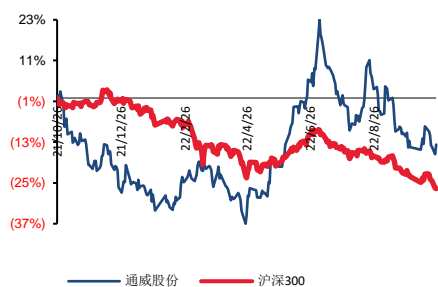


电力设备 光伏设备

## 硅料量利齐升, TOPCon 技术与一体化加速落地

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,502/4,502
总市值/流通(百万元)	213,246/213,246
12 个月最高/最低(元)	67.75/35.17

### 相关研究报告:

通威股份(600438)《硅料迎来量利齐升, TOPCon 技术与一体化加速落地》--2022/08/19

### 证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080001

**事件:** 公司 2022 年第三季度报告公布, 前三季度实现营业收入 1020.84 亿元, 同比+119.60%; 归母净利润 217.30 亿元, 同比+265.54%; 扣非归母净利润 219.81 亿元, 同比+270.62%。三季度, 公司实现营业收入 417.45 亿元, 同比+107.30%、环比+17.08%; 归母净利润 95.07 亿元, 同比+219.12%、环比+35.24%; 扣非归母净利润 94.88 亿元, 同比+233.13%、环比+28.94%。

**硅料量利齐升, TOPCon 产能加速落地。**2022 年前三季度, 公司期间费用率为 7.08%, 同比下降 2.09pcts, 运营效率明显改善。**公司硅料、电池片量利齐升:** 1) 硅料业务, 2022 前三季度权益出货近 15 万吨, 三季度权益出货超 5.5 万吨, 实现单吨净利约 17 万元/吨。目前已形成 23 万吨/年的高纯晶硅产能, 公司与隆基绿能、双良节能、高景太阳能、晶科能源等企业签订硅料长单, 保障后续产品销售。2) 电池片业务, 2022 前三季度出货超 32GW, 单瓦盈利持续修复。大尺寸产能达 70%以上, 年底将突破 90%。2022/2023 电池片产能有望达到 70/100GW, 新建 8.5GW 产能为 TOPCon 产能, 随着大规模量产、良率持续提升以及效率持续提升等, 2023 年公司 TOPCon 产能优势有望凸显。

**优质硅料产能助力市占率提升, 一体化布局打开成长空间。**1) **硅料业务,** N 型硅料技术领先行业, 目前已经实现批量出货。公司的乐山三期 12 万吨项目已取得能耗指标批复, 预计将于 2023 年下半年建成投产, 此项目达产有望带动市占率进一步提升。2) **硅片业务,** 公司在硅片环节有与天合光能合资建设的 15GW 硅片(通威持股 65%)、与晶科能源合资建设的 15GW 硅片产能(通威持股 30%), 战略性布局硅片环节。3) **电池片业务,** 公司 TOPCon 转化效率超过 24.7%, HJT 达 25.67%, 从中试线效率看, 公司电池片效率处于行业前列。技术路线上, 公司选择了 210 PECVD 多晶硅沉积技术路线, 石英耗材低, 掺杂可控性更高。4) **组件业务,** 目前产能达 6GW, 同时拟在盐城市建设年产 25GW 高效光伏组件制造基地项目, 公司近期多次中标组件项目, 加速推进组件布局。

**投资建议:** 公司硅料业务量利齐升, TOPCon 产能即将落地, 积极推动一体化布局, 看好其中长期成长空间。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 1339.51 亿元、1605.76 亿元、1891.33 亿元; 归母净利润分别为 280.89 亿元、226.56 亿元、231.06 亿元, 对应 EPS 分别为 6.24 元、5.03 元、5.13 元, 维持“买入”评级。

**风险提示：**公司项目推进不及预期、行业竞争格局加剧、海外市场政策变动

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63491	133951	160576	189133
(+/-%)	43.64	110.98	19.88	17.78
净利润(百万元)	8208	28089	22656	23106
(+/-%)	127.50	242.21	(19.34)	1.98
摊薄每股收益(元)	1.82	6.24	5.03	5.13
市盈率(PE)	25.98	7.59	9.41	9.23

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6264	3002	49484	78631	105480
应收和预付款项	2183	4522	7111	9580	11611
存货	2773	5683	8612	12323	15405
其他流动资产	14371	15542	7980	9127	10499
流动资产合计	25592	28749	73186	109662	142995
长期股权投资	478	456	456	456	456
投资性房地产	103	112	112	112	112
固定资产	28251	37299	37299	37299	37299
在建工程	2998	10636	15532	21342	26848
无形资产开发支出	1664	2411	2411	2411	2411
长期待摊费用	160	262	262	262	262
其他非流动资产	7003	8325	8325	8325	8325
资产总计	66248	88250	137582	179869	218707
短期借款	2349	1375	1375	1375	1375
应付和预收款项	3952	8254	12546	17869	22353
长期借款	6297	11441	11441	11441	11441
其他负债	22264	25523	38963	50721	59654
负债合计	34862	46593	64325	81407	94823
股本	4502	4502	4502	4502	4502
资本公积	16106	16108	16108	16108	16108
留存收益	9837	16960	45048	67705	90810
归母公司股东权益	30386	37503	65591	88248	111353
少数股东权益	998	4154	7665	10214	12530
股东权益合计	31385	41657	73257	98462	123884
负债和股东权益	66248	88250	137583	179869	218708

现金流量表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	3000	7058	53082	36007	33146
投资性现金流	(4740)	(13591)	(5807)	(6066)	(5504)
融资性现金流	5795	2902	(793)	(794)	(794)
现金增加额	4055	(3631)	46482	29148	26849

利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44200	63491	133951	160576	189133
营业成本	36648	45918	85869	118484	145246
营业税金及附加	124	276	750	899	1059
销售费用	778	919	1206	2409	3026
管理费用	1809	2948	3429	4496	5296
财务费用	676	637	749	51	(386)
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	1569	43	107	482	757
公允价值变动	5	6	0	0	0
营业利润	4713	10834	39061	31093	31360
其他非经营损益	(439)	(444)	(1055)	(777)	(784)
利润总额	4274	10390	38007	30315	30576
所得税	559	1648	6407	5110	5154
净利润	3715	8742	31600	25205	25422
少数股东损益	107	534	3511	2549	2316
归母股东净利润	3608	8208	28089	22656	23106

预测指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.09%	27.68%	35.90%	26.21%	23.20%
销售净利率	8.16%	12.93%	20.97%	14.11%	12.22%
销售收入增长率	17.69%	43.64%	110.98%	19.88%	17.78%
EBIT 增长率	11.72%	199.39%	245.33%	(23.14%)	(1.66%)
净利润增长率	36.95%	127.50%	242.21%	(19.34%)	1.98%
ROE	11.87%	21.89%	42.82%	25.67%	20.75%
ROA	5.45%	9.30%	20.42%	12.60%	10.56%
ROIC	9.44%	17.08%	79.31%	67.39%	68.91%
EPS (X)	0.86	1.82	6.24	5.03	5.13
PE (X)	44.80	25.98	7.59	9.41	9.23
PB (X)	5.69	5.40	3.25	2.42	1.92
PS (X)	3.91	3.19	1.59	1.33	1.13
EV/EBITDA (X)	28.74	15.31	4.62	5.05	4.24

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。