

通威股份

600438

买入 (维持)

硅料盈利持续提升，向组件一体化龙头进军

2022年11月01日

市场数据

市场数据日期	2022-10-31
收盘价(元)	43.50
总股本(百万股)	4502
流通股本(百万股)	4502
总市值(百万元)	195825
流通市值(百万元)	195825
净资产(百万元)	65796
总资产(百万元)	134728
每股净资产(元)	14.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证电新】通威股份 2021 年中报报点评: 中报业绩略超预期, 产能技术双领先

分析师: 王帅
wangshuai21@xyzq.com.cn
S0190521110001

研究助理: 余静文
yujingwen@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63491	139320	147725	165760
同比增长	43.6%	119.4%	6.0%	12.2%
归母净利润(百万元)	8208	30083	26693	26681
同比增长	127.5%	266.5%	-11.3%	0.0%
毛利率	27.7%	40.1%	33.7%	29.6%
净利率	13.8%	26.2%	21.3%	18.2%
净资产收益率	21.9%	47.4%	34.2%	28.3%
每股收益(元)	1.82	6.68	5.93	5.93
每股经营现金流(元)	1.69	10.09	9.08	9.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度实现营业收入 1020.84 亿元, 同比+118.6%; 实现归母净利润 217.3 亿元, 同比+265.54%, 扣非后归母净利润 219.81 亿元, 同比+270.62%。其中 Q3 实现营收 417.45 亿元, 同比+107.3%, 实现归母净利润 95.07 亿元, 同比+219.12%, 扣非后归母净利润 94.88 亿元, 同比+223.13%。公司持续保持高水平盈利能力。
- 硅料价格高位延续, Q3 实现量利齐升。2022Q3 光伏下游需求持续旺盛, 受西南地区限电影响, 供料供给持续紧张, 硅料价格稳步上涨, 单吨净利持续提升。公司新增硅料产能在行业内率先释放, 优先享受高价红利, 公司 Q3 硅料实现量利齐升。
- 电池环节盈利能力显著修复, TOPcon 新技术产能释放在即。2021 年是电池盈利能力的低点, 同时, 电池环节还面临新型技术路线选择难题, 扩产增速显著低于上游硅片及下游组件环节, 随着下游需求的持续增长, 电池成为当前硅主产业链中较为紧缺的环节, 尤其是大尺寸电池盈利能力修复显著。公司眉山三期 8.5GW TOPcon 电池预计将于 Q4 投产, 2022 年底公司电池产能将达到 70GW, 持续保持全球电池龙头地位。
- 产业链向下游延伸, 打造全产业链一体化龙头。公司近期中标多项央企组件采购项目, 同时公司拟在盐城市建设年产 25GW 高效光伏组件项。未来公司有望充分发挥一体化产业优势, 打造光伏全产业链一体化龙头。
- 投资建议: 我们调整公司 2022-2024 归母净利润预期分别为 300.8/266.9/266.8 亿元, 对应 PE 6.5/7.3/7.3 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策变化; 下游需求不及预期; 硅料价格降幅超预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度实现营业收入 1020.84 亿元, 同比+118.6%; 实现归母净利润 217.3 亿元, 同比+265.54%, 扣非后归母净利润 219.81 亿元, 同比+270.62%。分季度来看, Q1/Q2/Q3 分别实现营收 246.85/356.54/417.45 亿元, 同比+132.49%/+123.61%/+107.3%, 实现归母净利润 51.94/70.29/95.07 亿元, 同比+513.01%/+231.83%/+219.12%, 扣非后归母净利润 51.35/73.58/94.88 亿元, 同比+544.95%/+234.7%/+223.13%。公司持续保持高水平盈利能力。

点评

光伏下游装机需求持续旺盛, Q3 公司硅料环节实现量利齐升, 电池环节成本持续降低, 大尺寸占比进一步提高, 电池盈利能力修复显著。未来随着公司向下游组件环节进一步扩张, 公司有望发挥从硅料到组件全产业链优势, 打造光伏组件全产业链一体化龙头。

图 1、2021 年公司营收同比大幅增长

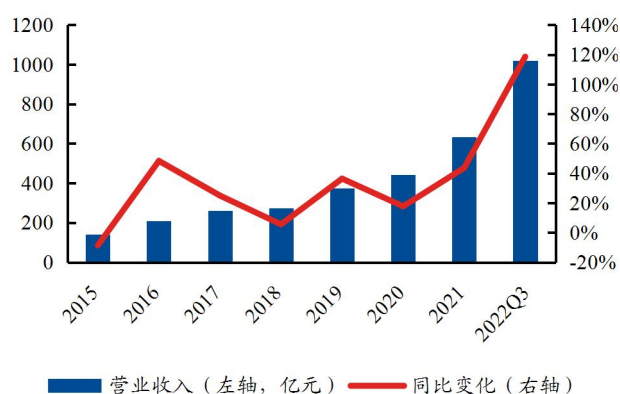
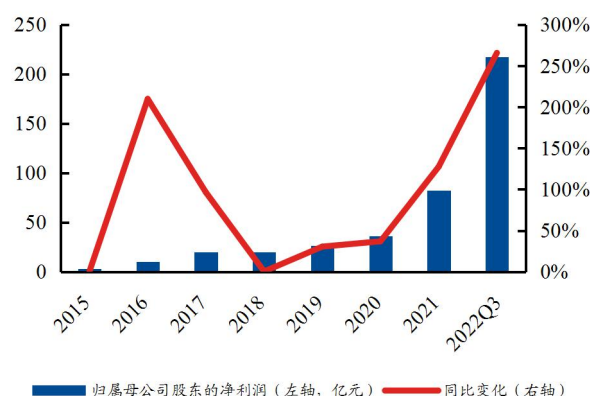


图 2、2021 年公司归母净利润同比大幅增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2022 年前三季度毛利率同比+13.02pcpts 至 38.59%，净利率同比+12.09pcpts 至 25.65%，期间费用率同比-2.09pcpts 至 7.08%，其中，销售费用率-0.49pcpts 至 0.91%，管理及研发费用率-1.54pcpts 至 5.33%，财务费用率-0.07pcpts 至 0.84%，公司两大主要业务硅料和电池毛利率均有较大提升，同时通过精细化管理不断降低销售及财务成本，盈利能力持续提升。

硅料方面, 公司上半年实现高纯晶硅产量 10.73 万吨, 同比增长 112.15%, 产能利用率达到 119.28%, 国内市占率近 30%, 出货量持续提升。预计公司 Q3 硅料出货超过 7 万吨, 产销量持续提升。产能建设方面, 公司现有硅料产能 23 万吨, 2022 年上半年乐山二期 5 万吨、保山一期 5 万吨项目的产能按计划释放, 并实现满负荷运行; 包头二期 5 万吨项目于 2022 年 6 月顺利点火, Q3 完成产能爬坡满产; 乐山三期 12 万吨项目已取得能耗指标, 预计 2023 年下半年建成投产。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

成本控制和产品质量方面,产品综合电耗、蒸汽消耗、硅粉消耗分别同比下降 13%、63%、4%,产品单晶比例保持在 99%以上。N 型硅料质量全面满足市场需求,体现出公司硅料生产技术的领先性与可靠性。硅料销售方面,公司已经与下游多家主要客户签订长单销售合约,保障产品稳定销售。公司作为硅料行业龙头企业,各项核心指标持续引领行业,助力光伏行业快速发展。

电池方面,公司上半年实现电池销量 21.97GW,同比增长 54.55%,Q3 尽管受到四川地区限电影响,公司电池依然保持较高的产销水平。同时,公司通过不断技改升级,优化产品结构,预计年底将达到大尺寸占比将达到 90%。产能建设方面,眉山三期 8.5GW TOPcon 产能将于年底建成,2022 年底公司电池产能将达到 70GW,持续保持全球电池龙头地位。

图 3、通威股份毛利率与净利率情况(单季度)

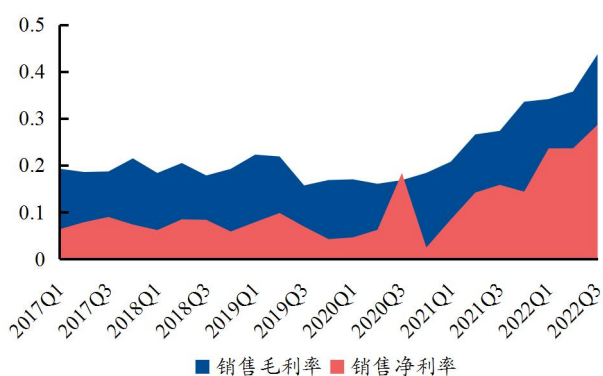
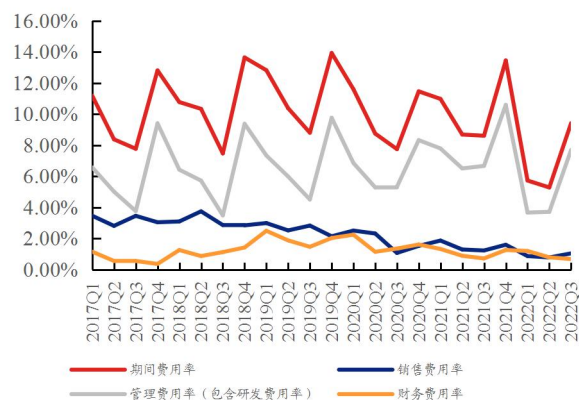


图 4、通威股份期间费用率情况(单季度)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

组件方面,公司拟在盐城市建设年产 25GW 高效光伏组件制造基地项目,项目固定资产投资约 40 亿元。市场拓展方面,公司近期连续中标华润电力,广东省电力开发有限公司,国电投集团,大唐集团等大型国企组件采购项目,此外公司也在快速组建海外组件销售团队,加强海外销售渠道。未来公司有望充分发挥一体化企业的供应链优势,规模优势和品牌优势,打造一体化光伏龙头企业。

维持“买入”投资评级。公司是硅料及电池环节龙头企业,未来在硅料及电池方面的规模优势将不断扩大,新产能投放后成本将持续降低;公司快速切入组件环节,市场拓展顺利,未来组件新业务有望为公司带来利润增量。我们调整公司 2022-2024 归母净利润预期分别为 300.8/266.9/266.8 亿元,对应 PE 6.5/7.3/7.3 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策变化; 下游需求不及预期; 硅料价格降幅超预期。

附表

会计年度	2021	2022E	2023	2024E
流动资产	28749	78794	84101	97793
货币资金	3002	37616	39886	49176
交易性金融资产	11	4650	4650	4650
应收票据及应收账款	4492	8039	8558	9637
预付款项	1607	4007	4698	5598
存货	5683	10303	12080	14394
其他	13955	14179	14229	14337
非流动资产	59501	76322	91545	105178
长期股权投资	456	456	456	456
固定资产	37299	58841	76125	90490
在建工程	10636	5318	2659	1330
无形资产	2411	3066	3721	4376
商誉	747	747	747	747
长期待摊费用	262	204	147	89
其他	7690	7690	7690	7690
资产总计	88250	155116	175645	202970
流动负债	28360	58071	53889	56401
短期借款	1375	16170	6284	1375
应付票据及应付账款	18109	32,922	38600	45994
其他	8875	8979	9005	9032
非流动负债	18234	22945	28162	33402
长期借款	11441	16585	21730	26874
其他	6793	6359	6432	6528
负债合计	46593	81016	82050	89803
股本	4502	4502	4502	4502
资本公积	16108	16108	16108	16108
未分配利润	15545	39115	51907	66043
少数股东权益	4154	10621	15455	19023
股东权益合计	41657	74100	93595	113167
负债及权益合计	88250	155116	175645	202970

会计年度	2021	2022E	2023	2024E
归母净利润	8208	30083	26693	26681
折旧和摊销	2815	3794	5527	7115
资产减值准备	129	179	-10	9
资产处置损失	78	78	78	78
公允价值变动损失	-6	70	70	70
财务费用	705	1106	929	540
投资损失	-43	-61	-43	-43
少数股东损益	534	6467	4834	3568
营运资金的变动	-5894	4138	2733	3068
经营活动产生现金流量	7618	45421	40885	41185
投资活动产生现金流量	-13591	-25533	-20912	-20912
融资活动产生现金流量	2902	14727	-17703	-10982
现金净变动	-3083	34614	2270	9291
现金的期初余额	5986	3002	37616	39886
现金的期末余额	2903	37616	39886	49176

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	63491	139320	147725	165760
营业成本	45918	83478	97874	116624
税金及附加	276	836	886	995
销售费用	919	2020	2142	2404
管理费用	2948	6687	6648	7459
研发费用	2036	1300	1500	1500
财务费用	637	1106	929	540
其他收益	359	359	359	359
投资收益	43	61	43	43
公允价值变动收益	6	-70	-70	-70
信用减值损失	-124	-124	-124	-124
资产减值损失	-129	-350	-110	-110
资产处置收益	-78	-78	-78	-78
营业利润	10834	43690	37766	36259
营业外收入	20	42	42	42
营业外支出	464	621	621	621
利润总额	10390	43111	37187	35680
所得税	1648	6561	5660	5430
净利润	8742	36549	31527	30249
少数股东损益	534	6467	4834	3568
归属母公司净利润	8208	30083	26693	26681
EPS(元)	1.82	6.68	5.93	5.93

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	43.6%	119.4%	6.0%	12.2%
营业利润增长率	129.9%	303.3%	-13.6%	-4.0%
归母净利润增长率	127.5%	266.5%	-11.3%	0.0%
盈利能力				
毛利率	27.7%	40.1%	33.7%	29.6%
净利率	13.8%	26.2%	21.3%	18.2%
ROE	21.9%	47.4%	34.2%	28.3%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	52.2%	46.7%	44.2%
流动比率	1.01	1.36	1.56	1.73
速动比率	0.81	1.18	1.34	1.48
营运能力				
资产周转率	83.3%	114.5%	89.3%	87.6%
应收帐款周转率	2917.5%	3187.7%	2573.2%	2643.8%
存货周转率	1076.1%	1039.3%	872.2%	878.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.82	6.68	5.93	5.93
每股经营现金	1.69	10.09	9.08	9.15
每股净资产	8.33	14.10	17.36	20.91
估值比率(倍)				
PE	23.9	6.5	7.3	7.3
PB	5.2	3.1	2.5	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn