

2022年业绩预告点评：电池组件深化布局，龙头进一步成长！

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 63,491 | 126,571 | 119,521 | 161,452 |
| 同比 | 44% | 99% | -6% | 35% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 8,208 | 26,232 | 17,546 | 16,116 |
| 同比 | 128% | 220% | -33% | -8% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 1.82 | 5.83 | 3.90 | 3.58 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 22.46 | 7.03 | 10.50 | 11.44 |

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 事件：**公司发布2022年业绩预告，公司预计实现归母净利润252-272亿元，同增207%-231%，扣非归母净利润260-280亿元，同增206%-230%。2022Q4归母净利润34.70-54.70亿元，同增53.33%-141.70%，环增-63.49%-42.46%，扣非归母净利润40.2-60.20亿元，同增57.29%-135.55%，环增-57.63%-36.54%。业绩符合预期。
- 2022年硅料价格高企、全年盈利高增。**我们预计公司2022年硅料权益出货约20万吨，同增约100%，其中2022Q4出货7万吨，权益出货约5.5万吨，同增约59%。公司硅料产能持续扩张，2023年新增乐山三期12万吨，年底名义产能达35万吨，2024-2026年将提升至80-100万吨。我们预计公司2023年硅料出货30万吨+，权益出货25-26万吨；凭借规模效应+工艺控制，公司硅料成本位于行业优势地位，较二线企业平均成本低1万，龙头优势进一步稳固。
- 电池盈利持续改善、新技术加速布局。**我们预计2022年公司电池销量46-48GW，同增约31-37%，其中2022Q4销量约15GW，环增近50%；受益于大尺寸供需紧张+占比提升，我们测算单瓦净利约1毛，环比提升5分。公司加深布局N型技术，8.5GW TOPCon已于2022年底投产，我们预计2023Q2满产。青龙一期16GW TOPCon已完成招标，我们预计2023Q3开始投产，另有16GW新技术将在年底投产，届时电池产能达100GW。我们预计公司2023年电池出货70GW+，其中TOPCon约10GW，带动盈利能力结构性提升！
- 组件出货高速增长、产能加速布局。**公司纵向布局组件业务，打造通威自主品牌。产能上，2022年底公司组件产能约13-14GW，2023年组件新增产能66GW，我们预计年底达80GW。出货上，公司2022年组件出货约8GW+，其中2022Q4出货5-6GW；展望2023年，我们预计公司组件出货约30GW，盈利将触底反弹；2024年进一步提升至50GW+。布局组件高速增长，龙头迎进一步成长！
- 盈利预测与投资评级：**基于硅料价格快速下行，我们下调盈利预测，我们预计2022-2024年归母净利润262/175/161亿元(前值279/215/212亿元)，同比+220%/-33%/-8%，我们给予2023年15xPE，目标价58.5元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

2023年01月20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

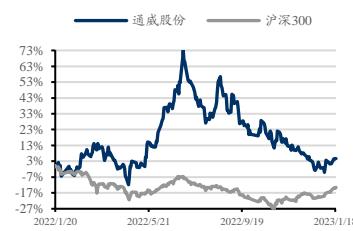
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 40.94 |
| 一年最低/最高价 | 35.15/67.86 |
| 市净率(倍) | 3.37 |
| 流通A股市值(百万元) | 184,309.67 |
| 总市值(百万元) | 184,309.67 |

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) | 4,501.95 |
| 流通A股(百万股) | 4,501.95 |

相关研究

《通威股份(600438):2022年三季报点评：利润再创新高，电池组件加深布局，看好龙头一体化成长》

2022-10-26

《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 | 68,488 | 77,169 | | 营业收入 | 63,491 | 126,571 | 119,521 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,013 | 20,009 | 29,111 | 40,011 | 营业成本(含金融类) | 45,918 | 80,417 | 87,507 | 128,479 |
| 经营性应收款项 | 17,506 | 34,510 | 32,992 | 44,926 | 税金及附加 | 276 | 380 | 359 | 484 |
| 存货 | 5,683 | 9,952 | 10,830 | 15,901 | 销售费用 | 919 | 1,683 | 1,434 | 1,776 |
| 合同资产 | 715 | 1,426 | 1,346 | 1,818 | 管理费用 | 2,948 | 5,632 | 5,020 | 6,458 |
| 其他流动资产 | 1,833 | 2,592 | 2,890 | 2,893 | 研发费用 | 2,036 | 3,671 | 2,510 | 3,294 |
| 非流动资产 | 59,501 | 72,980 | 88,011 | 104,419 | 财务费用 | 637 | 814 | 933 | 1,304 |
| 长期股权投资 | 456 | 456 | 456 | 456 | 加:其他收益 | 359 | 797 | 418 | 565 |
| 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 | 275 | 210 |
| 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 | -633 | -12 | -16 |
| 长期待摊费用 | 262 | 262 | 262 | 262 | 营业利润 | 10,834 | 33,441 | 22,156 | 20,159 |
| 其他非流动资产 | 3,314 | 3,314 | 3,314 | 3,314 | 营业外净收支 | -444 | -570 | -170 | -200 |
| 资产总计 | 88,250 | 141,468 | 165,180 | 209,968 | 利润总额 | 10,390 | 32,871 | 21,986 | 19,959 |
| 流动负债 | 28,360 | 53,237 | 58,061 | 85,584 | 减:所得税 | 1,648 | 4,931 | 3,298 | 2,794 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,862 | 10,268 | 11,586 | 17,648 | 净利润 | 8,742 | 27,940 | 18,688 | 17,165 |
| 经营性应付款项 | 18,211 | 31,919 | 34,703 | 50,930 | 减:少数股东损益 | 534 | 1,708 | 1,142 | 1,049 |
| 合同负债 | 3,112 | 5,450 | 5,931 | 8,707 | 归属母公司净利润 | 8,208 | 26,232 | 17,546 | 16,116 |
| 其他流动负债 | 3,174 | 5,600 | 5,842 | 8,299 | | | | | |
| 非流动负债 | 18,234 | 18,634 | 18,834 | 18,934 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.82 | 5.83 | 3.90 | 3.58 |
| 长期借款 | 11,441 | 11,841 | 12,041 | 12,141 | | | | | |
| 应付债券 | 410 | 410 | 410 | 410 | EBIT | 11,587 | 34,788 | 22,692 | 20,960 |
| 租赁负债 | 2,501 | 2,501 | 2,501 | 2,501 | EBITDA | 14,839 | 38,357 | 26,660 | 25,378 |
| 其他非流动负债 | 3,882 | 3,882 | 3,882 | 3,882 | | | | | |
| 负债合计 | 46,593 | 71,871 | 76,895 | 104,518 | 毛利率(%) | 27.68 | 36.47 | 26.79 | 20.42 |
| 归属母公司股东权益 | 37,503 | 63,735 | 81,281 | 97,397 | 归母净利率(%) | 12.93 | 20.73 | 14.68 | 9.98 |
| 少数股东权益 | 4,154 | 5,862 | 7,004 | 8,053 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 41,657 | 69,597 | 88,285 | 105,449 | 收入增长率(%) | 43.64 | 99.35 | -5.57 | 35.08 |
| 负债和股东权益 | 88,250 | 141,468 | 165,180 | 209,968 | 归母净利润增长率(%) | 127.50 | 219.60 | -33.11 | -8.15 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|----------|-------|-------|-------|
| | 经营活动现金流 | 7,618 | 29,906 | 27,702 | | 每股净资产(元) | 8.33 | 14.16 | 18.06 |
| 投资活动现金流 | -13,591 | -18,948 | -19,191 | -21,088 | 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 | 6,038 | 590 | 5,089 | ROIC(%) | 18.93 | 38.28 | 18.42 | 14.25 |
| 现金净增加额 | -3,083 | 16,996 | 9,102 | 10,900 | ROE-摊薄(%) | 21.89 | 41.16 | 21.59 | 16.55 |
| 折旧和摊销 | 3,252 | 3,568 | 3,968 | 4,418 | 资产负债率(%) | 52.80 | 50.80 | 46.55 | 49.78 |
| 资本开支 | -13,851 | -18,961 | -19,466 | -21,298 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 22.46 | 7.03 | 10.50 | 11.44 |
| 营运资本变动 | -5,894 | -5,938 | 3,985 | 1,526 | P/B(现价) | 4.91 | 2.89 | 2.27 | 1.89 |

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>