

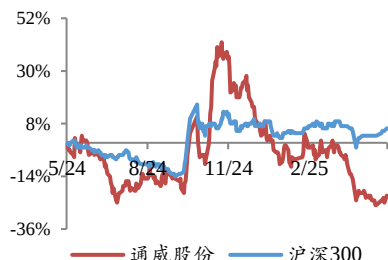
2024 年业绩符合预期，保持成本领先地位

投资评级：增持（下调）

报告日期：2025-05-19

收盘价（元）	17.06
近 12 个月最高/最低（元）	32.05/15.79
总股本（百万股）	4,502
流通股本（百万股）	4,502
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	768
流通市值（亿元）	768

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：王璐

执业证书号：S0010525040001

邮箱：wanglu1@hazq.com

相关报告

1. 通威股份：硅料领先地位稳固，暗夜将望破晓 2024-12-31

主要观点：

● 2024 年实现归母净利润-70 亿元，2025Q1 实现归母净利润-26 亿元

2024 年公司实现收入 919.94 亿元，同比下降 34%；归母净利-70.39 亿元；其中，2024Q4 实现收入 237.22 亿元，同比下降 14%，环比下降 3%；归母净利-30.66 亿元。2025Q1 实现收入 159.33 亿元；归母净利-25.93 亿元，同比下降 230%，环比增长 15%。

● 2024 年光伏行业阶段性供需失衡，带来公司光伏产品“量增价减”

在持续多年高速增长的需求拉动下，目前我国光伏行业各环节名义产能均超 1000GW。根据 InfoLinkConsulting 数据，2024 年多晶硅、硅片、电池、组件价格跌幅分别达 39%、50%、40%和 29%，各环节均陷入持续亏损状态，行业短期面临较大的经营压力。2024 年公司形成高纯晶硅年产能超 90 万吨，太阳能电池年产能超 150GW，组件年产能超 90GW。

（1）硅料方面，2024 年销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，全年产销量约占全国 30%，市占率位居全球第一。

（2）电池片方面，2024 年销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.70%，2024 年电池全球市占率约 14%。

（3）组件方面，2024 年销量 45.71GW，同比增长 46.93%。

● 公司持续降本增效，保持行业成本领先优势

（1）硅料方面，公司硅料的综合电耗、硅耗最新已分别降至 46 度、1.04Kg 以内；目前公司内蒙基地生产现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内。目前，达茂旗一期和广元一期合计超 30 万吨绿色基材项目已顺利投产，助力公司打造更具竞争力的产业链结构。

（2）电池片及组件方面，公司持续围绕 TNC 技术展开提效降本工作，有望在 2025 年推动 TNC 组件量产主流功率档位持续提升 25W 以上。公司 1GW-HJT 中试线于 2024 年 6 月顺利下线，最高组件功率已达 790.8W，并已明确铜互连 2.0 技术路线。公司钙钛矿叠层电池效率已达 34.17%。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年实现收入 666/738/797 亿元，同比 -27.6%/+10.2%/+8.6%，预计实现归母净利润-34.7/-3.5/21.4 亿元（此前对 2025/2026 年归母净利润的预测值为 43/83 亿元，此次盈利预测下调主要系新能源上网电价市场化政策对 2025 年光伏需求或产生负面冲击，全年光伏产业链价格或承压，进而影响公司盈利水平），同比 +50.7%/89.8%/708.3%，对应当下 -1/-36 倍市盈率，下调至“增持”评级。

● 风险提示

全球光伏装机不及预期的风险。硅料价格修复不及预期的风险。减值超预期的风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	920	666	735	797
收入同比（%）	-33.9%	-27.6%	10.2%	8.6%
归属母公司净利润	-70.4	-34.7	-3.5	21.4
净利润同比（%）	-151.9%	50.7%	89.8%	708.3%
毛利率（%）	6.4%	1.5%	5.6%	8.9%
ROE（%）	-14.5%	-7.7%	-0.8%	4.6%
每股收益（元）	-1.58	-0.77	-0.08	0.48
P/E	—	—	—	35.82
P/B	2.05	1.71	1.72	1.64
EV/EBITDA	52.36	13.60	9.99	7.91

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	661.93	679.89	593.54	675.27	营业收入	919.94	666.39	734.53	797.35
现金	164.48	254.59	158.90	197.20	营业成本	861.17	656.21	693.67	726.77
应收账款	67.07	49.98	51.01	55.37	营业税金及附加	4.42	3.21	3.53	3.83
其他应收款	8.02	6.48	7.14	7.75	销售费用	18.55	8.33	7.35	7.18
预付账款	10.86	9.84	12.49	13.08	管理费用	41.47	19.99	18.36	18.34
存货	126.33	100.25	77.07	80.75	财务费用	20.02	19.15	17.56	19.57
其他流动资产	285.16	258.74	286.93	321.12	资产减值损失	-53.27	2.00	0.00	0.00
非流动资产	1297.24	1314.30	1309.13	1271.34	公允价值变动收益	2.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	23.07	23.07	23.07	23.07	投资净收益	0.87	1.22	1.35	1.46
固定资产	1000.25	1026.31	1028.02	990.23	营业利润	-84.18	-38.39	-3.12	26.30
无形资产	48.51	46.79	45.07	45.07	营业外收入	0.63	0.48	0.53	0.55
其他非流动资产	225.41	218.13	212.98	212.98	营业外支出	3.28	2.30	1.50	1.20
资产总计	1959.17	1994.18	1902.67	1946.62	利润总额	-86.83	-40.21	-4.09	25.65
流动负债	565.38	590.63	498.13	515.70	所得税	-5.75	-0.80	-0.08	1.28
短期借款	18.78	18.78	18.78	18.78	净利润	-81.09	-39.41	-4.01	24.37
应付账款	198.40	200.51	173.42	181.69	少数股东损益	-10.70	-4.73	-0.48	2.92
其他流动负债	348.20	371.34	305.93	315.23	归属母公司净利润	-70.39	-34.68	-3.53	21.44
非流动负债	814.60	864.04	869.04	871.04	EBITDA	31.95	101.75	148.63	183.01
长期借款	512.44	522.44	527.44	529.44	EPS (元)	-1.58	-0.77	-0.08	0.48
其他非流动负债	302.15	341.59	341.59	341.59					
负债合计	1379.98	1454.67	1367.17	1386.74					
少数股东权益	94.63	89.90	89.42	92.35					
股本	45.02	45.02	45.02	45.02					
资本公积	161.38	161.38	161.38	161.38					
留存收益	278.15	243.20	239.68	261.12					
归属母公司股东权益	484.56	449.61	446.08	467.53					
负债和股东权益	1959.17	1994.18	1902.67	1946.62					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	11.44	159.11	60.12	170.84	成长能力				
净利润	-81.09	-39.41	-4.01	24.37	营业收入	-33.9%	-27.6%	10.2%	8.6%
折旧摊销	92.81	122.81	135.16	137.79	营业利润	-137.8%	54.4%	91.9%	942.6%
财务费用	20.92	22.44	22.65	22.75	归属于母公司净利	-151.9%	50.7%	89.8%	708.3%
投资损失	-0.87	-1.22	-1.35	-1.46	获利能力				
营运资金变动	-62.00	59.43	-91.84	-10.86	毛利率 (%)	6.4%	1.5%	5.6%	8.9%
其他经营现金流	22.57	-103.78	87.33	33.49	净利率 (%)	-7.7%	-5.2%	-0.5%	2.7%
投资活动现金流	-285.20	-113.65	-138.15	-111.80	ROE (%)	-14.5%	-7.7%	-0.8%	4.6%
资本支出	-277.80	-141.15	-129.50	-98.26	ROIC (%)	-4.0%	-1.5%	0.9%	3.0%
长期投资	-6.51	20.00	-10.00	-15.00	偿债能力				
其他投资现金流	-0.90	7.50	1.35	1.46	资产负债率 (%)	70.4%	72.9%	71.9%	71.2%
筹资活动现金流	274.80	44.76	-17.65	-20.75	净负债比率 (%)	238.3%	269.6%	255.3%	247.7%
短期借款	16.64	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.17	1.15	1.19	1.31
长期借款	224.89	10.00	5.00	2.00	速动比率	0.81	0.84	0.84	0.94
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积增加	0.03	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.51	0.34	0.38	0.41
其他筹资现金流	33.24	34.76	-22.65	-22.75	应收账款周转率	13.44	11.39	14.55	14.99
现金净增加额	0.93	90.10	-95.68	38.29	应付账款周转率	4.63	3.29	3.71	4.09

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-1.58	-0.77	-0.08	0.48	P/E	—	—	—	35.82
每股经营现金流薄)	0.25	3.53	1.34	3.79	P/B	2.05	1.71	1.72	1.64
每股净资产	10.76	9.99	9.91	10.38	EV/EBITDA	52.36	13.60	9.99	7.91

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券研究所电力设备与新能源首席分析师。

分析师：王璐，华安证券研究所电力设备与新能源分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。