

## 硅料 Q4 向好，电池片盈利能力超预期

## ——通威股份 (600438) 跟踪报告

## 报告关键要素：

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 316.78 亿元，同比+13.04%；归母净利润 33.33 亿元，同比+48.57%。Q3 实现营收 129.40 亿元，同比+8.73%；扣非归母净利润 9.54 亿元，同比+36.2%。

## 投资要点：

- 硅料价格企稳，强强联手巩固领先地位：**三季度中，多晶硅菜花料价格+96.88%，致密料价格+56.67%。由于永祥老产能因洪水影响约 3000 吨产能以及惜售造成部分囤货，Q3 公司实现硅料出货 1.36 万吨，低于市场预期，我们认为 Q4 价格仍会保持高位，因此库存并不会对全年业绩造成影响。公司与隆基的合作协议保障了 10.18 万吨多晶硅料的交易量，预计每年实现 90 亿元收入。在建的乐山二期和保山一期项目将于 21 年建成投产，新增产能超过 8 万吨。公司硅料业务有望继续扩张。
- 抓住光伏需求，大幅扩产电池片：**公司 Q3 实现电池片出货量 5.76GW，其中单晶 4.76GW，多晶 1GW。7-9 月，166mm 尺寸电池片价格+17.72%，158.75mm 尺寸电池片价格+7.5%。公司非硅成本进一步下降，Q3 单瓦利润超过 0.09 元，盈利能力持续增强。目前公司拥有 27.5GW 电池片产能，并计划到 2023 年将形成 80-100GW 电池片产能。10 月，公司 59.8 亿定增预案获批，将投资眉山二期和金堂一期各 7.5GW 电池片工厂，合计 15GW，预计 2021 年投产。届时，公司将拥有超过 40GW 电池片产能，电池片业务未来上升空间较大。
- 农牧板块稳定、化工略受洪水影响，卖地收益增厚利润：**公司 Q3 农牧板块净利润 3.1 亿元，符合预期；化工板块受到洪水影响略有下滑，约贡献 3000 万元利润；公司电站方面实现利润 1.67 亿元。此外，公司通过出让土地实现约 12 亿元利润增厚利润，Q3 实现归母净利润 23.22 亿元，同比+193.07%。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 实现营业收入 450.28/581.89/670.86 亿元，实现归母净利润 40.15/49.01/61.95 亿元，EPS 分别为 0.94/1.14/1.44 元/股，基于公司在硅料和电池片行业的龙头地位，维持买入评级。
- 风险因素：**硅料、电池片价格不稳定；新产能投产不及预期；异质结电池进度不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	37,555	45,028	58,189	67,086
增长比率(%)	36.4%	19.9%	29.2%	15.3%
净利润(百万元)	2,635	4,015	4,901	6,195
增长比率(%)	30.5%	52.4%	22.1%	26.4%
每股收益(元)	0.61	0.94	1.14	1.44
市盈率(倍)	41.7	29.56	24.22	19.16

资料来源：Wind，万联证券研究所

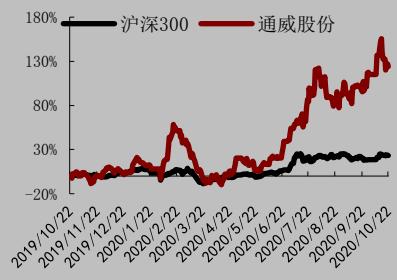
买入 (维持)

日期：2020 年 10 月 26 日

## 基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	通威集团有限公司 /46.61%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	4,287.86
流通 A 股(百万股)	4,287.86
收盘价(元)	27.68
总市值(亿元)	1186.88
流通 A 股市值(亿元)	1186.88

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：Wind，万联证券研究所  
数据截止日期：2020 年 10 月 26 日

## 相关研究

万联证券研究所 20200212\_通威股份 (600438) 跟踪报告\_AAA\_大幅规划扩产，龙头地位加强

分析师：江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

## 目录

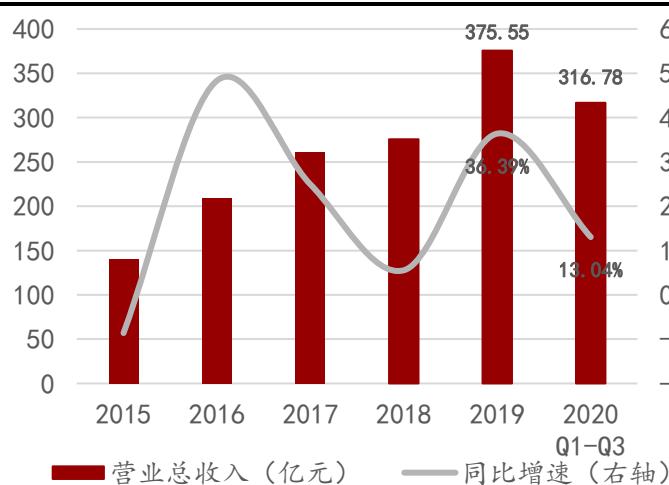
1、出让土地增厚利润，各版块表现稳定 .....	3
2、上下游博弈致使囤货，硅料出货量低于预期 .....	3
3、抓住光伏需求，大幅扩产电池片 .....	4
4、投资建议 .....	5
5、风险提示 .....	5
 图表 1：2015-2020 Q3 通威股份营业收入 .....	3
图表 2：2015-2020 Q3 通威股份归母净利润 .....	3
图表 3：2015 Q3-2020 Q3 通威股份营业收入 .....	3
图表 4：2015 Q3-2020 Q3 通威股份归母净利润 .....	3
图表 5：三季度以来，硅料价格企稳 .....	4
图表 6：三季度以来，电池片价格逐步上涨 .....	5

## 1、出让土地增厚利润，各版块表现稳定

公司2020年前三季度实现营业收入316.78亿元，同比增长13.04%；实现归母净利润33.33亿元，同比增长48.57%；净利率达10.52%，同比上升2.52个百分点。

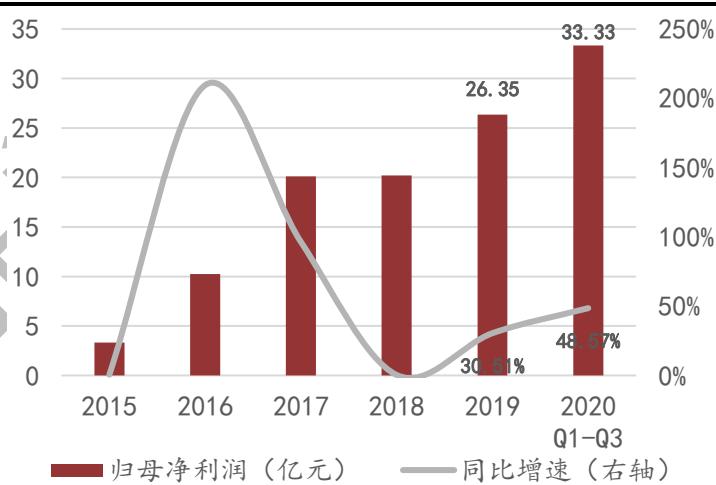
受益于光伏产业链价格回升，公司三季度业绩优异。单季实现营业收入129.40亿元，同比增长8.73%，环比增长18.56%；实现归母净利润23.22亿元，同比增长193.07%，环比增长248.67%；净利率达17.95%，同比上升11.29个百分点。随着国内疫情逐步稳定，光伏产业增速明显加快，光伏原材料的需求量加大，助力公司业绩高速增长。

图表1：2015-2020 Q3 通威股份营业收入



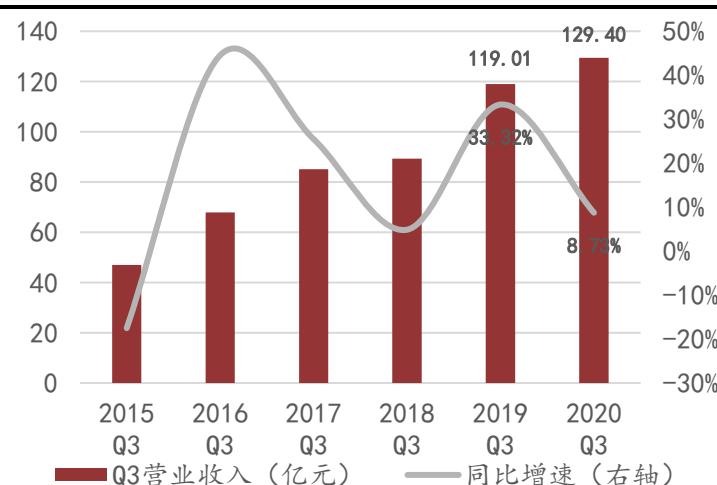
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表2：2015-2020 Q3 通威股份归母净利润



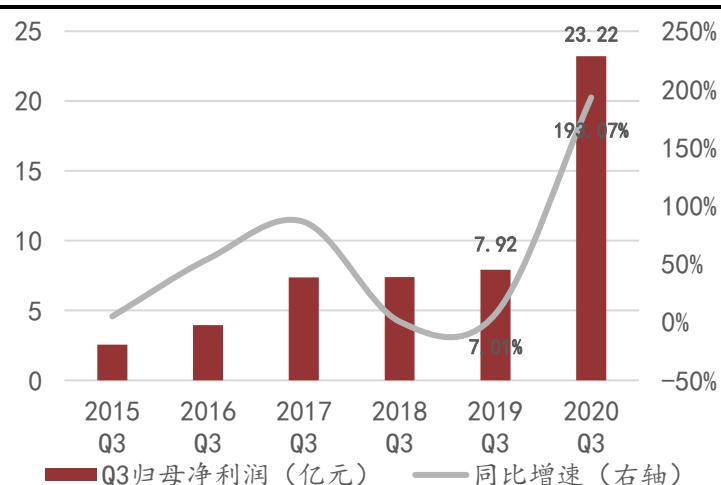
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表3：2015 Q3-2020 Q3 通威股份营业收入



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表4：2015 Q3-2020 Q3 通威股份归母净利润



资料来源：Wind, 万联证券研究所

## 2、上下游博弈致使囤货，硅料出货量低于预期

价格大幅上涨，硅料厂商惜售囤货。自6月开始，硅料价格触底并逐步回升。10月以来，硅料价格已超过疫情前水平并趋于稳定。三季度中多晶硅菜花料价格上涨96.88%，多晶硅致密料价格上涨56.67%。硅料价格上涨为公司营收提供了助力。由于价格快速

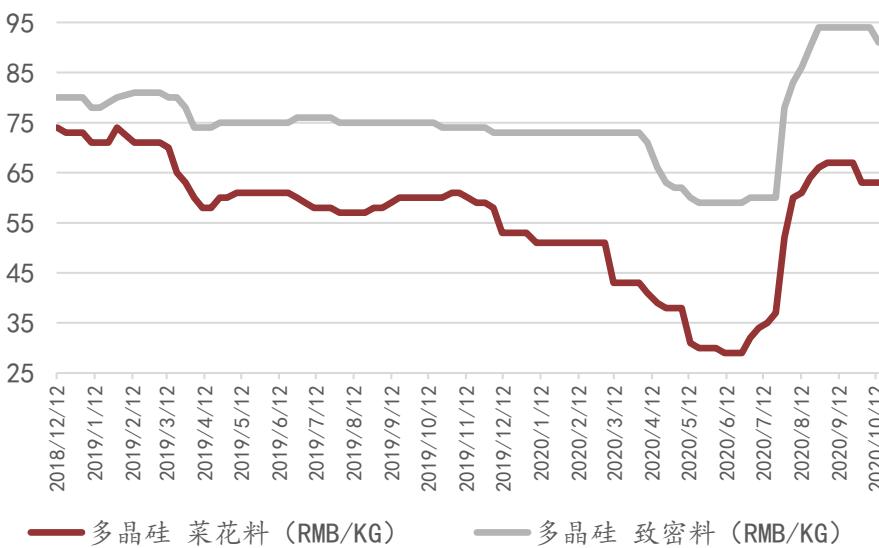
上涨，上游惜售心理较重，硅料企业集中囤货，公司Q3仅实现硅料出货1.36万吨，低于市场预期，但我们认为Q4价格仍会保持高位，因此库存并不会对全年业绩造成影响。

**强强联手，硅料出货无忧。**9月26日，公司宣布与隆基股份达成战略合作协议，隆基通过参股集团子公司形式保障硅料来源，双方以每年10.18万吨多晶硅料的交易量为目标，隆基的硅料需求优先从通威采购，通威硅料优先保障供给隆基。此次交易预计会实现90亿元/年销售收入。

**复产迅速，未来扩产节奏未受影响。**8月中旬，通威乐山厂区由于洪水原因停车约1个月，预计影响2000吨高纯晶硅产能，目前已全面复产。在建的乐山二期和保山一期项目将于2021年建成投产，预期新增产能超过8万吨。

我们预计下半年硅料价格会保持当前水平，战略合作协议稳定供销，硅料价格趋稳，硅料产能有序扩张，公司硅料业务景气度有望继续走高。

图表5：三季度以来，硅料价格企稳



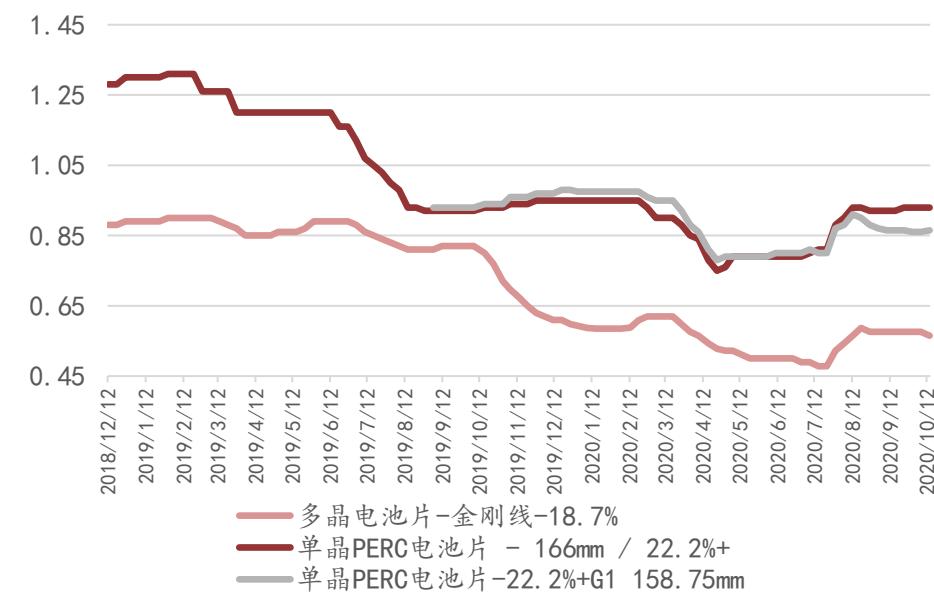
资料来源：PVInfoLink, 万联证券研究所

### 3、抓住光伏需求，大幅扩产电池片

根据PVInfoLink数据，三季度中，166mm尺寸单晶PERC电池片价格由0.79元/片上涨至0.93元/片，涨幅达17.72%；158.75mm尺寸G1单晶电池片价格由0.8元/片上涨至0.86元/片，涨幅达7.5%。电池片价格上涨增厚公司业绩。

公司目前拥有27.5GW电池片产能，公司预计到2023年将形成80-100GW电池片产能。10月，证监会批准公司非公开发行股票预案，公司将募集59.8亿元投资眉山二期和金堂一期各7.5GW电池片工厂，合计15GW，预计2021年投产。届时，公司将拥有超过40GW电池片产能，产能扩产叠加供不应求，公司电池片业务未来可期。

图表6: 三季度以来, 电池片价格逐步上涨



资料来源: PVInfoLink, 万联证券研究所

## 4、投资建议

预计公司20-22实现营业收入450.28/581.89/670.86亿元, 实现归母净利润40.15/49.01/61.95亿元, EPS分别为0.94/1.14/1.44元/股, 基于公司在硅料和电池片行业的龙头地位, 维持买入评级。

## 5、风险提示

风险因素: 硅料、电池片价格不稳; 新产能投产不及预期; 异质结电池进度不及预期。

资产负债表  
 元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>				
货币资金	13,743	19,195	29,708	39,693
应收票据及应收账款	2,693	6,914	15,263	23,923
其他应收款	2,129	2,885	3,744	4,225
预付账款	805	849	1,153	1,326
存货	390	413	547	631
其他流动资产	2,416	2,774	3,590	4,129
<b>非流动资产</b>				
长期股权投资	5,310	5,360	5,410	5,460
固定资产	440	490	590	690
在建工程	24,534	31,976	39,051	46,365
无形资产	3,587	3,729	3,344	2,403
其他长期资产	1,710	2,127	2,467	2,829
<b>资产总计</b>				
流动负债	2,807	2,844	2,880	2,916
短期借款	46,821	60,361	78,041	94,896
应付票据及应付账款	17,843	27,295	39,974	50,508
预收账款	3,623	11,623	19,623	27,623
应付债券	8,904	9,407	12,860	14,600
其他流动负债	1,571	1,866	2,435	2,799
<b>非流动负债</b>				
长期借款	3,745	4,399	5,055	5,487
应付债券	10,889	10,889	10,889	10,889
其他非流动负债	4,089	4,089	4,089	4,089
<b>负债合计</b>				
股本	2,588	2,588	2,588	2,588
资本公积	28,733	38,184	50,863	61,397
留存收益	3,883	3,883	3,883	3,883
归属于母公司股东权益	5,673	5,673	5,673	5,673
少数股东权益	7,181	11,197	16,098	22,292
<b>负债和股东权益</b>				
511	585	685	811	
46,821	60,361	78,041	94,896	

现金流量表

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>				
经营活动现金流	2,357	6,577	9,805	10,067
净利润	2,682	4,089	5,001	6,321
折旧摊销	1,996	1,979	1,777	1,854
营运资金变动	-2,962	221	2,516	1,208
其它	642	288	511	685
<b>投资活动现金流</b>				
投资活动现金流	-4,291	-9,875	-8,774	-8,527
资本支出	-4,137	-9,910	-8,828	-8,612
投资变动	-61	-50	-100	-100
其他	-93	85	154	185
<b>筹资活动现金流</b>				
筹资活动现金流	1,441	7,519	7,319	7,119
银行借款	16,467	8,000	8,000	8,000
债券融资	0	0	0	0
股权融资	48	0	0	0
其他	-15,075	-481	-681	-881
<b>现金净增加额</b>				
现金净增加额	-485	4,221	8,350	8,659
期初现金余额	2,428	2,693	6,914	15,263
期末现金余额	1,943	6,914	15,263	23,923

单位: 百万

利润表

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>				
营业收入	37,555	45,028	58,189	67,086
营业成本	30,536	35,912	46,726	53,377
营业税金及附加	123	149	192	221
销售费用	975	1,126	1,397	1,543
管理费用	1,514	1,756	2,211	2,482
研发费用	1,001	1,216	1,571	1,744
财务费用	708	461	629	767
资产减值损失	-5	-124	-70	-78
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	118	135	204	235
资产处置收益	140	180	29	34
<b>营业利润</b>				
营业外收入	3,123	4,825	5,888	7,444
营业外支出	42	15	20	20
<b>利润总额</b>				
所得税	1,152	4,827	5,894	7,450
<b>净利润</b>				
净利润	2,682	4,089	5,001	6,321
少数股东损益	48	74	100	126
归属于母公司净利润	2,635	4,015	4,901	6,195
EBITDA	5,402	6,849	7,869	9,572
EPS (元)	0.61	0.94	1.14	1.44

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.4%	19.9%	29.2%	15.3%
营业利润	30.4%	54.5%	22.0%	26.4%
归属于母公司净利润	30.5%	52.4%	22.1%	26.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.7%	20.2%	19.7%	20.4%
净利率	7.1%	9.1%	8.6%	9.4%
ROE	15.0%	18.6%	18.5%	19.0%
ROIC	9.3%	9.5%	9.2%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.4%	63.3%	65.2%	64.7%
净负债比率	57.4%	63.8%	50.8%	39.2%
流动比率	0.77	0.70	0.74	0.79
速动比率	0.61	0.59	0.64	0.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.80	0.75	0.75	0.71
应收账款周转率	22.46	24.14	23.47	23.51
存货周转率	12.64	12.95	13.02	12.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.61	0.94	1.14	1.44
每股经营现金流	0.55	1.53	2.29	2.35
每股净资产	4.10	5.04	6.18	7.62
<b>估值比率</b>				
P/E	45.05	29.56	24.22	19.16
P/B	6.75	5.50	4.48	3.63
EV/EBITDA	11.36	17.76	15.41	12.60

资料来源: wind

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

### 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
电话：021-60883482 传真：021-60883484  
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场