通威股份(600438)

公司研究/点评报告

硅料利润大幅增长，电池片盈利改善

—通威股份 2020 年三季报点评

点评报告/电力设备与新能源行业　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 23 日，公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 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%。公司第三季度营收 129.40 亿元，同比增长 8.73%，归母净利润 23.22 亿元，同比增长 193.07%。

二、分析与判断

➢ 硅料供需仍偏紧，将持续显著增厚利润

受 7 月新疆地区硅料企业事故影响，以及洪水造成永祥乐山 2 万吨产能自 8 月下旬停车至今，硅料环节供应短缺催化产业链价格持续上涨。根据 PVInfolink 最新报价，致密料约 90 元/kg，菜花料约 61 元/kg，分别较年内低点上涨 53%、110%。考虑到未来一年基本没有新增产能投放，供需格局仍偏紧，硅料价格有望维持高位。公司硅料产能 8 万吨，其中单晶料占比 95%以上，平均生产成本 3.95 万元/吨，其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨，处于行业的最优水平，乐山二期和保山一期合计 8 万吨产能预计将于 2021 年建成投产。预计硅料业务将保持强劲增长，明年具有较大的业绩弹性。此外，公司于 9 月 25 日与隆基股份签订战略合作协议，每年双向优先保障 10.18 万吨多晶硅料交易量并进行投资合作，强强联合龙头地位稳固。

➢ 电池盈利水平显著改善，产能结构持续优化

Q3 装机需求环比持续改善，同时受上游硅料及银浆涨价的影响，电池片价格快速上涨；尤其 M6 尺寸需求旺盛且供给尚未完全释放，价格持续坚挺，电池片盈利水平显著好转。随着眉山一期 7.5GW 产能（兼容 21X 及以下尺寸）爬坡结束，眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 将在 2021 年内投产，公司大尺寸产能结构持续优化，盈利能力将显著增强。此外，公司积极推进异质结产能布局，随着异质结技术不断成熟，公司有望引领并重塑电池片行业格局。

➢ 2020Q4 迎光伏最旺装机季，2021 年高增长可期

从产业链排产和订单成交情况来看，Q4 装机需求仍持续旺盛，我们预计单季装机有望达到近 40GW，或为近些年最旺装机季。光伏降本路径明确，全球加速进入平价时代，受低利率叠加政策刺激影响，预计明年内需、外需有望迎来共振向上，我们预计明年全球光伏装机有望达到 160-170GW。

➢ 期间费用控制稳健，存货大幅增加导致现金流略有下滑

公司前三季度期间费用率为 9.03%，同比下降 1.21%。其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.85/3.36/2.32/1.50%，同比-0.90/0.04/-0.01/-0.34 %，费用控制能力稳健。公司三季度末存货 33.44 亿元，较年初增加 38.42%，主要是为应对四季度需求备货，经营性现金流同比微降 5.86%，为 20.38 亿。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 47.82、55.11、65.95 亿元，同比增长 82%、15%、20%，EPS 为 1.12、1.29、1.54 元，对应估值 27、24、20 倍 PE，参考 CS 光伏板块 TTM 估值 101 倍，考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

推　荐　　首次评级

当前价格：　30.58

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	32.86/11.03
总股本（百万股）	4287.86
流通股本（百万股）	4287.86
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	1311.23
流通市值（亿元）	1311.23

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,555	44,943	55,518	66,606
增长率（%）	36.4%	19.7%	23.5%	20.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,635	4,782	5,511	6,595
增长率（%）	30.5%	81.5%	15.2%	19.7%
每股收益（元）	0.68	1.12	1.29	1.54
PE（现价）	45	27	24	20
PB	6.8	5.0	4.2	3.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	37,555	44,943	55,518	66,606
营业成本	30,536	35,958	43,404	52,270
营业税金及附加	123	148	183	220
销售费用	975	1,169	1,332	1,532
管理费用	1,514	1,820	2,054	2,331
研发费用	1,001	1,195	1,388	1,599
EBIT	3,406	4,652	7,157	8,655
财务费用	708	699	739	928
资产减值损失	(5)	(45)	(40)	(70)
投资收益	118	1,700	100	120
营业利润	3,123	5,707	6,580	7,878
营业外收支	28	0	0	0
利润总额	3,152	5,727	6,600	7,898
所得税	469	859	990	1,185
净利润	2,682	4,868	5,610	6,713
归属于母公司净利润	2,635	4,782	5,511	6,595
EBITDA	5,402	7,241	10,250	12,273

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2693	2584	3684	5080
应收账款及票据	2129	3595	5552	6661
预付款项	390	467	521	627
存货	2420	6583	7241	7965
其他流动资产	918	1008	1087	2728
流动资产合计	13743	22203	26284	31695
长期股权投资	440	2190	2290	2410
固定资产	24536	28736	33236	38036
无形资产	1710	1652	1595	1541
非流动资产合计	33078	37618	43126	49429
资产合计	46821	59821	69410	81124
短期借款	3623	4500	6542	8000
应付账款及票据	8904	8990	9983	11499
其他流动负债	1124	1124	1124	1124
流动负债合计	17843	19357	23194	27052
长期借款	4089	6589	7589	9589
其他长期负债	4899	4899	4899	4899
非流动负债合计	10889	13389	14389	16389
负债合计	28733	32747	37583	43442
股本	3883	4288	4288	4288
少数股东权益	511	597	696	815
股东权益合计	18088	27075	31827	37682
负债和股东权益合计	46821	59821	69410	81124

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	36.4%	19.7%	23.5%	20.0%
EBIT 增长率	31.1%	36.6%	53.8%	20.9%
净利润增长率	30.5%	81.5%	15.2%	19.7%
盈利能力				
毛利率	18.7%	20.0%	21.8%	21.5%
净利润率	7.0%	10.6%	9.9%	9.9%
总资产收益率 ROA	5.6%	8.0%	7.9%	8.1%
净资产收益率 ROE	15.0%	18.1%	17.7%	17.9%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.2
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	13.6	15.0	14.0	14.0
存货周转天数	23.6	45.0	45.0	40.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标（元）				
每股收益	0.7	1.1	1.3	1.5
每股净资产	4.5	6.2	7.3	8.6
每股经营现金流	0.6	(0.4)	1.9	2.6
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	45.1	27.4	23.8	19.9
PB	6.8	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	22.1	17.2	12.6	10.7
股息收益率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,682	4,868	5,610	6,713
折旧和摊销	2,001	2,493	3,003	3,497
营运资金变动	(2,962)	(7,990)	(1,096)	5
经营活动现金流	2,314	(1,782)	8,153	11,027
资本开支	4,137	5,208	8,480	9,780
投资	(61)	(48)	(1)	(1)
投资活动现金流	(4,291)	(5,349)	(8,560)	(11,421)
股权募资	48	4,977	0	0
债务募资	4,116	2,500	1,000	500
筹资活动现金流	1,441	6,932	1,427	149
现金净流量	(535)	(199)	1,021	(246)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。