

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

通威股份(600438)

## 投资评级

## 上次评级

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

邮箱: huangkai@cindasc.com

## 相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 业绩超预期，硅料业务量利齐升，一体化布局加速

2022年10月21日

- 公司发布2022年三季度快报，前三季度实现营业收入1020.84亿元，同比增长118.60%，实现归母净利润217.30亿元，同比增长265.54%，接近业绩预告214-218亿元的上限。  
单季度看，2022Q3公司实现营业收入417.45亿元，同比增长102.29%，环比增长17.08%，实现归母净利润95.06亿元，同比增长219.10%，环比增长35.22%。
- 硅料业务量利齐增，大规模扩张夯实龙头地位。我们预计2022前三季度公司硅料销量约17.5万吨，Q3单季销量在7万吨左右，均价在29万/吨左右，我们测算得出Q3单吨净利在15-16万/吨左右。在新产能建设及规划方面，公司已于6月份实现包头二期5万吨项目点火，乐山三期12万吨项目已获得能耗指标批复，预计23年下半年建成，此外，公司发布公告拟建设包头三期、保山三期各20万吨产能，总投资约280亿元，预计将于2024年投产，届时公司硅料名义产能将达75万吨，硅料龙头定位进一步夯实。
- 大尺寸电池片产销两旺，N型TOPCON蓄势待发。我们预计2022前三季度公司电池片销量约为33GW左右，Q3单季销量在11GW左右，受益于大尺寸PERC供应紧张，我们预计2022Q3单瓦净利在4分左右，随着金堂二期8GW、眉山三期8.5GW项目建设投产，预计2022年底公司电池片产能规模将超过70GW，其中大尺寸占比将超90%。在N型电池片方面，公司规划了8.5GW TOPCON PECVD技术路线的量产线，平均转换效率超过24.7%。
- 一体化布局加速，年内多次中标国内央企招标项目。2022年9月23日公司发布公告在盐城市投资25GW高效光伏组件项目，预计固定资产投资约40亿元。据北极星太阳能统计，今年以来在中国电建、国家电投、水发集团、华润、广东省能源集团五大央企的组件采购项目中通威股份中标规模达3.397GW。此外，近日大唐集团公布了2022年四季度P型PERC组件中标结果，共招标4773MW，通威股份成功为位列6家中标企业之中。
- 盈利预测与投资评级：基于硅料价格持续超预期及公司一体化布局加速，上调盈利预测，我们预计2022-2024年营业收入分别为1375/1772/1864亿元（前值1287/1677/1654亿元），同比增长116.6%/28.8%/5.2%，归母净利润分别为289/290/291亿元（前值为238/259/264亿元），同比增长252.0%/0.3%/0.5%；截止10月21日市值对应22-24年PE为7.3/7.3/7.3倍。
- 风险因素：光伏需求不及预期、产业链价格波动超预期、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	44,200	63,491	137,537	177,216	186,435
增长率 YoY %	17.7%	43.6%	116.6%	28.8%	5.2%
归属母公司净利润(百万元)	3,608	8,208	28,892	28,965	29,104
毛利率%	36.9%	127.5%	252.0%	0.3%	0.5%
净资产收益率 ROE%	17.1%	27.7%	37.3%	32.7%	27.2%
EPS(摊薄)(元)	11.8%	21.9%	46.5%	33.1%	25.8%
市盈率 P/E(倍)	0.80	1.82	6.42	6.43	6.47
市净率 P/B(倍)	58.66	25.78	7.32	7.31	7.27
	6.93	5.64	3.40	2.42	1.88

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月21日收盘价

资产负债表						利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	25,592	28,749	57,305	83,720	99,685	<b>营业收入</b>	44,200	63,491	137,537	177,216	186,435
货币资金	6,264	3,002	10,019	27,640	40,050	营业成本	36,648	45,918	86,220	119,194	135,769
应收票据	531	1,577	3,008	2,900	3,315	营业税金及附加	124	276	550	709	746
应收账款	1,069	2,916	4,725	5,120	5,238	销售费用	778	919	1,650	1,949	1,864
预付账款	1,113	1,607	2,587	3,576	4,073	管理费用	1,809	2,948	5,501	5,848	5,966
存货	2,773	5,683	8,687	8,530	8,819	研发费用	1,035	2,036	3,438	3,544	3,729
其他	13,841	13,965	28,280	35,955	38,190	财务费用	676	637	-9	-168	-530
<b>非流动资产</b>	38,660	59,501	80,217	98,993	118,600	减值损失合计	-268	-129	100	100	100
长期股权投资	478	456	456	456	456	投资净收益	1,569	43	43	43	43
固定资产(合计)	29,830	37,299	54,206	68,916	84,276	其他	282	163	688	886	932
无形资产	1,664	2,411	2,411	2,411	2,411	<b>营业利润</b>	4,713	10,834	41,017	47,168	39,967
其他	6,689	19,335	23,144	27,211	31,457	营业外收支	-439	-444	0	0	0
<b>资产总计</b>	64,252	88,250	137,522	182,714	218,285	<b>利润总额</b>	4,274	10,390	41,017	47,168	39,967
<b>流动负债</b>	22,381	28,360	46,972	55,836	61,220	所得税	559	1,648	6,152	7,075	5,995
短期借款	2,349	1,375	875	575	425	<b>净利润</b>	3,715	8,742	34,864	40,093	33,972
应付票据	9,412	9,958	14,950	18,159	19,554	少数股东损益	107	534	5,973	11,128	4,867
应付账款	3,917	8,151	17,236	19,185	21,546	<b>归属母公司净利润</b>	3,608	8,208	28,892	28,965	29,104
其他	6,702	8,875	13,911	17,917	19,694	EBITDA	6,536	14,839	45,248	52,182	45,787
<b>非流动负债</b>	10,327	18,234	18,234	18,234	18,234	EPS(当年)(元)	0.86	1.82	6.42	6.43	6.47
长期借款	6,297	11,441	11,441	11,441	11,441						
其他	4,031	6,793	6,793	6,793	6,793						
<b>负债合计</b>	32,708	46,593	65,206	74,070	79,453						
少数股东权益	1,003	4,154	10,127	21,254	26,122						
归属母公司股东权益	30,541	37,503	62,190	87,389	112,710						
<b>负债和股东权益</b>	64,252	88,250	137,522	182,714	218,285						
<b>重要财务指标</b>						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44,200	63,491	137,537	177,216	186,435	<b>经营活动现金流</b>	3,025	7,618	36,729	45,677	42,324
同比 (%)	17.7%	43.6%	116.6%	28.8%	5.2%	净利润	3,715	8,742	34,864	40,093	33,972
归属母公司净利润	3,608	8,208	28,892	28,965	29,104	折旧摊销	2,479	3,252	4,384	5,324	6,493
同比 (%)	36.9%	127.5%	252.0%	0.3%	0.5%	财务费用	726	705	51	33	23
毛利率 (%)	17.1%	27.7%	37.3%	32.7%	27.2%	投资损失	-1,569	-43	-43	-43	-43
ROE%	11.8%	21.9%	46.5%	33.1%	25.8%	营运资金变动	-2,996	-5,894	-2,427	370	1,979
EPS(摊薄)(元)	0.80	1.82	6.42	6.43	6.47	其它	670	856	-100	-100	-100
P/E	58.66	25.78	7.32	7.31	7.27	<b>投资活动现金流</b>	-4,740	-13,591	-24,957	-23,957	-25,957
P/B	6.93	5.64	3.40	2.42	1.88	资本支出	-5,354	-13,851	-25,000	-24,000	-26,000
EV/EBITDA	27.29	14.66	4.85	3.86	4.12	长期投资	182	177	0	0	0
						其他	432	84	43	43	43
						<b>筹资活动现金流</b>	5,795	2,902	-4,656	-4,098	-3,956
						吸收投资	6,420	2,731	0	0	0
						借款	14,436	13,172	-500	-300	-150
						支付利息或股	-1,299	-1,727	-4,156	-3,798	-3,806
						<b>现金流量净增加额</b>	4,043	-3,083	7,116	17,621	12,410

## 研究团队简介

武浩：电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。(邮箱：zhangpeng1@cindasc.com)

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。(邮箱：huangkai@cindasc.com)

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。(邮箱：hujunying@cindasc.com)

曾一贊，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。(邮箱：zengyiyun@cindasc.com)

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。(邮箱：sunran@cindasc.com)

陈玫洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。(邮箱：chenmeijie@cindasc.com)

**机构销售联系人**

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:giliyuan@cindasc.com">giliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20%以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	<b>看高：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。