

2022年10月10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

guoyn@dwzq.com.cn

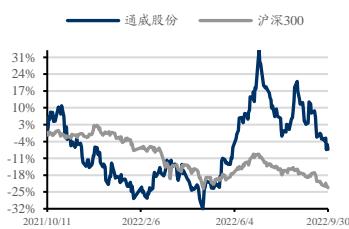
买入(维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	63,491	128,645	158,486	183,377
同比	44%	103%	23%	16%
归属母公司净利润(百万元)	8,208	27,923	21,501	21,222
同比	128%	240%	-23%	-1%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.82	6.20	4.78	4.71
P/E(现价&最新股本摊薄)	25.76	7.57	9.83	9.96

## 投资要点

- **事件:**公司发布2022年前三季度业绩预增公告,2022Q1-3公司实现归母净利润214-218亿元,同比增长260%-267%,扣非归母净利润216-220亿元,同比增长264%-271%;2022Q3归母净利润92-96亿元,同增208%-222%,扣非归母净利润91.07-95.07亿元,同增210%-224%,其中2022年Q3受四川限电影响净利润约7.53亿元,业绩超预期。公司业绩实现大幅增长,主要得益于多晶硅料市场需求旺盛,价格同比提升,叠加新产能快速爬坡,实现量利大幅提升。同时电池片业务产销两旺,产品结构持续优化,助力盈利快速增长。
- **产能快速爬坡,硅料量利高增:**我们预计2022Q1-3多晶硅料销量14.5-15.0万吨,同比增长100-105%左右,其中2022Q3出货7.0-7.5万吨,权益出货5.5-6.0万吨,同比增长104%-122%,环比增长约15%。我们预计2022Q3含税均价29万元/吨,测算单吨净利16-17万元/吨,创历史新高。硅料业务2022Q1-3累计利润约200+亿元,我们预计2022年权益出货约20万吨,若2022Q4均价保持25万元/吨,测算单吨净利约13万元,全年硅料利润达270+亿元!公司硅料产能持续扩张,我们预计2022年末将达到35万吨,2024-26年将提升至80-100万吨。光伏需求持续旺盛,虽2022Q4开始硅料产能逐步释放,但23年总体供应偏紧,我们预计均价保持18万元/吨,盈利能力坚挺!
- **大尺寸占比提升,产能紧缺带动价格上涨:**受四川限电影响,电池片销量增幅放缓,我们预计公司2022Q1-3电池片销量33-34GW,同比增长40%-44%,其中2022Q3销量11-12GW,同比增长12%左右,环比减少4%左右。同时,受益于大尺寸产能紧缺,我们预计2022Q3单瓦净利3-4分,环比略增。公司大尺寸占比持续提高,我们预计年末达90%以上;9月底上调电池报价约3分/W,我们预计2022Q4单瓦净利进一步提升。全年出货约45GW,对应电池业务利润15-20亿元。公司深入布局多种技术路线,我们预计8.5GW N型TOPCon产能将于年末投产,2023年电池总产能将达到80-100GW。
- **投建组件产能,一体化布局清晰:**2022年9月23日,公司公告在盐城市投资25GW高效光伏组件项目,我们预计固定资产投资约40亿元,持续加码组件产能。公司纵向布局组件业务,打造通威自主品牌。前期以国内地面电站为主,2022年8月中标华润电力3GW组件;同时正积极进行海外认证,后续拓展全球渠道。我们预计2022年组件出货5-10GW,2023年出货30GW,一体化布局愈发清晰。
- **盈利预测与投资评级:**基于硅料价格2022年持续超市场预期,上调盈利预测,我们预计2022-2024年净利润279/215/212亿元(前值227/195/166亿元),同比+240%/-23%/-1%,给予2023年15xPE,目标价71.6元,维持“买入”评级。
- **风险提示:**政策不及预期,竞争加剧等。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	46.96
一年最低/最高价	35.15/67.86
市净率(倍)	4.67
流通A股市值(百万元)	211,400.46
总市值(百万元)	211,400.46

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.05
资产负债率(% ,LF)	50.33
总股本(百万股)	4,501.71
流通A股(百万股)	4,501.71

## 相关研究

《通威股份(600438):通威股份2022年中报点评:硅料量利双增,新技术量产即将落地!》

2022-08-17

《通威股份(600438):2022H1业绩预告点评:量利双增,硅料景气周期超预期!》

2022-07-05

## 通威股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>28,749</b>	<b>75,050</b>	<b>104,609</b>	<b>132,989</b>	<b>营业总收入</b>	<b>63,491</b>	<b>128,645</b>	<b>158,486</b>	<b>183,377</b>
货币资金及交易性金融资产	3,013	26,042	41,088	59,255	营业成本(含金融类)	45,918	80,206	118,317	142,641
经营性应收款项	17,506	35,021	43,828	50,912	税金及附加	276	386	475	550
存货	5,683	9,926	14,643	17,653	销售费用	919	1,711	1,902	2,017
合同资产	715	1,449	1,785	2,065	管理费用	2,948	5,725	6,894	7,335
其他流动资产	1,833	2,612	3,266	3,104	研发费用	2,036	3,731	3,471	3,741
<b>非流动资产</b>	<b>59,501</b>	<b>72,980</b>	<b>88,011</b>	<b>104,419</b>	<b>财务费用</b>	<b>637</b>	<b>906</b>	<b>1,024</b>	<b>1,366</b>
长期股权投资	456	456	456	456	加:其他收益	359	810	555	642
固定资产及使用权资产	41,675	46,193	51,478	57,165	投资净收益	43	13	365	238
在建工程	10,636	19,497	29,244	39,965	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	2,411	2,511	2,511	2,511	减值损失	-253	-711	-284	-256
商誉	747	747	747	747	资产处置收益	-78	-643	-16	-18
长期待摊费用	262	262	262	262	<b>营业利润</b>	<b>10,834</b>	<b>35,450</b>	<b>27,022</b>	<b>26,333</b>
其他非流动资产	3,314	3,314	3,314	3,314	营业外净收支	-444	-460	-80	-50
<b>资产总计</b>	<b>88,250</b>	<b>148,030</b>	<b>192,620</b>	<b>237,408</b>	<b>利润总额</b>	<b>10,390</b>	<b>34,990</b>	<b>26,942</b>	<b>26,283</b>
<b>流动负债</b>	<b>28,360</b>	<b>57,998</b>	<b>79,488</b>	<b>101,574</b>	减:所得税	1,648	5,248	4,041	3,680
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,862	15,106	16,766	26,112	<b>净利润</b>	<b>8,742</b>	<b>29,741</b>	<b>22,900</b>	<b>22,603</b>
经营性应付款项	18,211	31,839	46,917	56,550	减:少数股东损益	534	1,818	1,400	1,381
合同负债	3,112	5,436	8,019	9,667	<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,208</b>	<b>27,923</b>	<b>21,501</b>	<b>21,222</b>
其他流动负债	3,174	5,617	7,785	9,244	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	6.20	4.78	4.71
非流动负债	18,234	18,634	18,834	18,934	EBIT	11,587	36,886	27,426	27,093
长期借款	11,441	11,841	12,041	12,141	EBITDA	14,839	40,455	31,394	31,510
应付债券	410	410	410	410	毛利率(%)	27.68	37.65	25.35	22.21
租赁负债	2,501	2,501	2,501	2,501	归母净利率(%)	12.93	21.71	13.57	11.57
其他非流动负债	3,882	3,882	3,882	3,882	收入增长率(%)	43.64	102.62	23.20	15.71
<b>负债合计</b>	<b>46,593</b>	<b>76,632</b>	<b>98,322</b>	<b>120,507</b>	归母净利润增长率(%)	127.50	240.20	-23.00	-1.30
归属母公司股东权益	37,503	65,426	86,927	108,148					
少数股东权益	4,154	5,972	7,371	8,753					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,657</b>	<b>71,398</b>	<b>94,298</b>	<b>116,901</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>88,250</b>	<b>148,030</b>	<b>192,620</b>	<b>237,408</b>					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,618	31,093	33,318	30,966	每股净资产(元)	8.33	14.53	19.31	24.02
投资活动现金流	-13,591	-18,848	-19,015	-20,912	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	2,902	10,785	743	8,113	ROIC(%)	18.93	38.92	20.51	16.40
现金净增加额	-3,083	23,029	15,046	18,167	ROE-摊薄(%)	21.89	42.68	24.73	19.62
折旧和摊销	3,252	3,568	3,968	4,418	资产负债率(%)	52.80	51.77	51.04	50.76
资本开支	-13,851	-18,861	-19,379	-21,150	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.76	7.57	9.83	9.96
营运资本变动	-5,894	-6,541	3,802	906	P/B(现价)	5.64	3.23	2.43	1.95

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>