

2022年10月27日

通威股份（600438.SH）

硅料盈利维持高位，组件业务加速推进

投资要点

- ◆ **事件：**10月26日，公司发布2022年三季报，2022年前三季度实现营业收入1020.8亿元，同比+118.6%；归母净利润217.3亿元，同比+265.5%；扣非归母净利润219.8亿元，同比+270.6%；毛利率38.6%，同比+13.0pct；净利率25.6%，同比+12.1pct。其中2022Q3营收417.4亿元，同/环比+107.3%/+17.1%；归母净利润95.1亿元，同/环比+219.1%/+35.2%；毛利率43.7%，同/环比+16.4%/+8.0pct；净利率28.6%，同/环比12.8%/+5.0pct。公司前三季度业绩接近预告上限。
- ◆ **硅料贡献主要利润，产能扩张持续进行：**硅料销售方面，推算公司Q3出货量超过7万吨，前三季度出货约18万吨，前三季度硅料价格处于高位，公司硅料业务贡献主要利润。硅料产能方面，预计乐山三期12万吨项目于2023年下半年投产，预计包头20万吨及保山20万吨项目均于2024年内投产，到2023/2024年底公司硅料名义产能将达到35/75万吨。长单签订方面，从年初至今，公司分别与隆基、高景、宇泽等签订多晶硅长单采购/销售合同，时间跨度2-6年不等，覆盖约144万吨硅料销售。
- ◆ **8.5GW TOPCon电池产能预计年底投产，扩建25GW组件产能布局一体化：**电池片方面，公司8.5GW TOPCon电池产能将于今年年底投产，16GW高效电池项目预计2023年底前投产，到今年年底公司电池产能将达到70GW，2023年底将达到80-100GW。组件方面，公司拟在盐城建设25GW项目，产业链一体化布局持续推进。
- ◆ **投资建议：**公司硅料业务全年将维持盈利高位，电池片业务盈利能力持续修复，组件业务加速推进，我们预计公司2022-2024年归母净利润289.1亿元、229.6亿元、241.8亿元，相当于2023年9.4倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**全球光伏需求恢复不及预期；产业链价格下滑超预期；产能释放不及预期；其他生产突发事件的风险。

公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级 **买入-A(维持)**股价(2022-10-26) **47.73元**

交易数据

总市值（百万元）	214,866.78
流通市值（百万元）	214,866.78
总股本（百万股）	4,501.71
流通股本（百万股）	4,501.71
12个月价格区间	64.53/36.56

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.2	5.32	1.72
绝对收益	-9.01	-21.41	-37.41

分析师

刘荆
SAC执业证书编号：S0910520020001
liujing1@huajinsc.cn

报告联系人

乔春绒
qiaochunrong@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	139,225	159,456	182,233
YoY(%)	17.7	43.6	119.3	14.5	14.3
净利润(百万元)	3,608	8,208	28,907	22,962	24,177
YoY(%)	36.9	127.5	252.2	-20.6	5.3
毛利率(%)	17.1	27.7	38.1	28.4	25.9
EPS(摊薄/元)	0.80	1.82	6.42	5.10	5.37
ROE(%)	11.8	21.0	48.1	28.1	23.3
P/E(倍)	59.6	26.2	7.4	9.4	8.9
P/B(倍)	7.0	5.7	3.4	2.8	2.3
净利率(%)	8.2	12.9	20.8	14.4	13.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25592	28749	79896	83081	89409	营业收入	44200	63491	139225	159456	182233
现金	6264	3002	30901	40481	42096	营业成本	36648	45918	86124	114242	135063
应收票据及应收账款	1600	4492	6646	7220	8626	营业税金及附加	124	276	849	829	866
预付账款	1113	1607	3962	3124	4975	营业费用	778	919	1476	2736	2825
存货	2773	5683	12449	8323	9686	管理费用	1809	2948	5555	6235	7016
其他流动资产	13841	13965	25939	23933	24027	研发费用	1035	2036	2130	3396	4195
非流动资产	38660	59501	69077	90462	112759	财务费用	676	637	1177	1236	1269
长期投资	478	456	446	461	476	资产减值损失	-268	-129	-459	-478	-656
固定资产	29819	37298	51950	60999	73930	公允价值变动收益	5	6	0	0	0
无形资产	1664	2411	2569	2760	2966	投资净收益	1569	43	90	115	115
其他非流动资产	6700	19337	14112	26243	35388	营业利润	4713	10834	41545	30417	30458
资产总计	64252	88250	148974	173543	202168	营业外收入	37	20	29	32	29
流动负债	22381	28360	50445	57491	68732	营业外支出	476	464	600	500	500
短期借款	2349	1375	200	200	200	利润总额	4274	10390	40973	29949	29987
应付票据及应付账款	13329	18109	22902	26769	33260	所得税	559	1648	6146	4492	4498
其他流动负债	6702	8875	27343	30522	35272	税后利润	3715	8742	34827	25457	25489
非流动负债	10327	18234	26144	25437	24221	少数股东损益	107	534	5921	2495	1313
长期借款	6707	11852	12861	13036	12519	归属母公司净利润	3608	8208	28907	22962	24177
其他非流动负债	3621	6382	13283	12402	11702	EBITDA	7150	13981	44452	33911	34828
负债合计	32708	46593	76589	82928	92952						
少数股东权益	1003	4154	10075	12569	13882						
股本	4502	4502	4502	4502	4502						
资本公积	16106	16108	16114	16114	16114						
留存收益	9992	16960	43080	60900	78742						
归属母公司股东权益	30541	37503	62310	78046	95334						
负债和股东权益	64252	88250	148974	173543	202168						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3025	7618	45771	41400	37731	成长能力					
净利润	3715	8742	34827	25457	25489	营业收入(%)	17.7	43.6	119.3	14.5	14.3
折旧摊销	2479	2815	3164	4209	5266	营业利润(%)	50.9	129.9	283.5	-26.8	0.1
财务费用	676	637	1177	1236	1269	归属于母公司净利润(%)	36.9	127.5	252.2	-20.6	5.3
投资损失	-1569	-43	-90	-115	-115						
营运资金变动	-2996	-5894	6274	10593	5641						
其他经营现金流	720	1360	418	20	180						
投资活动现金流	-4740	-13591	-19441	-23299	-27328						
筹资活动现金流	5795	2902	1569	-8522	-8788						
每股指标(元)						盈利能力					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.82	6.42	5.10	5.37	毛利率(%)	17.1	27.7	38.1	28.4	25.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.69	10.17	9.20	8.38	净利率(%)	8.2	12.9	20.8	14.4	13.3
每股净资产(最新摊薄)	6.78	8.33	13.84	17.34	21.18	ROE(%)	11.8	21.0	48.1	28.1	23.3
						ROIC(%)	9.1	16.2	39.2	24.0	20.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.9	52.8	51.4	47.8	46.0
						流动比率	1.1	1.0	1.6	1.4	1.3
						速动比率	0.5	0.3	0.9	0.9	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0
						应收账款周转率	23.7	20.8	25.0	23.0	23.0
						应付账款周转率	3.3	2.9	4.2	4.6	4.5
						估值比率					
						P/E	59.6	26.2	7.4	9.4	8.9
						P/B	7.0	5.7	3.4	2.8	2.3
						EV/EBITDA	31.1	16.9	4.8	6.2	6.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn