

通威股份 (600438)

2022 年三季度报点评：利润再创新高，电池组件加深布局，看好龙头一体化成长 买入（维持）

2022 年 10 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

guoyn@dwzq.com.cn

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）	25.98	7.64	9.92	10.05

#业绩超预期 #一体化

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度报，2022Q1-3 实现营业收入 1020.84 亿元，同增 118.60%；实现归属母公司净利润 217.3 亿元，同增 265.54%。其中 2022Q3 实现营业收入 417.45 亿元，同增 107.30%，环增 17.08%；实现归属母公司净利润 95.07 亿元，同增 219.12%，环增 35.24%。2022Q1-3 毛利率为 38.59%，同升 13.02pct，Q3 毛利率 43.68%，同升 16.36pct，环升 7.97pct。业绩超市场预期。
- **硅料价格坚挺、公司量利双升。**2022Q3 硅料行业供应不及预期，价格持续坚挺，测算 2022Q3 均价 29 万元/吨，环比 2022Q2 上涨 15%。公司 2022Q1-3 权益出货 14.5-15 万吨，同增 100%-105%，其中 2022Q3 出货 7-7.5 万吨，权益出货 5.5-6 万吨，同增 104%-122%，环增约 15%，测算单吨净利 16-17 万元/吨，创历史新高，对应硅料利润 90 亿元+。2022Q4 看硅料产能逐渐释放，我们预计全行业供应 30 万吨，价格拐点将至，小幅降价即可刺激下游需求，我们预计均价保持 25 万元+/吨，2022 全年硅料净利可达 270 亿元+。公司硅料产能持续扩张，我们预计 2022 年底将达 35 万吨，2024-2026 年将提升至 80-100 万吨。光伏需求持续旺盛，我们预计 2023 年行业供应 140-150 万吨硅料，总体供需偏紧，我们预计均价将保持 18 万元/吨，公司盈利能力坚挺！
- **电池价格坚挺、盈利持续改善。**2022Q1-3 公司电池销量 32GW，同增约 45%，其中 2022Q3 销量 10~11GW（受四川限电影响，Q3 增幅放缓）。受益于大尺寸产能紧缺，电池价格坚挺，测算 Q3 单瓦净利 5 分（其中大尺寸盈利更高），环比略增。公司大尺寸占比持续提高，我们预计 2022 年底达 90%以上；2022Q4 看，公司 9 月底上调电池报价约 3 分/W，我们预计单瓦净利进一步提升，2022 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 2022 年末投产，2023 年电池总产能将达到 80-100GW。
- **组件业务持续推进、龙头布局清晰。**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，并在产能、渠道方面不断加深布局。公司在盐城市扩建 25GW 高效光伏组件，持续加码组件产能；渠道上正在积极进行海外认证，后续将拓展全球渠道。我们预计公司 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：**基于硅料价格持续坚挺，我们维持公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年净利润 279/215/212 亿元，同比+240%/-23%/-1%，基于公司硅料龙头地位，并向下拓展一体化业务，我们给予公司 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.37
一年最低/最高价	35.15/67.86
市净率(倍)	3.89
流通 A 股市值(百万元)	213,246.16
总市值(百万元)	213,246.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.16
资产负债率(%，LF)	51.16
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): 2022Q3 业绩预告点评：硅料价格持续坚挺，电池产销两旺，盈利持续超预期》

2022-10-10

《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

图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 1020.84 亿元, 同比+118.60% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 217.3 亿元, 同比+265.54% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 417.45 亿元, 同比+107.30% (亿元, %)	3
图 4: 2022Q3 归母净利润 95.07 亿元, 同比+219.12% (亿元, %)	3
图 5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比+13.02、+8.56pct%	4
图 6: 2022Q3 毛利率、净利率同比+16.36、+7.98pct (%)	4
图 7: 公司多晶硅料销量及单吨净利 (左轴: 万吨, 右轴: 万元/吨)	5
图 8: 公司电池销量及单 W 净利 (左轴: GW, 右轴: 元/W)	5
图 7: 2022Q1-3 期间费用 72.23 亿元, 同比+52.72% (亿元, %)	6
图 8: 2022Q3 期间费用率 4.51%, 同比-0.87pct (%)	6
图 9: 2022Q3 现金净流入 154.46 亿元, 同比-3107.67% (亿元)	7
图 10: 2022Q3 期末合同负债 83.1 亿元, 同比+234.84% (亿元)	7
表 1: 2022Q1-3 收入 1020.84 亿元, 同比增长 118.60%; 盈利 217.3 亿元, 同比增长 265.54% (单位: 亿元)	3

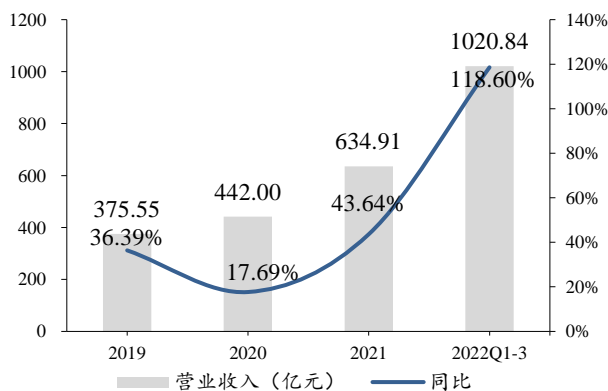
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 1020.84 亿元, 同比增长 118.60%; 实现利润总额 308.83 亿元, 同比增长 314.04%; 实现归属母公司净利润 217.3 亿元, 同比增长 265.54%。其中 2022Q3, 实现营业收入 417.45 亿元, 同比增长 107.30%, 环比增长 17.08%; 实现归属母公司净利润 95.07 亿元, 同比增长 219.12%, 环比增长 35.24%。Q1-3 毛利率为 38.59%, 同比上升 13.02pct, Q3 毛利率 43.68%, 同比上升 16.36pct, 环比上升 7.97pct; Q1-3 归母净利率为 21.29%, 同比上升 8.56pct, Q3 归母净利率 22.77%, 同比上升 7.98pct, 环比上升 3.06pct。业绩超市场预期。

表1: 2022Q1-3 收入 1020.84 亿元, 同比增长 118.60%; 盈利 217.3 亿元, 同比增长 265.54% (单位: 亿元)

通威股份	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	2022Q3 同比	2022Q2	2022Q3 环比
营业收入	1020.84	467.00	118.6%	417.45	201.38	107.3%	356.54	17.1%
毛利率	38.6%	25.6%	13.0%	43.7%	27.3%	16.4%	35.7%	8.0%
营业利润	313.87	75.13	317.8%	141.27	37.28	278.9%	103.81	36.1%
利润总额	308.83	74.59	314.0%	140.83	37.26	278.0%	99.29	41.8%
归属母公司净利润	217.30	59.45	265.5%	95.07	29.79	219.1%	70.29	35.2%
扣非归母净利润	219.81	59.31	270.6%	94.88	29.36	223.1%	73.58	28.9%
归母净利率	21.3%	12.7%	8.6%	22.8%	14.8%	8.0%	19.7%	3.1%
股本	45.02	45.02	-	45.02	45.02	-	45.02	-
EPS	4.83	1.32	265.5%	2.11	0.66	219.1%	1.56	35.2%

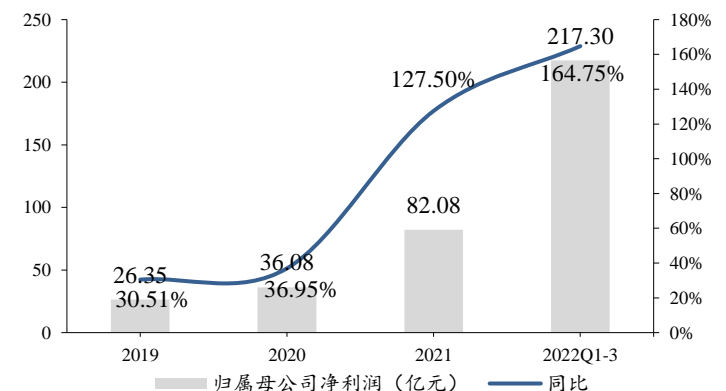
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 1020.84 亿元, 同比+118.60% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

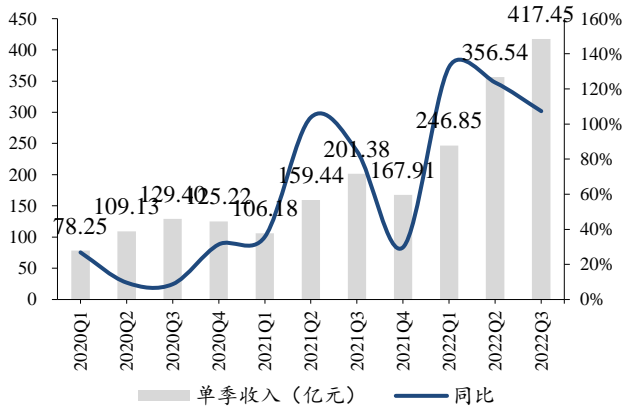
图2: 2022Q1-3 归母净利润 217.3 亿元, 同比+265.54% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

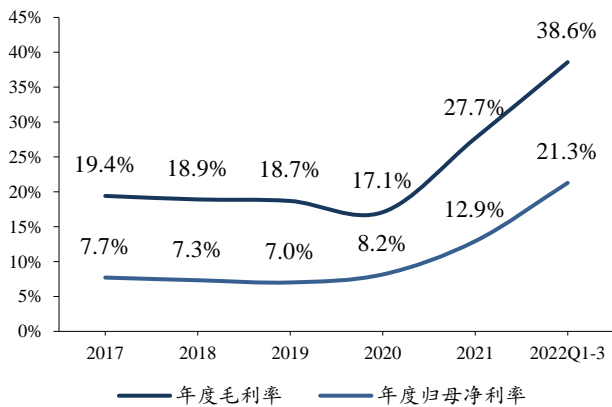
图3: 2022Q3 收入 417.45 亿元, 同比+107.30% (亿元, %)

图4: 2022Q3 归母净利润 95.07 亿元, 同比+219.12% (亿元, %)

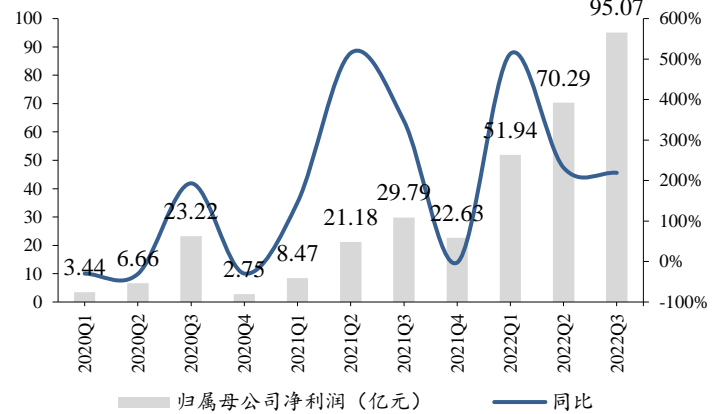


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比+13.02、+8.56pct%

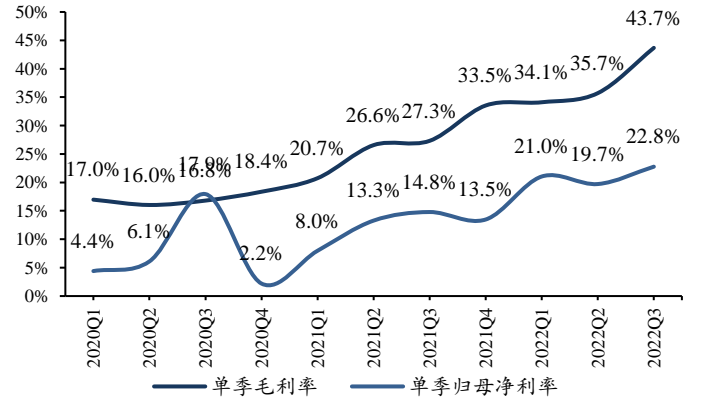


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

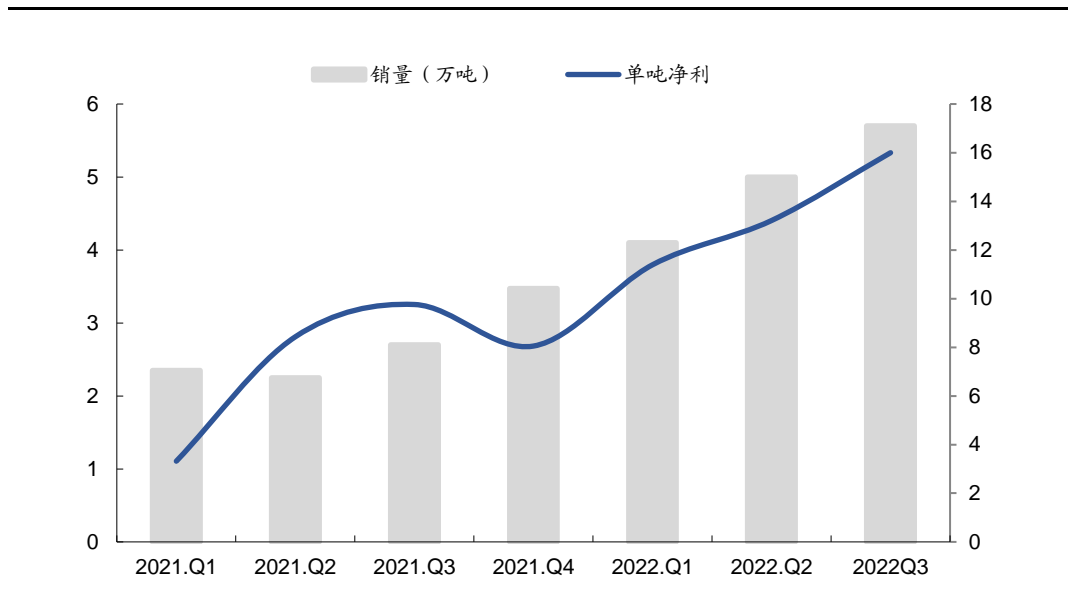
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比+16.36、+7.98pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

硅料价格坚挺、公司量利双升。2022Q3 硅料行业供应不及预期, 价格持续坚挺, 测算 2022Q3 均价 29 万元/吨, 环比 2022Q2 上涨 15%。公司 2022Q1-3 权益出货 14.5-15 万吨, 同增 100%-105%, 其中 2022Q3 出货 7-7.5 万吨, 权益出货 5.5-6 万吨, 同增 104%-122%, 环增约 15%, 测算单吨净利 16-17 万元/吨, 创历史新高, 对应硅料利润 90 亿元+。2022Q4 看硅料产能逐渐释放, 我们预计全行业供应 30 万吨, 价格拐点将至, 小幅降价即可刺激下游需求, 我们预计均价保持 25 万元+/吨, 2022 全年硅料净利可达 270 亿元+。公司硅料产能持续扩张, 我们预计 2022 年底将达 35 万吨, 2024-2026 年将提升至 80-100 万吨。光伏需求持续旺盛, 我们预计 2023 年行业供应 140-150 万吨硅料, 总体供需偏紧, 我们预计均价将保持 18 万元/吨, 公司盈利能力坚挺!

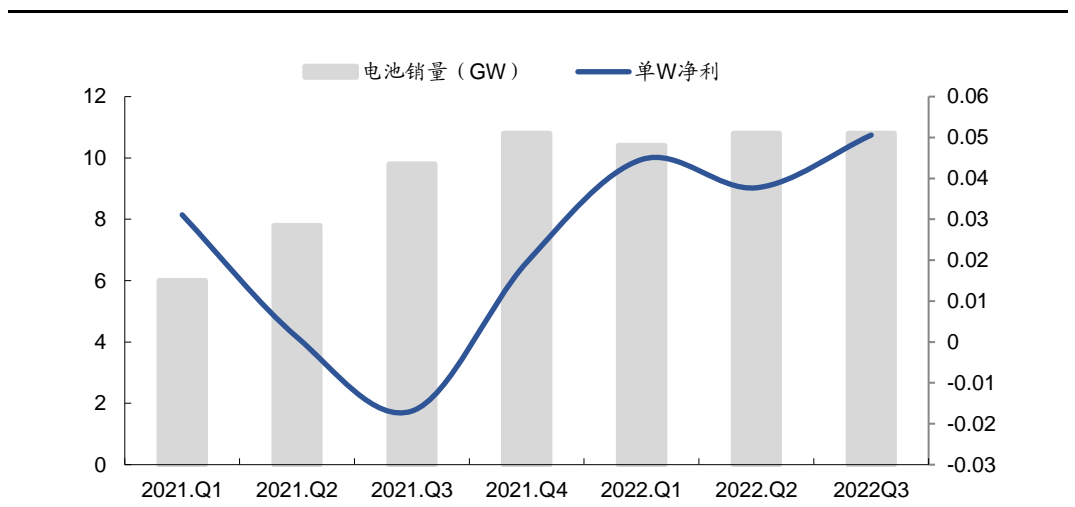
图7：公司多晶硅料销量及单吨净利（左轴：万吨，右轴：万元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电池价格坚挺、盈利持续改善。2022Q1-3 公司电池销量 32GW，同增约 45%，其中 2022Q3 销量 10~11GW（受四川限电影响，Q3 增幅放缓）。受益于大尺寸产能紧缺，电池价格坚挺，测算 Q3 单瓦净利 5 分（其中大尺寸盈利更高），环比略增。公司大尺寸占比持续提高，我们预计 2022 年底达 90%以上；2022Q4 看，公司 9 月底上调电池报价约 3 分/W，我们预计单瓦净利进一步提升，2022 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 2022 年末投产，2023 年电池总产能将达到 80-100GW。

图8：公司电池销量及单 W 净利（左轴：GW，右轴：元/W）

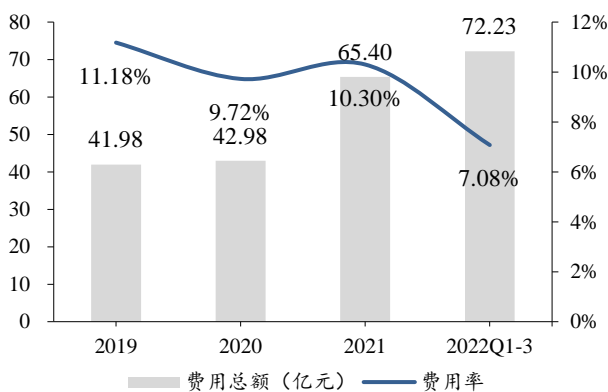


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

组件业务持续推进、龙头布局清晰。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，并在产能、渠道方面不断加深布局。公司在盐城市扩建25GW高效光伏组件，持续加码组件产能；渠道上正在积极进行海外认证，后续将拓展全球渠道。我们预计公司2022年组件出货5-10GW，2023年出货30GW，一体化布局愈发清晰。

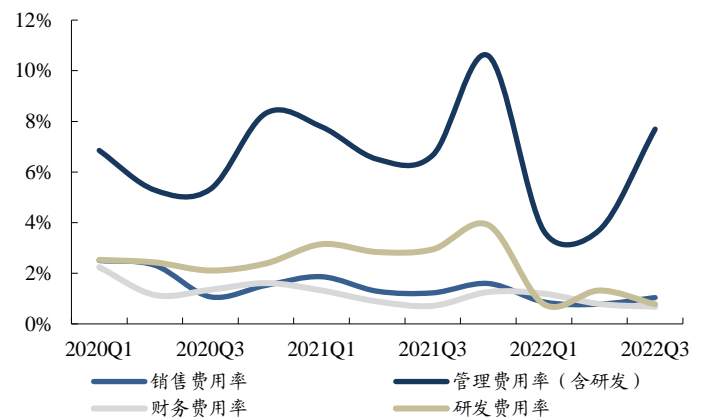
控费能力优秀，2022Q1-3期间费用率同比下降：公司2022Q1-3期间费用同比增长52.72%至72.23亿元，期间费用率下降2.09个百分点至10.30%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升42.25%、上升69.70%、下降28.48%、上升101.45%至9.26亿元、54.4亿元、9.87亿元、8.58亿元；费用率分别下降0.49、下降1.54、下降1.99、下降0.07个百分点至0.91%、5.33%、0.97%、0.84%。2022Q3销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+78.64%/+94.79%/+117.29%/-17.59%，费用率分别为1.04%/7.69%/0.78%/0.68%。

图7：2022Q1-3期间费用72.23亿元，同比+52.72% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

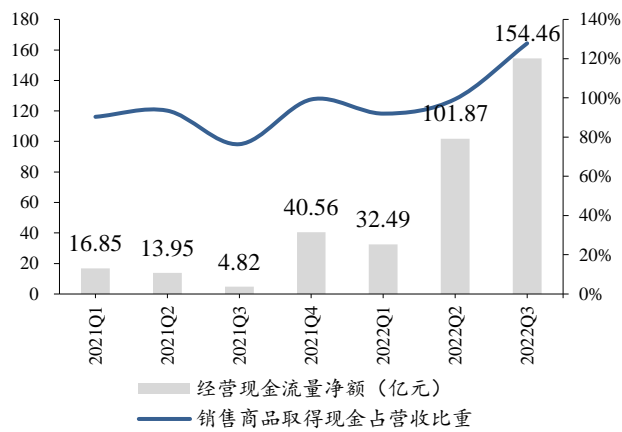
图8：2022Q3期间费用率4.51%，同比-0.87pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

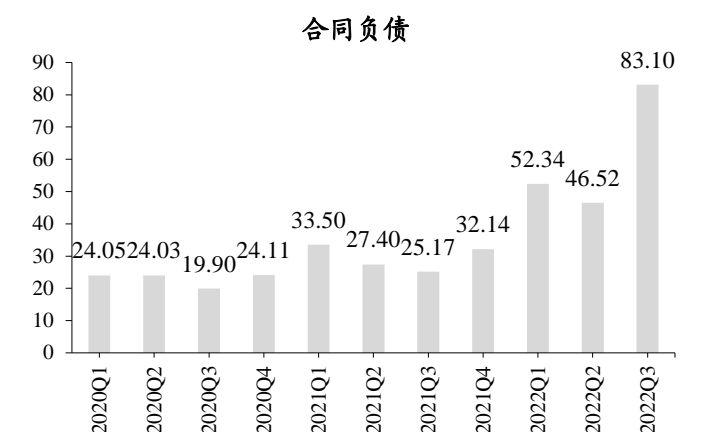
现金流大幅增长，盈利能力提升：公司2022Q1-3经营活动现金流量净流入288.83亿元，同比增长710.90%，其中2022Q3经营活动现金流量净额154.46亿元；2022Q1-3销售商品取得现金1114.83亿元，同比增长179.57%。期末合同负债82.45亿元，同比+234.84%。期末应收账款35.71亿元，较期初增长6.55亿元，应收账款周转天数下降2.72天至8.58天。期末存货98.85亿元，较期初上升42.02亿元；存货周转天数上升0.38天至33.52天。

图9: 2022Q3 现金净流入 154.46 亿元, 同比-3107.67% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末合同负债 83.1 亿元, 同比+234.84% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于硅料价格持续坚挺, 我们维持公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年净利润 279/215/212 亿元, 同比+240%/-23%/-1%, 基于公司硅料龙头地位, 并向下拓展一体化业务, 我们给予公司 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。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,749	75,050	104,609	132,989	营业总收入	63,491	128,645	158,486	183,377
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
非流动资产	59,501	72,980	88,011	104,419	财务费用	637	906	1,024	1,366
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	营业利润	10,834	35,450	27,022	26,333
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
资产总计	88,250	148,030	192,620	237,408	利润总额	10,390	34,990	26,942	26,283
流动负债	28,360	57,998	79,488	101,574	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	净利润	8,742	29,741	22,900	22,603
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	归属母公司净利润	8,208	27,923	21,501	21,222
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
负债合计	46,593	76,632	98,322	120,507	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					
所有者权益合计	41,657	71,398	94,298	116,901					
负债和股东权益	88,250	148,030	192,620	237,408					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	25.98	7.64	9.92	10.05
营运资本变动	-5,894	-6,541	3,802	906	P/B(现价)	5.69	3.26	2.45	1.97

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>

