

通威股份 (600438)

2022年&2023Q1业绩点评：硅料量利双超， 电池技术持续迭代

买入 (维持)

2023年04月25日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	142,423	159,292	167,189	202,087
同比	120%	12%	5%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	25,726	19,568	17,507	18,589
同比	217%	-24%	-11%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	4.35	3.89	4.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	6.79	8.93	9.98	9.40

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报及2023一季报，2022年公司实现营收1424亿元，同比+120%；归母净利润257亿元，同比+217%。其中2022Q4营收403亿元，同比+122%，环比-3%；归母净利润40亿元，同比+85%，环比-58%。2023Q1营收332亿元，同比+35%，环比-18%；归母净利润86亿元，同比+66%，环比+115%。2023Q1接近业绩预告上限，超市场预期。
- **硅料出货高增，整体量利双超。**公司2022年硅料销量25.68万吨，同增138%，权益出货约20万吨，同增约100%。2023Q1硅料出货约8万吨，权益出货约6万吨，我们测算单吨净利约12-13万，盈利坚挺。产能上，公司乐山三期12万吨预计将于2023Q3投产，届时名义产能将超38万吨。2023年我们预计公司硅料出货30万吨+，对应权益出货25-26万吨；凭借规模效应+工艺控制，公司硅料成本位于行业优势地位，龙头地位稳固。
- **N型即将放量，技术持续迭代。**公司2022年电池销量47.98GW，同增37%；2023Q1电池出货超16GW，我们测算单瓦净利约6-7分。公司TNC电池即将放量，眉山3期9GW于2022年底投产，2023Q2已满产发挥，平均效率达25.5%，若叠加SE可达25.7%。彭山1期16GW TNC已招标完成，我们预计2023Q3开始投产。公司技术迭代持续推进，HJT已完成双面纳米晶开发，210组件功率破720W，并建立首条铜互联中试线；钙钛矿/晶硅叠层认证效率达27.19%。全年看，我们预计公司电池出货70GW+，其中TNC约10GW，带动盈利能力结构性提升。
- **组件加速布局，出货有望高增。**2022年公司组件销量7.94GW，同增226.06%，出货量进入全球前10名；2023Q1组件出货超3GW，增长迅速。公司2022年底组件产能约14GW；2023年预计新增盐城25GW+南通25GW+金堂16GW，年底产能将达80GW。全年看，我们预计公司组件出货可达35GW。组件高速增长，龙头迎持续增长。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司硅料盈利坚挺，我们上调2023年盈利预测，我们预计2023-2025年归母净利润为196/175/186亿元，(前值2023/24年为175/161亿元)同比-24%/-11%/+6%，基于公司硅料龙头地位，我们给予公司2023年13xPE，对应目标价57元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧，硅料价格超预期下跌等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.80
一年最低/最高价	35.98/67.86
市净率(倍)	2.59
流通 A 股市值(百万元)	174,675.89
总市值(百万元)	174,675.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.98
资产负债率(% ,LF)	48.22
总股本(百万股)	4,501.96
流通 A 股(百万股)	4,501.96

相关研究

《通威股份(600438): 2023年1季度业绩预告点评: Q1硅料量利双超,新技术电池放量在即》

2023-04-09

《通威股份(600438): 2022年业绩预告点评: 电池组件深化布局,龙头进一步成长!》

2023-01-20

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 1424.23 亿元, 同比+119.69% (亿元, %)	3
图 2:	2022 年归母净利润 257.26 亿元, 同比+217.25% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q1 营业收入 332.45 亿元, 同比+34.67%, 环比-17.59% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q1 归母净利润 86.01 亿元, 同比+65.59%, 环比+115.25% (亿元, %)	4
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 38.17%、18.06%	4
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 43.15%、25.87%	4
图 7:	2022 年期间费用 114.56 亿元, 同比+107.05% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q1 期间费用 15.15 亿元, 同比+7.22%, 环比-64.21% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 8.04%, 同比-0.49pct (%)	6
图 10:	2023Q1 期间费用率 4.56%, 同比-1.17pct, 环比-5.94pct	6
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 438.18 亿元, 同比+486.24% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流入 22.45 亿元, 同比-30.89%, 环比-84.97% (亿元, %)	6
图 13:	2022 年期末合同负债 54.42 亿元, 同比+69.32% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q1 期末合同负债 52.99 亿元, 同比+3.08%, 环比-1.98% (亿元, %)	7
图 15:	2022 年期末存货 110.03 亿元, 同比+93.61% (亿元, %)	7
图 16:	2023Q1 期末存货 142.11 亿元, 同比+116.32%, 环比+29.16% (亿元, %)	7
图 17:	2022 年期末应收账款 45.01 亿元, 同比+54.39% (亿元, %)	8
图 18:	2023Q1 期末应收账款 51.19 亿元, 同比+30.89%, 环比+13.72% (亿元, %)	8

表 1:	2022 年收入 1424.23 亿元, 同比增长 119.69%; 归母净利润 257.26 亿元, 同比增长 217.25% (单位: 亿元)	3
------	---	---

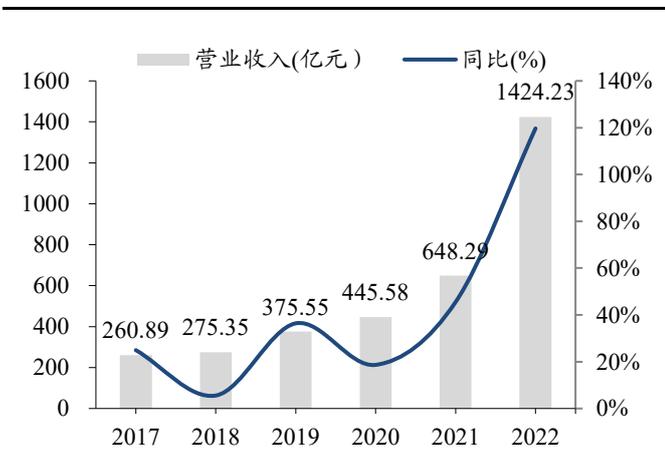
事件：公司发布 2022 年年报及 2023 一季报，2022 年公司实现营收 1424 亿元，同比+120%；归母净利润 257 亿元，同比+217%。其中 2022Q4 营收 403 亿元，同比+122%，环比-3%；归母净利润 40 亿元，同比+85%，环比-58%。2023Q1 营收 332 亿元，同比+35%，环比-18%；归母净利润 86 亿元，同比+66%，环比+115%。2023Q1 接近业绩预告上限，超市场预期。

表1：2022 年收入 1424.23 亿元，同比增长 119.69%；归母净利润 257.26 亿元，同比增长 217.25%（单位：亿元）

通威股份	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	1424.23	648.30	119.69%	332.45	246.85	34.67%	403.38	-17.59%
营业成本	880.60	483.83	82.01%	189.01	162.65	16.21%	253.66	-25.49%
毛利率	38.2%	25.4%	+12.80pct	43.1%	34.1%	+9.03pct	37.1%	+6.03pct
营业利润	395.74	107.15	269.34%	126.71	68.79	84.19%	81.87	54.77%
利润总额	383.39	102.70	273.29%	126.69	68.71	84.38%	74.56	69.93%
归属母公司净利润	257.26	81.09	217.25%	86.01	51.94	65.59%	39.96	115.25%
扣非归母净利润	265.47	83.88	216.50%	85.04	51.35	65.62%	45.67	86.22%
归母净利率	18.1%	12.5%	+5.56pct	25.9%	21.0%	+4.83pct	9.9%	+15.97pct
扣非归母净利率	18.6%	12.9%	+5.70pct	25.6%	20.8%	+4.78pct	11.3%	+14.26pct

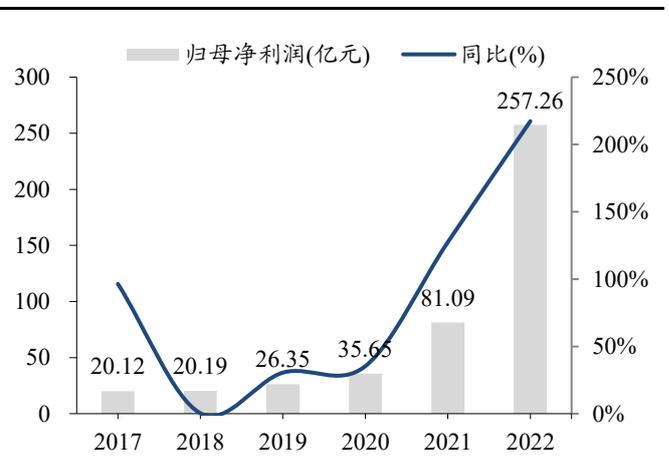
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022 年营业收入 1424.23 亿元，同比+119.69%（亿元，%）



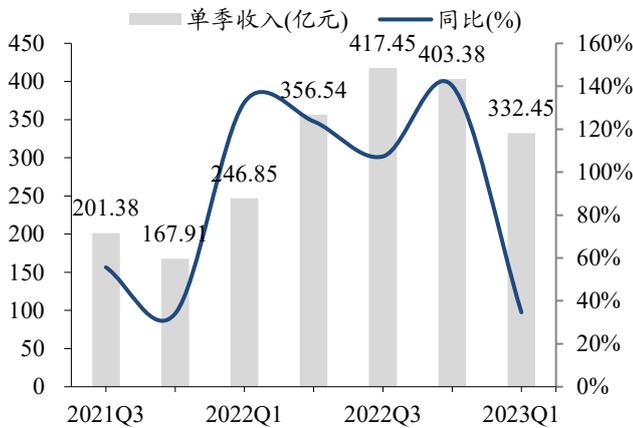
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年归母净利润 257.26 亿元，同比+217.25%（亿元，%）



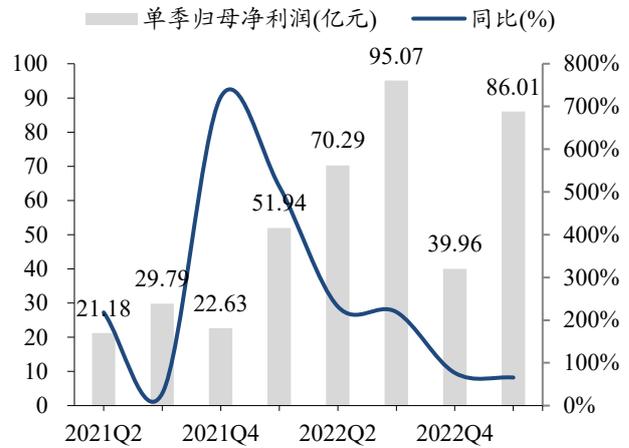
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 332.45 亿元, 同比+34.67%, 环比-17.59% (亿元, %)



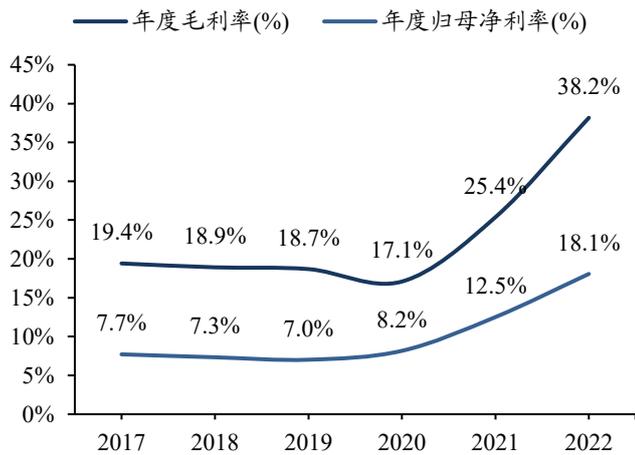
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 86.01 亿元, 同比+65.59%, 环比+115.25% (亿元, %)



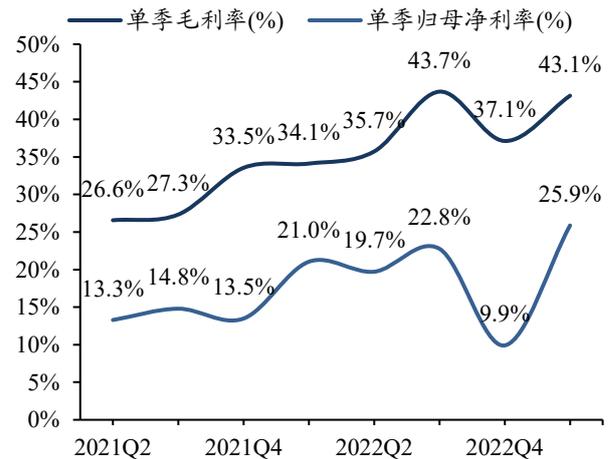
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 38.17%、18.06%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 43.15%、25.87%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

硅料出货高增, 整体量利双超。公司 2022 年硅料销量 25.68 万吨, 同增 138%, 权益出货约 20 万吨, 同增约 100%。2023Q1 硅料出货约 8 万吨, 权益出货约 6 万吨, 我们测算单吨净利约 12-13 万, 盈利坚挺。产能上, 公司乐山三期 12 万吨预计将于 2023Q3 投产, 届时名义产能将超 38 万吨, 后续随保山、包头逐步投产, 2024-2026 年将扩展至 80-100 万吨。2023 年我们预计公司硅料出货 30 万吨+, 对应权益出货 25-26 万吨; 凭借规模效应+工艺控制, 公司硅料成本位于行业优势地位, 龙头地位稳固。

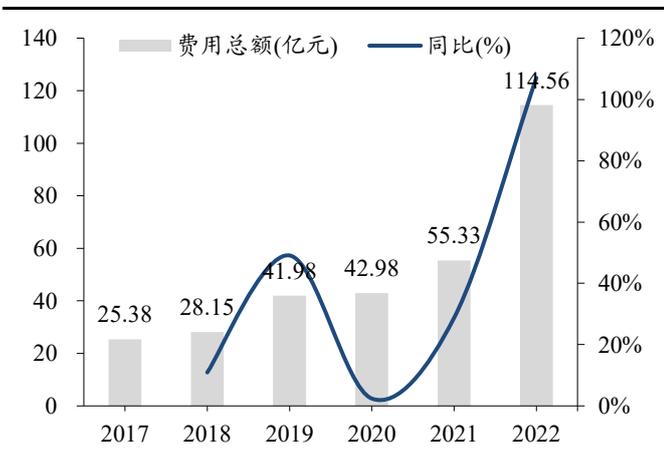
N 型即将放量, 技术持续迭代。公司 2022 年电池销量 47.98GW, 同增 37%; 2023Q1 电池出货超 16GW, 我们测算单瓦净利约 6-7 分。公司 TNC 电池即将放量, 眉山 3 期 9GW 于 2022 年底投产, 2023Q2 已满产发挥, 平均效率达 25.5%, 若叠加 SE 可达 25.7%。

彭山 1 期 16GW TNC 已招标完成,我们预计 2023Q3 开始投产,另有 16GW 新技术规划,我们预计将在后续投产,届时产能达 100GW。公司技术迭代持续推进, HJT 已完成双面纳米晶开发, 210 组件功率破 720W, 并建立首条铜互联中试线; 钙钛矿/晶硅叠层认证效率达 27.19%。全年看, 我们预计公司电池出货 70GW+, 其中 TNC 约 10GW, 带动盈利能力结构性提升。

组件加速布局、出货有望高增。 公司组件业务成长迅速, 2022 年组件销量 7.94GW, 同比增 226.06%, 出货量进入全球前 10 名; 2023Q1 组件出货超 3GW, 增长迅速。公司 2022 年底组件产能约 14GW; 2023 年预计新增盐城 25GW+南通 25GW+金堂 16GW, 年底产能将达 80GW。全年看, 我们预计公司组件出货可达 35GW, 2024 年进一步提升至 50GW+。组件高速增长, 龙头迎持续增长。

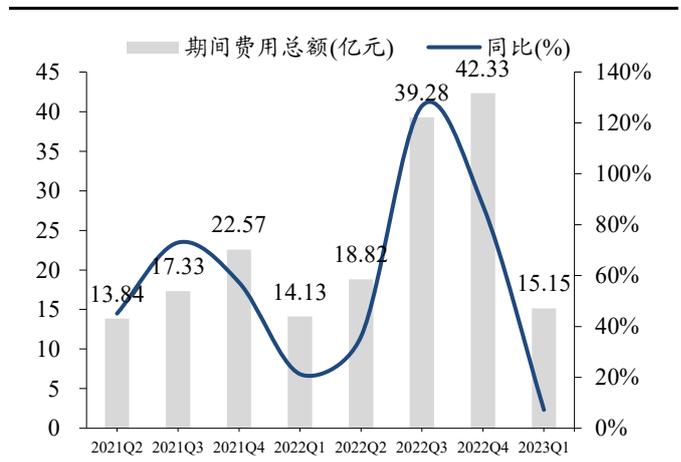
公司控费能力强, 期间费用率稳步下滑。 公司 2022 年期间费用合计 114.56 亿元, 同比增长 107.05%; 期间费用率为 8.04%, 同比下降 0.49pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 56.12%、上升 166.60%、上升 42.77%、上升 8.16%至 14.35 亿元、78.68 亿元、14.64 亿元、6.89 亿元; 费用率分别下降 0.41、上升 0.97、下降 0.55、下降 0.5 个百分点至 1.01%、5.52%、1.03%、0.48%。公司 2023Q1 期间费用合计 15.15 亿元, 同比增长 7.22%, 环比下降 64.21%; 期间费用率为 4.56%, 同比下降 1.17pct, 环比下降 5.94pct。期间费用率下降主要系硅料价格增长, 公司总体营收上升导致费用占比减少。

图7: 2022 年期间费用 114.56 亿元, 同比+107.05% (亿元, %)



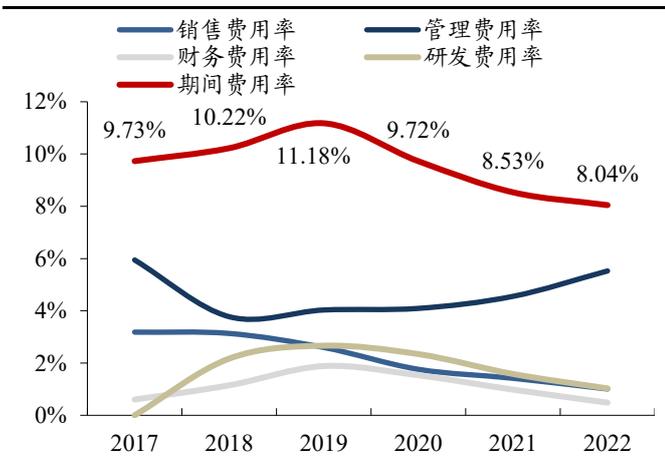
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q1 期间费用 15.15 亿元, 同比+7.22%, 环比-64.21% (亿元, %)



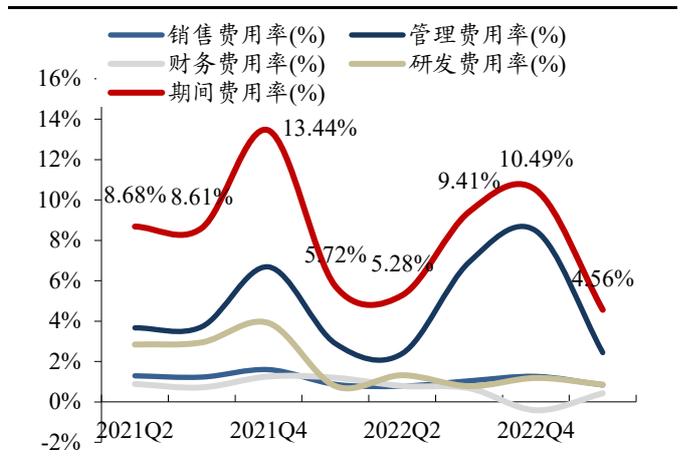
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 8.04%，同比-0.49pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

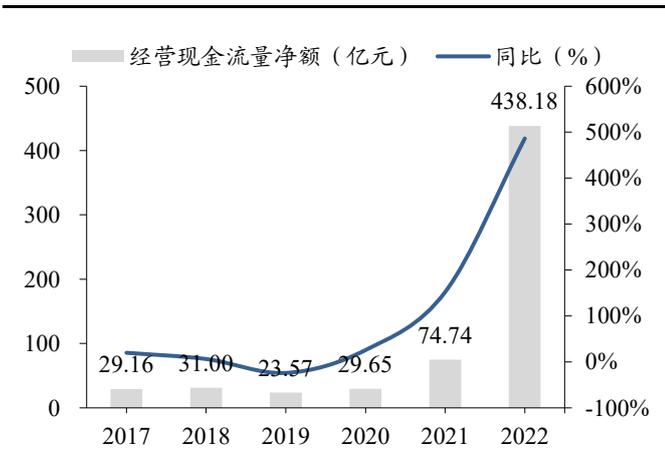
图10：2023Q1 期间费用率 4.56%，同比-1.17pct，环比-5.94pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

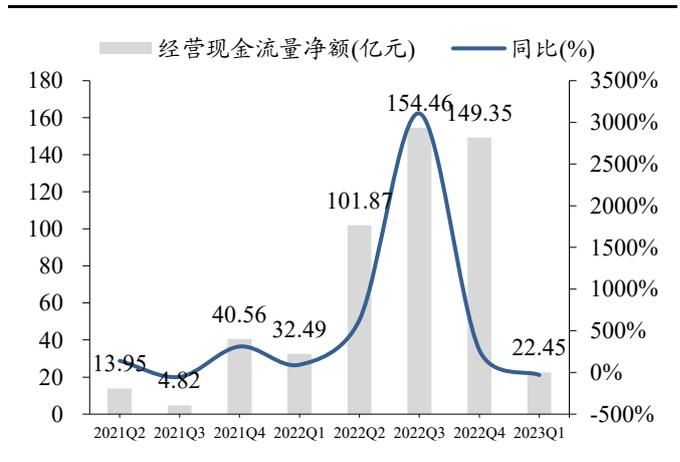
2022 年公司现金流大幅扩张，盈利能力稳定提升。2022 年公司经营活动现金流量净流入 438.18 亿元，同比增长 486.24%，主要系公司经营规模扩大，盈利能力提升所致。2023Q1 公司经营活动现金流量净流入 22.45 亿元，同比下降 30.89%；销售商品取得现金 324.85 亿元，同比增长 43.08%；期末合同负债 52.99 亿元，同比增长 3.08%，主要系公司出货量增加，预收客户货款上升所致。同时，2023Q1 公司期末存货 142.11 亿元，同比上升 116.32%，主要原因为公司经营规模扩大、原材料价格上涨。

图11：2022 年经营活动现金净流入 438.18 亿元，同比 +486.24%（亿元，%）



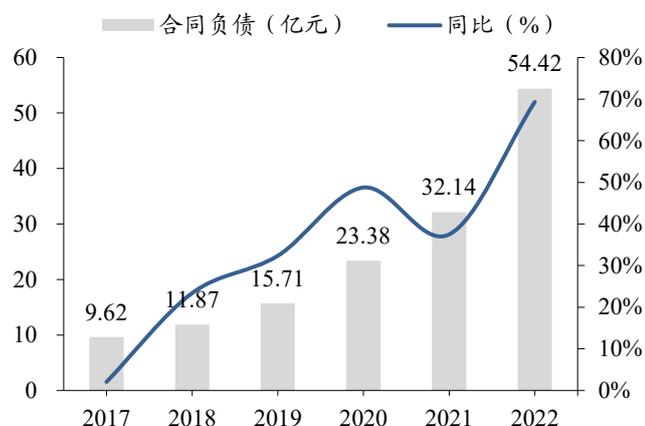
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q1 经营活动现金净流入 22.45 亿元，同比 -30.89%，环比-84.97%（亿元，%）



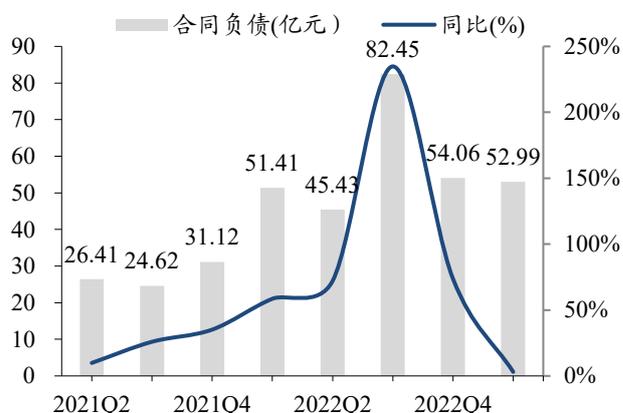
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 54.42 亿元, 同比+69.32% (亿元, %)



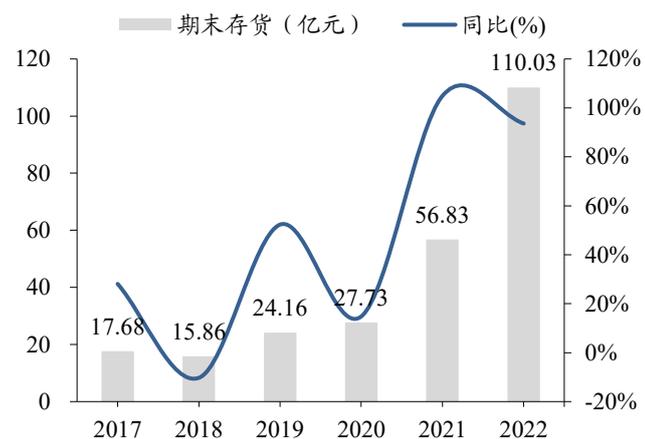
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 52.99 亿元, 同比+3.08%, 环比-1.98% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022 年期末存货 110.03 亿元, 同比+93.61% (亿元, %)



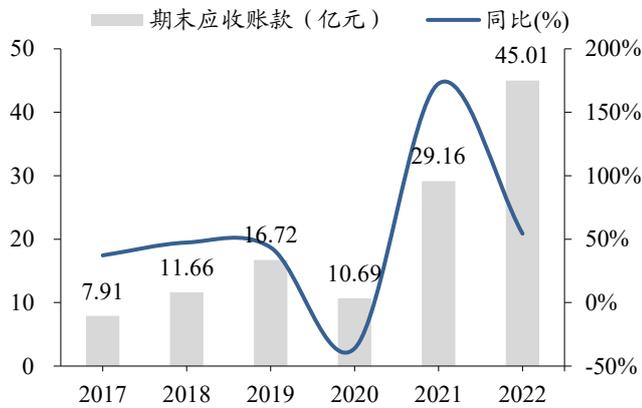
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q1 期末存货 142.11 亿元, 同比+116.32%, 环比+29.16% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2022 年期末应收账款 45.01 亿元, 同比+54.39% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2023Q1 期末应收账款 51.19 亿元, 同比+30.89%, 环比+13.72% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司硅料盈利坚挺, 我们上调 2023 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 196/175/186 亿元, (前值 2023/24 年为 175/161 亿元) 同比-24%/-11%/+6%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2023 年 13xPE, 对应目标价 57 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 硅料价格超预期下跌等。

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	75,511	107,985	120,970	142,268	营业总收入	142,423	159,292	167,189	202,087
货币资金及交易性金融资产	41,140	67,571	77,285	88,645	营业成本(含金融类)	88,060	116,876	131,347	163,310
经营性应收款项	21,506	24,234	25,618	31,063	税金及附加	911	1,035	920	1,111
存货	11,003	14,203	16,011	20,005	销售费用	1,435	1,752	1,672	1,920
合同资产	598	669	702	848	管理费用	7,868	6,850	6,604	7,821
其他流动资产	1,264	1,308	1,354	1,707	研发费用	1,464	1,593	1,839	2,021
非流动资产	69,733	77,048	88,282	97,019	财务费用	689	1,358	1,662	1,550
长期股权投资	391	391	391	391	加:其他收益	397	637	752	808
固定资产及使用权资产	57,355	58,649	64,198	67,386	投资净收益	-421	127	134	202
在建工程	3,997	9,919	15,604	21,153	公允价值变动	-36	0	0	0
无形资产	2,456	2,556	2,556	2,556	减值损失	-2,348	-2,924	-1,058	-1,002
商誉	603	603	603	603	资产处置收益	-13	-16	-17	-20
长期待摊费用	360	360	360	360	营业利润	39,574	27,654	22,958	24,342
其他非流动资产	4,571	4,571	4,571	4,571	营业外净收支	-1,235	-570	-570	-570
资产总计	145,244	185,033	209,252	239,288	利润总额	38,339	27,084	22,388	23,772
流动负债	36,357	46,626	51,815	63,645	减:所得税	5,966	4,063	3,358	3,566
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,300	2,212	2,212	2,212	净利润	32,373	23,021	19,030	20,206
经营性应付款项	19,906	26,412	29,679	36,901	减:少数股东损益	6,646	3,453	1,522	1,616
合同负债	5,406	7,175	8,063	10,025	归属母公司净利润	25,726	19,568	17,507	18,589
其他流动负债	8,746	10,827	11,860	14,507	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	4.35	3.89	4.13
非流动负债	35,641	41,141	41,141	39,141	EBIT	42,477	31,187	24,808	25,904
长期借款	15,409	20,909	20,909	18,909	EBITDA	48,058	39,047	33,992	36,308
应付债券	10,277	10,277	10,277	10,277	毛利率(%)	38.17	26.63	21.44	19.19
租赁负债	2,907	2,907	2,907	2,907	归母净利率(%)	18.06	12.28	10.47	9.20
其他非流动负债	7,048	7,048	7,048	7,048	收入增长率(%)	119.69	11.84	4.96	20.87
负债合计	71,999	87,767	92,956	102,786	归母净利润增长率(%)	217.25	-23.94	-10.53	6.18
归属母公司股东权益	60,797	81,365	98,872	117,462					
少数股东权益	12,448	15,901	17,423	19,040					
所有者权益合计	73,245	97,266	116,296	136,502					
负债和股东权益	145,244	185,033	209,252	239,288					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,818	39,573	32,801	35,001	每股净资产(元)	13.07	17.64	21.53	25.65
投资活动现金流	-20,806	-17,027	-21,429	-20,031	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	9,246	3,886	-1,659	-3,610	ROIC(%)	43.83	22.30	14.74	13.62
现金净增加额	32,291	26,431	9,713	11,360	ROE-摊薄(%)	42.32	24.05	17.71	15.83
折旧和摊销	5,581	7,860	9,184	10,404	资产负债率(%)	49.57	47.43	44.42	42.95
资本开支	-15,185	-17,155	-21,562	-20,233	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.79	8.93	9.98	9.40
营运资本变动	1,192	1,746	430	-902	P/B(现价)	2.97	2.20	1.80	1.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

