

评级： 买入
核心观点

 董海军
 分析师

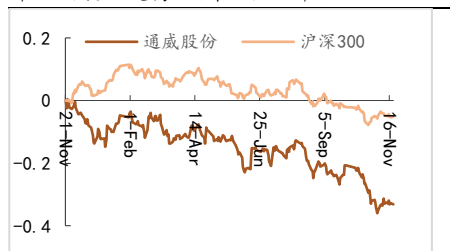
 SAC 执证编号：S0110522090001
 donghaijun@sczq.com.cn
 电话：86-10-5651 1712

张星梅

研究助理

 zhangxingmei@sczq.com.cn
 电话：010-81152658

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价(元) | 32.96 |
| 一年内最高/最低价(元) | 68.00/32.62 |
| 市盈率(当前) | 15.83 |
| 市净率(当前) | 3.83 |
| 总股本(亿股) | 75.82 |
| 总市值(亿元) | 2,498.87 |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 硅料龙头成本优势显著，一体化产能持续推进
- 硅料盈利能力大幅上升，新型电池技术蓄势待发
- 硅料带来超额收益，一季度业绩喜人

- **事件：**公司发布 2023 年第三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 1114.21 亿元，同比增长 9.15%，实现归母净利润 163.02 亿元，同比减少 24.98%，实现扣非归母净利润 156.42 亿元，同比减少 28.84%。23 年 Q3 实现营业收入 373.52 亿元，同比减少 10.52%，实现归母净利润 30.31 亿元，同比减少 68.11%。
- **光伏一体化布局加速，产能快速提升，销量逆势上涨。**公司顺应市场需求加速扩能，四川永祥一期 12 万吨高纯晶硅项目今年 Q3 顺利投产，云南 20 万吨和包头 20 万吨高纯晶硅项目已开工，乐山 12 万吨高纯晶硅项目预计 2024 年内投产。公司还在今年 6 月、8 月分别通过 25GW 太阳能电池暨 20GW 光伏组件项目、16GW 拉棒、切片、电池片项目开发，产能持续提升。受下游需求持续高增长及公司新增产能释放带动，今年以来公司光伏主要板块销量均实现大幅增长。今年 1-3 季度，公司高纯晶硅销量约 28 万吨，同比增长 53%；电池销量约 58GW，同比增长 78%，组件销量约 19GW，同比增长 645%。尽管公司 Q3 利润与经营现金流有所下滑，但主要系行业变化，公司份额与核心竞争力持续增强。
- **技术领先持续提效提质，研发创新支撑公司基底。**目前公司 HJT 组件正面功率达到 743.68W，组件效率 23.94%，为本年度第四次刷新纪录。铜互连等先进技术取得重要突破，现有 1GW 异质结产线已完成双面微晶升级，硅片厚度 110um 下量产，良率可达 97% 以上。电池方面，公司成立了专门的光伏中心，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%。目前公司 TOPCon 电池已完成激光 SE 的导入，量产平均转化效率已超过 26%，TOPCon 电池入库效率已达 24.7%，技术全面领先。
- **定增取消，周期调节稳固长期龙头地位。**23 年 9 月基于资本市场变化，公司宣告 160 亿定增终止。目前光伏行业进入整理区间，股价波动风险较大，公司持续聚焦于高纯晶硅、太阳能电池及水产饲料业务。伴随硅料价格下探至产能成本线，优胜劣汰产能出清进程中公司将持续稳固自身行业地位。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 187.5/136.2/170.7 亿元，每股收益分别为 4.17/3.03/3.79 元，对应 PE 分别为 7.9/10.9/8.7 倍。我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**下游装机需求布局预期；行业竞争加剧导致盈利能力下降。

盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 1424.2 | 1483.9 | 1852.4 | 2033.0 |
| 营收增速(%) | 124.3 | 4.2 | 24.8 | 9.8 |
| 净利润(亿元) | 257.3 | 187.5 | 136.2 | 170.7 |
| 净利润增速(%) | 213.4 | (27.1) | (27.4) | 25.3 |
| EPS(元/股) | 5.71 | 4.17 | 3.03 | 3.79 |
| PE | 5.8 | 7.9 | 10.9 | 8.7 |

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 75511 | 116756 | 140958 | 161788 | 经营活动现金流 | 43818 | 32759 | 24932 | 26939 |
| 现金 | 36842 | 74612 | 87313 | 103642 | 净利润 | 25726 | 18755 | 13620 | 17066 |
| 应收账款 | 4501 | 4669 | 5829 | 6397 | 折旧摊销 | 5186 | 6076 | 5958 | 5884 |
| 其它应收款 | 478 | 498 | 621 | 682 | 财务费用 | 1106 | 1353 | 1399 | 653 |
| 预付账款 | 1487 | 1795 | 2492 | 2698 | 投资损失 | 421 | -144 | -144 | -144 |
| 存货 | 11003 | 13274 | 18422 | 19944 | 营运资金变动 | 5175 | 1871 | 571 | -932 |
| 其他 | 14451 | 15056 | 18795 | 20628 | 其它 | -442 | 2 | 9 | 4 |
| 非流动资产 | 69733 | 68627 | 67924 | 67816 | 投资活动现金流 | -20806 | -4826 | -5111 | -5632 |
| 长期投资 | 391 | 391 | 391 | 391 | 资本支出 | 15218 | 4918 | 5203 | 5723 |
| 固定资产 | 53292 | 52512 | 52101 | 52254 | 长期投资 | 15441 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3068 | 2761 | 2485 | 2237 | 其他 | -21030 | 92 | 92 | 92 |
| 其他 | 7015 | 7015 | 7015 | 7015 | 筹资活动现金流 | 9246 | 9838 | -7120 | -4979 |
| 资产总计 | 145244 | 185384 | 208882 | 229603 | 短期借款 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| 流动负债 | 36357 | 49669 | 61895 | 65468 | 长期借款 | 498 | 621 | 682 | 748 |
| 短期借款 | 88 | 7963 | 8109 | 8109 | 其他 | 14901 | 3602 | -5626 | -4086 |
| 应付账款 | 11018 | 13302 | 18461 | 19987 | 现金净增加额 | 32258 | 37771 | 12701 | 16328 |
| 其他 | 488 | 589 | 817 | 885 | | | | | |
| 非流动负债 | 35641 | 35268 | 35028 | 34788 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 15409 | 15036 | 14796 | 14556 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 7580 | 7580 | 7580 | 7580 | 营业收入 | 124.3% | 4.2% | 24.8% | 9.8% |
| 负债合计 | 71999 | 84937 | 96923 | 100256 | 营业利润 | 265.3% | -29.5% | -27.4% | 25.4% |
| 少数股东权益 | 12448 | 17293 | 20812 | 25221 | 归属母公司净利润 | 213.4% | -27.1% | -27.4% | 25.3% |
| 归属母公司股东权益 | 60797 | 83154 | 91147 | 104127 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 145244 | 185384 | 208882 | 229603 | 毛利率 | 38.2% | 28.4% | 20.3% | 21.4% |
| | | | | | 净利率 | 18.1% | 12.6% | 7.4% | 8.4% |
| | | | | | ROE | 42.3% | 22.6% | 14.9% | 16.4% |
| | | | | | ROIC | 37.4% | 19.6% | 13.3% | 14.2% |
| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 偿债能力 | | | | |
| 营业收入 | 142423 | 148388 | 185237 | 203301 | 资产负债率 | 49.6% | 45.8% | 46.4% | 43.7% |
| 营业成本 | 88060 | 106314 | 147547 | 159742 | 净负债比率 | 12.2% | 13.6% | 12.1% | 10.9% |
| 营业税金及附加 | 911 | 950 | 1185 | 1301 | 流动比率 | 2.08 | 2.35 | 2.28 | 2.47 |
| 营业费用 | 1435 | 1495 | 1866 | 2048 | 速动比率 | 1.77 | 2.08 | 1.98 | 2.17 |
| 研发费用 | 1464 | 1526 | 1905 | 2090 | 营运能力 | | | | |
| 管理费用 | 7868 | 8197 | 10233 | 11231 | 总资产周转率 | 0.98 | 0.80 | 0.89 | 0.89 |
| 财务费用 | 689 | 1353 | 1399 | 653 | 应收账款周转率 | 24.89 | 20.94 | 22.81 | 21.50 |
| 资产减值损失 | -2348 | -800 | -1000 | -1000 | 应付账款周转率 | 4.64 | 4.85 | 5.15 | 4.61 |
| 公允价值变动收益 | -36 | -36 | -36 | -36 | 每股指标(元) | | | | |
| 投资净收益 | -37 | 180 | 180 | 180 | 每股收益 | 5.71 | 4.17 | 3.03 | 3.79 |
| 营业利润 | 39574 | 27896 | 20245 | 25379 | 每股经营现金 | 9.73 | 7.28 | 5.54 | 5.98 |
| 营业外收入 | 31 | 35 | 35 | 35 | 每股净资产 | 13.50 | 18.47 | 20.25 | 23.13 |
| 营业外支出 | 1266 | 20 | 20 | 20 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | 38339 | 27911 | 20260 | 25394 | P/E | 5.8 | 7.9 | 10.9 | 8.7 |
| 所得税 | 5966 | 4311 | 3122 | 3920 | P/B | 2.44 | 1.78 | 1.63 | 1.43 |
| 净利润 | 32373 | 23600 | 17138 | 21474 | | | | | |
| 少数股东损益 | 6646 | 4845 | 3519 | 4409 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 25726 | 18755 | 13620 | 17066 | | | | | |
| EBITDA | 45106 | 35326 | 27603 | 31916 | | | | | |
| EPS (元) | 5.71 | 4.17 | 3.03 | 3.79 | | | | | |

分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|---------------|---------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 | | |
| 投资评级分为股票评级和行业评级 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 增持 | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 |
| 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |