一体化程度将持续提升，进一步夯实公司的竞争优势。

► **投资建议：**我们预计公司 23-25 年营收分别为 1449.06/1594.84/1988.97 亿元，归母净利润分别为 174.93/134.71/179.69 亿元，对应 PE 为 7x/9x/7x，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)	142,423	144,906	159,484	198,897
增长率 (%)	119.7	1.7	10.1	24.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	25,726	17,493	13,471	17,969
增长率 (%)	217.3	-32.0	-23.0	33.4
每股收益 (元)	5.71	3.89	2.99	3.99
PE	5	7	9	7
PB	2.0	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.28 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@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) 2023 年半年报点评：出货量稳步提升，加码一体化产能夯实竞争力-2023/08/22

2.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

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

4.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

5.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	142,423	144,906	159,484	198,897
营业成本	88,060	108,667	129,656	160,676
营业税金及附加	911	869	957	1,193
销售费用	1,435	1,449	1,515	1,790
管理费用	7,868	4,637	3,907	4,774
研发费用	1,464	1,449	1,595	1,989
EBIT	42,477	29,085	22,193	28,913
财务费用	689	675	1,003	965
资产减值损失	-2,212	-1,500	-500	-500
投资收益	-421	-152	0	0
营业利润	39,574	26,831	20,770	27,548
营业外收支	-1,235	-470	-470	-470
利润总额	38,339	26,361	20,300	27,078
所得税	5,966	4,218	3,248	4,332
净利润	32,373	22,143	17,052	22,745
归属于母公司净利润	25,726	17,493	13,471	17,969
EBITDA	48,058	35,243	29,297	36,964

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	36,842	38,703	43,640	54,702
应收账款及票据	6,952	6,789	7,471	9,332
预付款项	1,487	2,173	2,593	3,214
存货	11,003	15,601	17,720	22,100
其他流动资产	19,227	31,194	33,515	39,788
流动资产合计	75,511	94,460	104,939	129,136
长期股权投资	391	391	391	391
固定资产	53,292	61,582	69,558	76,684
无形资产	2,456	4,206	4,906	5,556
非流动资产合计	69,733	82,583	90,979	98,427
资产合计	145,244	177,042	195,918	227,563
短期借款	88	88	88	88
应付账款及票据	19,870	31,396	34,555	43,094
其他流动负债	16,400	18,970	21,732	26,189
流动负债合计	36,357	50,454	56,375	69,371
长期借款	15,409	23,634	23,634	23,634
其他长期负债	20,232	20,432	20,432	20,432
非流动负债合计	35,641	44,066	44,066	44,066
负债合计	71,999	94,521	100,441	113,438
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	12,448	17,098	20,679	25,455
股东权益合计	73,245	82,522	95,477	114,125
负债和股东权益合计	145,244	177,042	195,918	227,563

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	1.74	10.06	24.71
EBIT 增长率	270.40	-31.53	-23.70	30.28
净利润增长率	217.25	-32.00	-22.99	33.39
盈利能力 (%)				
毛利率	38.17	25.01	18.70	19.22
净利润率	18.06	12.07	8.45	9.03
总资产收益率 ROA	17.71	9.88	6.88	7.90
净资产收益率 ROE	42.32	26.74	18.01	20.26
偿债能力				
流动比率	2.08	1.87	1.86	1.86
速动比率	1.70	1.48	1.46	1.46
现金比率	1.01	0.77	0.77	0.79
资产负债率 (%)	49.57	53.39	51.27	49.85
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	0.90	0.86	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	3.89	2.99	3.99
每股净资产	13.50	14.53	16.61	19.70
每股经营现金流	9.73	6.90	6.11	7.47
每股股利	2.86	0.91	0.91	0.91
估值分析				
PE	5	7	9	7
PB	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.10	4.23	5.09	4.03
股息收益率 (%)	10.48	3.34	3.34	3.34

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	32,373	22,143	17,052	22,745
折旧和摊销	5,581	6,159	7,104	8,051
营运资金变动	1,192	-1,041	318	-198
经营活动现金流	43,818	31,081	27,492	33,618
资本开支	-15,185	-20,398	-16,390	-16,371
投资	-5,906	-2,588	0	0
投资活动现金流	-20,806	-23,145	-16,390	-16,371
股权募资	2,032	0	0	0
债务募资	14,369	8,509	0	0
筹资活动现金流	9,246	-6,075	-6,164	-6,185
现金净流量	32,291	1,861	4,937	11,062

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