

2020年10月27日

公司研究●证券研究报告

通威股份 (600438.SH)

公司快报

电池片盈利超预期，硅料涨价将在 Q4 兑现

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年三季报披露，2020Q1-Q3 实现营业收入 317.8 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 33.3 亿元，同比增加 48.6%；扣非归母净利润 19.1 亿元，同比下降 8.3%。其中，Q3 实现营业收入 129.4 亿元，同比增长 8.7%，扣非归母净利润 9.5 亿元，同比增长 36.2%，毛利率 16.81%，环比提升 0.78pct，基本符合预期。

◆ **电池片盈利能力超预期，硅料涨价有望 Q4 兑现：**公司三季度处置非流动资产获得一次性收益约 15.2 亿元，三季度非经常损益总计达 13.7 亿元。公司电池片、硅料、农业等核心业务贡献利润约 10 亿元。预估 Q3 电池片出货 5.7GW（单晶 4.7GW），单晶电池片盈利约 0.1 元/W，超预期。由于受到乐山洪水影响老产能，预估 Q3 硅料业务出货约 1.3 万吨，吨净利润约 1.2 万元。硅料报价在三季度开始大幅上涨，8 月-9 月仍是成交价格的博弈期，公司三季度硅料吨盈利较低，主要是 Q3 销售均价较低。预计 Q4 硅料销售均价有望提升至 9 万元以上，单季度出货量有望达 3-3.5 万吨，硅料在 Q4 有望大幅增厚公司业绩。

◆ **20Q3 研发和管理费用增长，总体费用率下降：**2020Q1-Q3 公司研发费用 7.4 亿元，同比增长 13.8%；销售费用 5.9 亿元，同比下降 23.4%；管理费用 10.7 亿元，同比增长 15.1%；财务费用 4.7 亿元，同比下降 7.8%。其中 Q3 单季度的研发费用 2.7 亿元，销售费用 1.4 亿元，管理费用 4.2 亿元，财务费用 1.7 亿元，Q3 四项费率合计 7.7%，同比下降 1.1pct，环比下降 1.0pct。

◆ **坚持专业化道路，加强推动战略合作：**公司主要还是聚焦光伏硅料和电池片两块业务，继续加强与行业头部公司的战略合作。9 月 25 日，公司与隆基股份签订了《合作协议》，建立长期稳定的多晶硅料供需关系。公司乐山二期和保山一期高纯晶硅项目预计将于 2021 年投产，合计贡献超 8 万吨产能，明年公司硅料出货量有望继续增加。公司眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目，预计于 2021 年上半年投产，明年电池片整体出货量有望达 35GW。

◆ **投资建议：**考虑到公司非经常性损益超预期，并且四季度到明年硅料价格有望维持高位，上调公司 2020 年-2022 年归母净利润分别至 50.2 亿元、54.6 亿元、67.4 亿元，相当于 2021 年 23.8 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。

电力设备 | 光伏 III

投资评级

买入-A(维持)

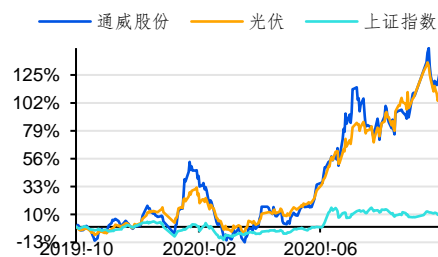
股价(2020-10-27)

30.28 元

交易数据

总市值（百万元）	126,920.53
流通市值（百万元）	126,920.53
总股本（百万股）	4,287.86
流通股本（百万股）	4,287.86
12 个月价格区间	11.19/32.86 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.32	23.67	123.25
绝对收益	19.31	25.37	133.27

分析师

肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsec.cn
021-20377056

相关报告

通威股份：中报业绩符合预期，下半年受益于上游涨价 2020-08-10

通威股份：成本优势显著，静待落后产能出清 2020-04-21

通威股份：硅料电池，两翼齐飞 2020-02-14

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	47,264	61,244	66,597
YoY(%)	5.5	36.4	25.9	29.6	8.7
净利润(百万元)	2,019	2,635	5,016	5,460	6,742
YoY(%)	0.3	30.5	90.4	8.9	23.5
毛利率(%)	18.9	18.7	19.4	19.5	20.4
EPS(摊薄/元)	0.47	0.61	1.17	1.27	1.57
ROE(%)	13.3	14.8	22.7	20.4	20.5
P/E(倍)	64.3	49.3	25.9	23.8	19.3
P/B(倍)	8.8	7.8	6.2	5.0	4.1
净利率(%)	7.3	7.0	10.6	8.9	10.1

数据来源：贝格数据，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	16722	18040	17698	营业收入	27535	37555	47264	61244	66597
现金	3412	2693	3781	3062	3330	营业成本	22327	30536	38107	49301	53036
应收票据及应收账款	2217	2129	3122	3683	3717	营业税金及附加	111	123	142	225	238
预付账款	228	390	398	606	486	营业费用	863	975	1087	1286	1265
存货	1586	2416	3230	4074	3783	管理费用	1039	1514	1701	2144	2264
其他流动资产	1302	6116	6191	6615	6382	研发费用	598	1001	945	1102	1066
非流动资产	29739	33078	39191	47867	49440	财务费用	316	708	815	817	721
长期投资	282	440	688	936	1184	资产减值损失	47	-5	120	120	120
固定资产	16767	24536	29860	37481	38872	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264	投资净收益	76	118	1690	290	190
其他非流动资产	11297	6392	6725	7330	7120	营业利润	2395	3123	6036	6539	8077
资产总计	38484	46821	55913	65907	67138	营业外收入	16	42	34	37	36
流动负债	18759	17843	23357	29669	26670	营业外支出	13	14	14	14	14
短期借款	5276	3623	5044	7816	7098	利润总额	2398	3152	6056	6562	8099
应付票据及应付账款	6304	8904	11695	14253	12265	所得税	367	469	969	1017	1255
其他流动负债	7179	5317	6618	7600	7307	税后利润	2031	2682	5087	5545	6843
非流动负债	4498	10889	9698	8595	6755	少数股东损益	12	48	71	84	101
长期借款	690	8301	7110	6007	4167	归属母公司净利润	2019	2635	5016	5460	6742
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588	EBITDA	3947	5888	8577	9792	11866
负债合计	23257	28733	33055	38264	33425	主要财务比率					
少数股东权益	489	511	582	666	767	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	3882	3883	4288	4288	4288	成长能力					
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673	营业收入(%)	5.5	36.4	25.9	29.6	8.7
留存收益	5168	7181	10817	14800	19708	营业利润(%)	-1.7	30.4	93.3	8.3	23.5
归属母公司股东权益	14738	17577	22276	26977	32946	归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	90.4	8.9	23.5
负债和股东权益	38484	46821	55913	65907	67138	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	18.9	18.7	19.4	19.5	20.4
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	7.3	7.0	10.6	8.9	10.1
经营活动现金流	3100	2357	7815	10065	8856	ROE(%)	13.3	14.8	22.7	20.4	20.5
净利润	2031	2682	5087	5545	6843	ROIC(%)	8.9	10.0	14.4	13.5	15.2
折旧摊销	1218	1996	2036	2658	3180	偿债能力					
财务费用	316	708	815	817	721	资产负债率(%)	60.4	61.4	59.1	58.1	49.8
投资损失	-76	-118	-1690	-290	-190	流动比率	0.5	0.8	0.7	0.6	0.7
营运资金变动	89	-2962	1567	1335	-1698	速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他经营现金流	-479	52	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-6442	-4291	-6460	-11044	-4563	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
筹资活动现金流	3277	1441	-5311	-2512	-3307	应收账款周转率	15.3	17.3	18.0	18.0	18.0
每股指标 (元)						应付账款周转率	4.9	4.0	3.7	3.8	4.0
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	1.17	1.27	1.57	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.55	1.82	2.35	2.07	P/E	64.3	49.3	25.9	23.8	19.3
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.90	4.90	6.00	7.39	P/B	8.8	7.8	6.2	5.0	4.1
						EV/EBITDA	35.0	24.3	16.7	14.9	12.0

资料来源：贝格数据华金证券研究所

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

肖索声明，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 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn