

Tongwei Co., Ltd (600438)

3Q22 performance estimate quicktake: solid beat of earnings again, thanks to resilient Polysilicon price and boom market of solar cell

Buy (Maintain)

1 November 2022

Research Analyst
Ruibin Chen

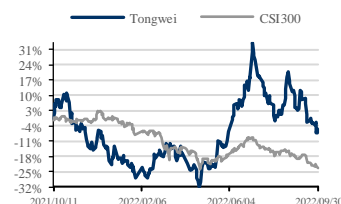
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	63,491	128,645	158,486	183,377
Growth (YoY %)	44%	103%	23%	16%
Net profit (RMB mn)	8,208	27,923	21,501	21,222
Growth (YoY %)	128%	240%	-23%	-1%
EPS (RMB)	1.82	6.20	4.78	4.71
P/E (X)	25.76	7.57	9.83	9.96

Investment Thesis

- **Event:** According to the performance estimate, Tongwei's net profit attributable to shareholders of the company before non-recurring gains and losses rose by 264-271% YoY to Rmb21.6-22.0bn in 2022Q1-Q3, beating our expectation. In addition, the power cut in Sichuan reduced Tongwei's 3Q22 net profit by about Rmb735mn.
- **Rising price and new production capacity of polysilicon materials contribute great profit to Tongwei.** We expect that the sales volume of Tongwei's polysilicon materials in 2022Q1-Q3 rose by 100-105% YoY to 145,000-150,000 tons with average price including tax and net profit per ton at Rmb290,000 per ton and Rmb160,000-170,000 per ton in 2022Q3. We expect the sales volume of polysilicon materials and net profit of Tongwei in 2022 to be 200,000 tons and Rmb27bn if polysilicon material's average price and net profit per ton maintain Rmb250,000 and Rmb130,000 per ton in 2022Q4. Tongwei's polysilicon materials production capacity will continuously expand to 350,000 tons by the end of 2022 and to 800,000-1,000,000 tons in 2024-2026. Although the polysilicon production capacity of whole industry begins to be gradually released in 2022Q4, we expect that the average price of polysilicon will maintain at Rmb180,000 per ton under the active demand in photovoltaic industry.
- **Industry capacity shortage of large size cell push up its price.** We expect Tongwei's sales volume of cell rose by 40%-44% YoY, which slowed down because of the power cut in Sichuan, to 33-34GW in 2022Q1-Q3. We expect the net profit per watt of large size cell in 2022Q3 to be Rmb3-4 cents, which is slightly higher than that of 2022Q2 due to the industry capacity shortage of large size cell. In 2022, we expect that the proportion of large size cell produced by Tongwei to the total will increase to more than 90%. The net profit per watt of large size cell will go up in 2022Q4 due to the quote increase of Rmb3 cents in September 2022. Tongwei is very likely to sell 45GW cells in 2022 to gain Rmb1.5-2bn profit for its cell business. Tongwei has multiple in-depth layout of technical routes of cells. We expect Tongwei to put an 8.5GW production capacity of N-type TOPCon cell into operation by the end of 2022, with a total cell capacity reaching to 80-100GW in 2023.
- **Tongwei invested and built module production capacity to complete the industrial integration layout.** On 2022 September 23, Tongwei announced a Rmb4bn investment of 25GW high-efficiency photovoltaic module project in Yancheng. In the early stage, Tongwei mainly focused on ground power station and won a 3GW photovoltaic module bidding of China Resources Power. At the same time, Tongwei was striving for overseas certification for its module to open up global distribution channel lately. We expect Tongwei to sell photovoltaic modules of 5-10GW in 2022 and 30GW in 2023 with a clearer integration pattern.
- **Earnings Forecast & Rating:** We maintain Buy rating and upgrade the earning forecast, considering polysilicon material price which is beyond our expectation in 2022. We expect Tongwei's net profit +240%/-23%/-1% YoY to Rmb27.9/21.5/21.2bn (original numbers are 22.7/19.5/16.6) in 2022/2023/2024 respectively and TP to be Rmb71.6 giving a P/E ratio at 15x in 2023.
- **Risks:** Less-than-expected policy support, intensive market competition.

Price Movement**Market Data**

Closing price (RMB)	46.96
52-week Range (RMB)	35.15/67.86
P/B (X)	4.67
Floating Market Cap (RMB mn)	211,400.46

Basic Data

BVPS (RMB)	10.05
Liabilities/Assets (%)	50.33
Total Issued Shares (mn)	4,501.71
Shares Outstanding (mn)	4,501.71

Related reports

《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

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng(曾朵红)**, **Yao Chen(陈瑶)** and **Yanan Guo(郭亚男)**.

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

买入（维持）

2022 年 11 月 1 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

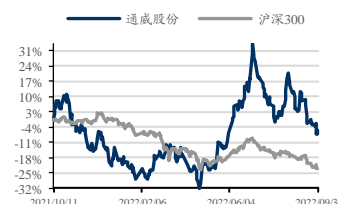
chenrobin@dwzq.com.hk

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，2022 Q1-3 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 2022 Q1-3 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 2022 Q1-3 累计利润约 200+ 亿元，我们预计 2022 年权益出货约 20 万吨，若 2022 Q4 均价保持 25 万/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 2022 Q4 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 2022 Q3 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 2022 Q3 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 2022 Q4 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

基础数据

每股净资产(元)	10.05
资本负债率(%)	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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢 曾朵红、陈璐和郭亚男的指导。

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
流动资产	28,749	75,050	104,609	132,989	营业收入	63,491	128,645	158,486	183,377
现金	3,013	26,042	41,088	59,255	减:营业成本	45,918	80,206	118,317	142,641
应收账款	17,506	35,021	43,828	50,912	营业税金及附加	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
其他流动资产	2,547	4,061	5,050	5,169	管理费用	2,948	5,725	6,894	7,335
非流动资产	59,501	72,980	88,011	104,419	研发费用	2,036	3,731	3,471	3,741
长期股权投资	456	456	456	456	财务费用	637	906	1,024	1,366
固定资产	41,675	46,193	51,478	57,165	资产减值损失	78	643	16	18
在建工程	10,636	19,497	29,244	39,965	加:投资净收益	43	13	365	238
无形资产	2,411	2,511	2,511	2,511	其他收益	190	743	286	404
其他非流动资产	4,323	4,323	4,322	4,322	资产处置收益	-78	-643	-16	-18
资产总计	88,250	148,030	192,620	237,408	营业利润	10,834	35,450	27,022	26,333
流动负债	28,360	57,998	79,488	101,574	加:营业外净收支	-444	-460	-80	-50
短期借款	3,862	15,106	16,766	26,112	利润总额	10,390	34,990	26,942	26,283
应付账款	18,211	31,839	46,917	56,550	减:所得税费用	1,648	5,248	4,041	3,680
其他流动负债	6,287	11,053	15,805	18,912	少数股东损益	534	1,818	1,400	1,381
非流动负债	18,234	18,634	18,834	18,934	归属母公司净利润	8,208	27,923	21,501	21,222
长期借款	11,441	11,841	12,041	12,141	EBIT	11,587	36,886	27,426	27,093
其他非流动负债	6,793	6,793	6,793	6,793	EBITDA	14,839	40,455	31,394	31,510
负债合计	46,593	76,632	98,322	120,507					
少数股东权益	4,154	5,972	7,371	8,753	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	37,503	65,426	86,927	108,148	每股收益(元)	1.82	6.2	4.78	4.71
负债和股东权益	88,250	148,030	192,620	237,408	每股净资产(元)	8.33	14.53	19.31	24.02
					发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
					ROIC(%)	18.93	38.92	20.51	16.4
					ROE(%)	21.89	42.68	24.73	19.62
					毛利率(%)	27.68	37.65	25.35	22.21
					销售净利率(%)	12.93	21.71	13.57	11.57
					资产负债率(%)	52.8	51.77	51.04	50.76
					收入增长率(%)	43.64	102.62	23.2	15.71
					净利润增长率(%)	127.5	240.2	-23	-1.3
					P/E	25.76	7.57	9.83	9.96
					P/B	5.64	3.23	2.43	1.95

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

