

## 业绩阶段性承压，硅料成本优势显著

2024 年 04 月 30 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 29 日，公司发布 2023 年年度报告及 2024 年一季报。2023 年公司实现收入 1391.04 亿元，同比-2.33%；实现归母净利润 135.74 亿元，同比-47.25%；实现扣非净利 136.13 亿元，同比-48.73%。

23Q4 公司实现收入 276.84 亿元，同比-31.37%；实现归母净利润-27.28 亿元，同比-168.13%；实现扣非净利-20.28 亿元，同比-144.42%。

24Q1 公司实现收入 195.70 亿元，同比-41.13%；实现归母净利润-7.87 亿元，同比-109.15%；实现扣非净利-7.90 亿元，同比-109.29%。

➤ **多晶硅：产品品质和成本优势显著。**23 年公司高纯晶硅销售量 38.72 万吨，同比增长 50.79%，全球市占率超过 25%。公司稳步推进多晶硅产能扩张，目前在产产能 45 万吨，预计将于 24Q2 投产云南 20 万吨产能、24Q3 投产内蒙古 20 万吨产能，届时公司多晶硅产能将达到 85 万吨。同时，公司持续优化产品品质和成本水平，目前 N 型产品月度产出占比已超过 90%，可用于半导体产业的 1000 吨/年电子级多晶硅产品顺利通过国内外客户验证，并实现海外供货；23 年内平均生产成本已降至 4.2 万元/吨以内，大幅领先行业平均水平，在 2023 年产品价格大幅下调的冲击下依然实现单吨净利润超过 4.5 万元。

➤ **电池：出货量第一，N 型产品优势明显。**23 年公司电池销量 80.66GW（含自用），同比增长 68.11%，连续 7 年蝉联 InfoLink Consulting 太阳能电池出货量全球第一。公司 TNC 电池效率和成本领先，最新量产平均转换效率达到 26.26%，其组件产品相比传统 PERC 双面组件功率提升 30W 以上，单瓦发电量增益提高 3-5%，并且非硅成本已降至 0.16 元/W。公司同步推进存量 PERC 产能升级和 TNC 新产能建设，预计将在 24 年逐步完成约 38GW PERC 产能改造，并分别在眉山基地和双流基地新增 16GW、25GW TNC 电池产能，预计 24 年底公司 TNC 电池产能规模将超过 100GW。此外，公司持续加大对 HJT、背接触电池、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研发。

➤ **组件：快速发展，出货量进入全球前五。**23 年公司组件销量 31.11GW，同比增长 292.08%，出货量进入全球前五（InfoLink Consulting 数据）。公司产品矩阵丰富，囊括 TPC、TNC、THC 等差异化电池技术路线和多样化组件技术，23 年市场份额显著提升，24 年有望延续快速发展的势头。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 1186.71、1472.48、1749.31 亿元，归母净利润分别为 43.19、67.49、92.53 亿元，以 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 23X、14X、11X，公司硅料成本优势显著，电池产品优势明显，组件业务有望快速发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	139,104	118,671	147,248	174,931
增长率 (%)	-2.3	-14.7	24.1	18.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,574	4,319	6,749	9,253
增长率 (%)	-47.3	-68.2	56.2	37.1
每股收益 (元)	3.02	0.96	1.50	2.06
PE	7	23	14	11
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

21.70 元



## 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

## 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

## 分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

## 分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

## 分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

## 研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

## 相关研究

1.通威股份 (600438.SH) 2023 年三季报点评：硅料成本优势显著，N 型一体化产能稳步扩张-2023/10/27

2.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

3.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

4.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

5.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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139,104	118,671	147,248	174,931
营业成本	102,328	104,160	128,931	152,167
营业税金及附加	745	641	795	945
销售费用	2,130	1,424	1,620	1,749
管理费用	4,728	3,560	4,123	4,373
研发费用	1,189	949	1,178	1,399
EBIT	27,782	8,530	11,278	15,112
财务费用	581	560	661	736
资产减值损失	-6,236	-1,500	-500	-500
投资收益	-177	0	0	0
营业利润	22,291	6,529	10,190	13,964
营业外收支	-239	-20	-20	-20
利润总额	22,052	6,509	10,170	13,944
所得税	3,805	1,041	1,627	2,231
净利润	18,246	5,468	8,543	11,713
归属于母公司净利润	13,574	4,319	6,749	9,253
EBITDA	34,475	16,528	20,317	25,155

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,418	32,600	39,877	51,204
应收账款及票据	7,835	6,296	7,752	9,221
预付款项	1,346	1,354	1,676	1,978
存货	7,788	10,378	13,498	16,035
其他流动资产	26,856	22,211	25,196	28,089
流动资产合计	63,244	72,839	87,999	106,527
长期股权投资	377	377	377	377
固定资产	68,270	79,048	87,685	94,377
无形资产	4,721	6,471	7,171	7,821
非流动资产合计	101,119	112,104	118,565	124,022
资产合计	164,363	184,944	206,564	230,549
短期借款	214	214	214	214
应付账款及票据	27,549	27,690	34,358	40,817
其他流动负债	11,577	13,936	16,597	19,111
流动负债合计	39,340	41,840	51,169	60,142
长期借款	28,755	41,622	46,622	51,622
其他长期负债	22,438	23,536	24,536	25,536
非流动负债合计	51,193	65,158	71,158	77,158
负债合计	90,534	106,997	122,326	137,300
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	12,301	13,449	15,243	17,702
股东权益合计	73,829	77,947	84,238	93,250
负债和股东权益合计	164,363	184,944	206,564	230,549

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-2.33	-14.69	24.08	18.80
EBIT 增长率	-34.59	-69.30	32.22	34.00
净利润增长率	-47.25	-68.18	56.24	37.11
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.44	12.23	12.44	13.01
净利润率	9.76	3.64	4.58	5.29
总资产收益率 ROA	8.26	2.34	3.27	4.01
净资产收益率 ROE	22.06	6.70	9.78	12.25
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.61	1.74	1.72	1.77
速动比率	1.30	1.37	1.34	1.40
现金比率	0.49	0.78	0.78	0.85
资产负债率 (%)	55.08	57.85	59.22	59.55
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	14.87	14.80	14.80	14.80
存货周转天数	33.05	33.00	33.00	33.00
总资产周转率	0.90	0.68	0.75	0.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.02	0.96	1.50	2.06
每股净资产	13.67	14.33	15.33	16.78
每股经营现金流	6.81	4.01	4.63	5.66
每股股利	0.91	0.30	0.50	0.60
<b>估值分析</b>				
PE	7	23	14	11
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.89	8.11	6.60	5.33
股息收益率 (%)	4.17	1.38	2.30	2.76

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18,246	5,468	8,543	11,713
折旧和摊销	6,692	7,998	9,039	10,044
营运资金变动	-1,547	2,014	1,386	1,713
经营活动现金流	30,679	18,033	20,826	25,476
资本开支	-36,355	-19,961	-15,946	-15,933
投资	-9,090	3,574	0	0
投资活动现金流	-45,039	-16,369	-15,946	-15,933
股权募资	1,092	0	0	0
债务募资	14,002	13,961	6,000	6,000
筹资活动现金流	-6,465	11,518	2,396	1,785
现金净流量	-20,825	13,182	7,276	11,328

## 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