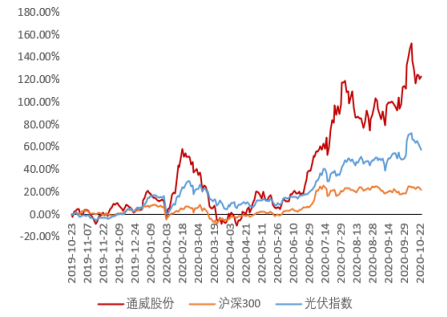
光伏 通威股份（600438.SH） 首次评级

报告原因：三季报点评 **硅料电池双龙头优势突出，四季度迎业绩释放期** **增持**

2020 年 10 月 23 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 23 日	
收盘价(元)：	27.89
年内最高/最低（元）：	32.86/11.05
流通 A 股/总股本（亿）：	42.88/42.88
流通 A 股市值（亿）：	1195.88
总市值（亿）：	1195.88
基础数据：2020 年 9 月 30 日	
基本每股收益	0.80
摊薄每股收益：	0.80
每股净资产(元)：	5.68
净资产收益率：	13.68%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司发布 2020 年三季度报告，公司 2020 年 Q1-Q3 实现营业收入 316.78 亿元，同比增长 13.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 33.33 亿元，同比增长 48.57%；Q3 实现营业收入 129.40 亿元，同比增长 8.73%，实现归属于上市公司股东的净利润 23.22 亿元，同比增长 193.07%，实现归属上市公司股东的扣非净利润 9.54 亿元，同比增长 36.20%，业绩符合市场预期。

事件点评

➢ **投资收益贡献主要增量，光伏业务符合预期。**公司 Q1-Q3 业绩大增，其中获得非流动资产处置收益约 15.19 亿元，主要是因为报告期内公司对于下属通威实业 98%股权及 100%债券进行了竞价出售。电池片业务方面，上半年通威出货量排名全球市场第一，相比 2019 年增长约 31%，为公司前三季度主要利润增长点；硅料业务方面，公司乐山老厂因洪水停产，目前看来对业绩影响可控，整体来看，光伏业务符合市场预期。

➢ **四季度装机需求旺盛，硅料价格维持高位。**四季度将迎来全年光伏需求最强旺季，全年新增装机量有望达到 40GW，同比增长 33%。短期内，预计硅料供需仍将处于紧张状态，硅料价格虽无法延续三季度的上升趋势，但依旧会处于相对高位，公司硅料业务毛利率可能达到 35%以上，量价齐升，公司四季度或将迎来业绩释放。

➢ **布局多条电池技术路线，电池龙头地位有望继续稳固。**公司一方面通过推进精细化管理持续实现降本增效，一方面优化产品结构，提高大尺寸产品占比，目前公司已实现对 PERC 电池主流尺寸 156、158、16X、18X、21X 全覆盖。电池技术方面，公司积极加大研发投入，对于 HIT、TOPCON、PERC+等可能成为下一代主流电池技术路线的多条技术路线进行了布局。年内公司眉山一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已实现投产，并启动了眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目，预计 2021 年投产，届时公司太阳能电池产能将达到 40GW，电池龙头地位继续稳固。

➢ **深耕饲料业务多年，“渔光一体”带来新增长。**公司成立时的主营业务为饲料、养殖业，目前已在该业务领域深耕近 30 年，Q1-Q3 公司积极做好防疫，全力复工复产，上线网上订货系统及线上技术服务，提高精细化管理水平，保证饲料业务的有效运营及稳步发展。另外，公司目前已在江苏

泗洪、江苏如东、湖南常德等多省市开发“渔光一体”光伏电站 44 座，累计装机并网 2.1GW。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.10\1.20\1.30，对应公司 10 月 23 日收盘价 27.89 元，2020-2022 年 PE 分别为 25.35\23.24\21.45，首次予以“增持”评级。

风险提示

- 全球光伏政策变动风险；光伏新增装机不及预期；疫情恢复不及预期。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,743.3	13,156.7	15,560.2	18,395.5
现金	2,692.7	565.0	350.0	520.0
应收账款	2,477.6	2,526.7	3,455.4	4,307.1
其他应收款	805.4	763.4	1,086.8	1,354.7
预付账款	389.9	469.3	590.8	783.7
存货	2,419.7	2,805.4	3,506.8	4,383.5
其他流动资产	4,958.1	6,026.8	6,570.5	7,046.5
非流动资产	33,077.6	41,231.0	45,384.4	49,648.5
长期投资	439.7	520.0	413.8	457.8
固定资产	24,531.0	34,799.5	40,365.0	45,055.0
无形资产	1,709.8	1,595.8	1,489.4	1,390.1
其他非流动资产	6,397.1	4,315.8	3,116.2	2,745.6
资产总计	46,821.0	54,387.7	60,944.6	68,044.0
流动负债	17,843.4	18,134.3	19,983.2	24,248.5
短期借款	3,622.9	3,057.9	0.0	0.0
应付账款	3,609.0	4,779.5	6,610.0	7,494.7
其他流动负债	10,611.5	10,296.9	13,373.2	16,753.8
非流动负债	10,889.4	9,646.9	9,911.8	7,950.2
长期借款	4,089.0	6,184.0	6,384.0	3,684.0
其他非流动负债	6,800.4	3,462.9	3,527.8	4,266.2
负债合计	28,732.8	27,781.2	29,895.0	32,198.7
少数股东权益	511.1	777.1	840.9	921.5
股本	3,882.6	4,287.9	4,287.9	4,287.9
资本公积	5,672.7	10,363.5	10,346.7	10,325.0
留存收益	7,181.3	11,179.0	15,571.2	20,310.0
归属母公司股东权益	17,577.0	25,830.3	30,205.8	34,922.9
负债和股东权益	46,821.0	54,388.6	60,941.6	68,043.1

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,357.5	5,503.1	11,141.7	12,001.1
净利润	2,682.3	4,703.2	5,167.3	5,575.1
折旧摊销	1,995.7	2,467.0	2,994.8	3,500.1
财务费用	753.8	450.8	370.2	295.5
投资损失	-118.4	-1,590.4	-1,000.0	-100.0
营运资金变动	-10,642.6	-587.8	3,544.8	2,648.2
其他经营现金流	7,686.6	60.4	64.6	82.2
投资活动现金流	-4,290.8	1,412.0	1,123.1	77.4
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-158.2	-80.3	106.2	-44.1
其他投资现金流	-4,132.6	1,492.3	1,016.9	121.5
筹资活动现金流	1,441.1	1,935.2	-4,484.4	-3,904.6
短期借款	-1,653.3	-565.0	-3,057.9	0.0
长期借款	3,398.5	2,095.0	200.0	-2,700.0
普通股增加	0.2	405.3	0.0	0.0
资本公积增加	-39.9	4,690.8	-16.8	-21.7
其他筹资现金流	-264.5	-4,690.9	-1,609.8	-1,182.9
现金净增加额	-492.2	8,850.3	7,780.4	8,173.9

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555.1	45148.8	56436.0	70544.9
营业成本	30536.0	36570.5	45713.1	57141.4
营业税金及附加	122.9	180.6	225.7	282.2
销售费用	975.3	1173.9	1467.3	1834.2
管理费用	1513.8	1806.0	2257.4	2821.8
研发费用	1000.7	1173.9	1467.3	1834.2
财务费用	707.8	450.8	370.2	295.5
加：其他费用	214.3	200.0	200.0	200.0
资产减值损失	-4.9	-0.6	0.7	1.8
公允价值变动收益	0.0	0.3	0.1	-0.2
投资净收益	118.4	1590.4	1000.0	100.0
营业利润	3123.0	5584.6	6134.2	6633.7
营业外收入	42.4	30.0	30.0	30.0
营业外支出	13.9	10.0	10.0	10.0
利润总额	3151.5	5604.6	6154.2	6653.7
所得税	469.2	840.7	923.1	998.1
净利润	2682.3	4763.9	5231.1	5655.7
少数股东损益	47.8	60.7	63.8	80.6
归属母公司净利润	2634.6	4703.2	5167.3	5575.1
EBITDA	6518.8	9476.2	10766.5	12063.5
EPS（元）	1.7	1.1	1.2	1.3

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	36.39%	20.22%	25.00%	25.00%
营业利润	30.38%	78.82%	9.84%	8.14%
归属于母公司净利润	30.51%	78.52%	9.87%	7.89%
获利能力				
毛利率(%)	18.69%	19.00%	19.00%	19.00%
净利率(%)	7.02%	10.42%	9.16%	7.90%
ROE(%)	14.83%	17.90%	16.85%	15.78%
ROIC(%)	19.69%	19.40%	15.86%	15.94%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.37%	51.08%	49.06%	47.32%
净负债比率(%)	72.36%	56.76%	52.73%	60.36%
流动比率	0.77	0.73	0.78	0.76
速动比率	0.63	0.57	0.60	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.89	0.98	1.09
应收账款周转率	26.47	26.28	27.32	26.52
应付账款周转率	9.71	10.76	9.91	10.00
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.10	1.21	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.28	2.60	2.80
每股净资产(最新摊薄)	4.10	6.02	7.04	8.14
估值比率				
P/E	16.4	25.2	23.0	21.3
P/B	6.8	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	9.19	13.49	11.66	10.19

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336