

增持

——维持

日期: 2020年11月02日

行业: 电气设备和新能源



分析师: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC证书编号: S0870520010001

基本数据 (截至 2020 年 10 月 22 日)

报告日股价 (元)	27.68
12mth A 股价格区间 (元)	11.19-32.86
总股本 (百万股)	4287.86
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	118687.85
每股净资产 (元)	5.68

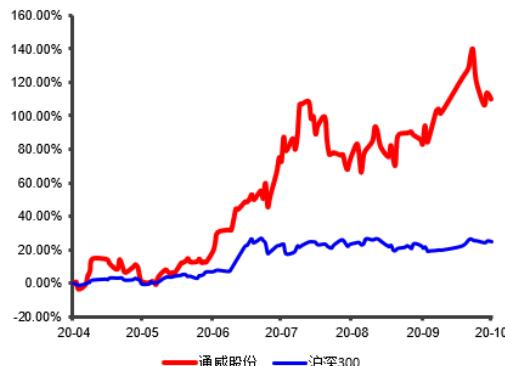
主要股东 (2020H1)

通威集团有限公司	46.61%
----------	--------

收入结构 (2019A)

饲料	44.44%
太阳能电池及组件	32.67%
多晶硅及化工	13.79%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY20-TWGF04

首次报告日期:

相关报告:

通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

电池片盈利改善, Q4 硅料有望量利双升

—2020 年三季报点评

■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报。2020年前三季度,公司实现营业收入316.78亿元,同比增长13.04%;归母净利润33.33亿元,同比增长48.57%,扣非后净利19.13亿元,同比下滑8.30%。经营性现金流净额20.38亿元,同比下滑5.86%;加权平均ROE17.31%,同比提升2.92个百分点。

■ 事项点评

Q3 业绩持续回暖, 处置通威实业贡献投资收益

2020年Q3公司营业收入129.40亿元,同比增8.73%,环比增18.56%;实现净利润23.22亿元,同比增193%,环比增249%,其中处置通威实业98%股权获得投资收益15.19亿元。剔除投资收益,公司Q3归母净利润约10.04亿元,同比增26.69%,环比增50.73%,业绩持续回暖。公司Q3整体毛利率达16.81%,环比提升1.12个百分点,环比提升0.77个百分点,业绩持续回暖。

Q3 硅料惜售, Q4 硅料业务将迎来爆发

2020年三季度,公司硅料出货约1.36万吨,比预期相差较多,主要系7、8月份产业链上下游博弈、硅料价格大幅上涨,公司硅料惜售、基本屯为库存所致。Q3硅料售价约7.17万元/吨,主要系8、9月份出货量不大,拉低了平均水平。另外,8月份的洪灾对公司硅料出货造成较大影响;据了解,目前受洪水影响的永祥多晶硅已实现全线复产。受益于卓越的成本管控能力,公司硅料产能成本持续改善,其中乐山新产能全成本已降低至4.45万元/吨,包头产能达4.1万元/吨。Q4行业需求步入旺季,硅料价格在9万元/吨附近高位持稳,预计四季度硅料业务环比Q3将显著升温。公司目前在建的乐山二期和保山一期项目合计超过8万吨产能预计将于2021年建成投产,届时将形成16-17万吨硅料产能,巩固竞争优势。

电池片盈利改善, 大尺寸产品占比提升

三季度公司电池片出货5.76GW,其中多晶产品约1GW。电池片业务贡献净利润约4.82亿元,其中单晶电池片净利润4.84亿元(上半年仅1.9亿元),单瓦净利接近0.1元,盈利能力显著改善,主要系166及以上电池片产品占比逐步提升,及上半年投产的眉山一期项目产能陆续释放摊薄成本。公司已启动眉山二期7.5GW及金堂一期7.5GW的电池项目,预计2021年内投产,届时公司电池产能规模将超过40GW。公司电池片非硅成本进一步改善,高于行业平均水平。目前公司电池片

已经实现对156、158、16X、18X、21X等尺寸的全覆盖，随着大尺寸产品占比的提升，电池片非硅成本有望进一步改善。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2020、2021和2022年营业收入分别为465.63亿元、596.56亿元和698.45亿元，增速分别为23.99%、28.12%和17.08%；归属于母公司股东净利润分别为46.67亿元、54.95亿元和67.37亿元，增速分别为77.16%、17.74%和22.59%；全面摊薄每股EPS分别为1.09元、1.28元和1.57元，对应PE为25.43倍、21.60倍和17.62倍。我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

全球光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，硅料和电池片价格修复不及预期、公司产能爬坡及技术进步不及预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555.12	46563.02	59656.49	69844.87
增长率(%)	36.39%	23.99%	28.12%	17.08%
归属母公司股东净利润	2634.57	4667.36	5495.39	6736.61
增长率(%)	30.51%	77.16%	17.74%	22.59%
每股收益(元)	0.68	1.09	1.28	1.57
市盈率(X)	40.71	25.43	21.60	17.62

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2020年10月22日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2693	8406	14258	22405
应收和预付款项	3325	4222	5321	6060
存货	2416	2558	3692	3615
其他流动资产	918	918	918	918
长期股权投资	440	440	565	705
投资性房地产	107	90	73	56
固定资产和在建工程	28123	30110	29791	28848
无形资产和开发支出	2346	2145	1945	1744
其他非流动资产	1663	1360	1056	1056
资产总计	46821	54794	62165	69953
短期借款	3623	0	0	0
应付和预收款项	11033	14650	17797	20406
长期借款	8301	8301	8301	8301
其他负债	4167	4167	4167	4167
负债合计	28733	27118	30265	32875
股本	3883	4288	4288	4288
资本公积	5673	11268	11268	11268
留存收益	8022	11545	15694	20780
归属母公司股东权益	17577	27101	31249	36335
少数股东权益	511	575	650	743
股东权益合计	18088	27676	31900	37078
负债和股东权益合计	46821	54794	62165	69953

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2357	10399	11356	13615
投资活动产生现金流量	-4291	-4045	-3826	-3577
融资活动产生现金流量	1441	722	-1677	-1891
现金流量净额	-492	7076	5852	8147

数据来源: Wind 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555	46563	59656	69845
营业成本	30536	37953	47693	55761
营业税金及附加	123	152	195	228
营业费用	975	1094	1223	1383
管理费用	1514	3050	3729	4261
财务费用	708	742	627	587
资产减值损失	-5	130	62	50
投资收益	118	1610	125	140
其他收益	214	0	0	0
营业利润	3123	5052	6253	7715
营业外收支净额	28	0	29	29
利润总额	3152	5252	6502	7979
所得税	469	521	931	1151
净利润	2682	4731	5571	6829
少数股东损益	48	64	75	92
归属母公司股东净利润	2635	4667	5495	6737

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.69%	18.49%	20.05%	20.16%
EBIT/销售收入	9.78%	12.38%	11.45%	11.77%
销售净利率	7.14%	10.16%	9.34%	9.78%
ROE	14.99%	17.22%	17.59%	18.54%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.77	0.95	1.21	1.46
速动比率	0.63	0.75	0.98	1.26
总资产周转率	0.88	0.93	1.04	1.07
应收账款周转率	26.47	15.59	17.23	16.25
存货周转率	15.26	14.84	12.92	15.42

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。