证券研究报告

公司研究——事项点评

通威股份（600438.SH）

产品涨价提升盈利能力，四季度业绩有望释放

2020 年 10 月 23 日

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.09

武 浩 行业分析师

职业编号：S1500520090001

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈 磊 行业分析师

职业编号：S1500520090003

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@cindasc.com

事件：公司发布 2020 年第三季度报告。2020 年前三季度公司实现营收 316.78 亿元，同比增长 13.04%；归母净利 33.33 亿元，同比增长 48.57%；扣非归母净利 19.13 亿元，同比下降 8.30%；毛利率 16.58%，同比下降 2.74ppt。

其中，2020 年第三季度，公司实现营收 129.40 亿元，同比增长 8.73%，环比增长 18.57%；归母净利 23.22 亿元，同比增长 193.07%，环比增长 248.65%；扣非归母净利 9.54 亿元，同比增长 36.20%，环比增长 48.37%。毛利率 16.81%，同比增长 1.13ppt，环比增长 0.78ppt。

点评：

- **产品价格上涨提升盈利水平。**公司三季度单季实现归母净利润 23.71 亿元，同比增长 189.13%，其中处置下属通威实业等合计获投资收益 15.90 亿元。太阳能主业方面，受益三季度产品价格上涨，公司单季整体营收增长 8.73%，毛利率同环比提升，实现扣非归母净利 9.54 亿元，同环比均实现 35%以上增长。

- **电池片盈利能力大幅提升，支撑三季度单季业绩增长。**公司眉山一期 7.5GW 电池产能于 2020Q2 投产，得益产能释放及产线效率提升，公司三季度电池片销量持续增长，实现出货约 5.8GW。受上游原材料及辅材价格上涨，公司 Q3 进一步提升电池片价格，G1\M6 单晶 perc 电池定价由 7 月 0.80 元/W 涨至 9 月 0.97 元/W，涨幅 20%左右，电池片盈利能力大幅提升，单季实现净利润约 4.8 亿元。

- **Q4 硅料供需偏紧，价格坚挺，业绩有望逐步释放。**三季度受新疆地区不可抗力及新冠疫情影响，硅料供给短缺，价格迅速上涨，由 6 月底的 59 元/Kg 涨至 9 月底 94 元/Kg，涨幅接近 60%。同时，受四川地区洪水影响，公司四川硅料老产能停产，结合价格变化下公司销售政策调整，三季度公司硅料出货约 1.4 万吨。公司持续优化包头、乐山新产能成本，助推硅料单季度实现净利润约 1.5 亿元。四季度需求旺季硅料供需仍处紧张状态，价格有望持续坚挺，销量放量将推动公司业绩快速增长。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 457.82、573.63 和 697.97 亿元，同比增长 21.9%、25.3%和 21.7%，归母净利 47.22、54.99 和 72.55 亿元，同比增长 79.2%、16.5%和 21.9%。摊薄 EPS1.10、1.28 和 1.69 元/股。对应 2020-2022 年 PE 分别为 25.1、21.6 和 16.4x，维持对公司“买入”评级。

- **风险因素：**新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险；技术路线变化风险；产品及原材料价格波动风险等。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	37555.12	45782.36	57362.55	69796.79
增长率（%）	36.4%	21.9%	25.3%	21.7%
归母净利润	2634.57	4721.87	5498.84	7255.28
增长率（%）	30.5%	79.2%	16.5%	31.9%
EPS（元/股）	0.61	1.10	1.28	1.69
市盈率（P/E）	21.37	25.14	21.58	16.36
市净率（P/B）	3.20	5.23	4.21	3.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,745	13,743	17,196	22,732	26,759
货币资金	3,412	2,693	2,154	5,073	6,599
应收票据	1,051	457	1,119	1,430	1,432
应收账款	1,166	1,672	1,988	2,523	3,050
预付账款	228	390	411	516	645
存货	1,586	2,416	2,893	3,453	4,268
其他	1,302	6,116	8,631	9,738	10,764
非流动资产	29,739	33,078	37,647	41,910	45,855
长期股权投资	282	440	585	677	698
固定资产（合计）	16,754	24,534	26,230	28,636	31,317
无形资产	1,394	1,710	1,948	2,225	2,483
其他	11,309	6,394	8,884	10,372	11,358
资产总计	38,484	46,821	54,843	64,641	72,614
流动负债	18,759	17,843	20,698	24,926	25,536
短期借款	5,276	3,623	4,505	4,080	2,163
应付票据	2,175	5,295	5,017	7,008	7,955
应付账款	4,128	3,609	4,842	6,563	7,201
其他	7,179	5,317	6,333	7,274	8,218
非流动负债	4,498	10,889	10,889	10,889	10,889
长期借款	690	4,089	4,089	4,089	4,089
其他	3,808	6,800	6,800	6,800	6,800
负债合计	23,257	28,733	31,588	35,815	36,426
少数股东权益	489	511	572	640	745
归母股东权益	14,738	17,577	22,683	28,186	35,444
负债和股东权益	38,484	46,821	54,843	64,641	72,614

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	27,535	37,555	45,782	57,363	69,797
同比(%)	5.5%	36.4%	21.9%	25.3%	21.7%
归母公司净利润	2,019	2,635	4,722	5,499	7,255
同比(%)	0.5%	30.5%	79.2%	16.5%	31.9%
毛利率(%)	18.9%	18.7%	19.1%	20.9%	21.3%
ROE(%)	13.7%	15.0%	20.8%	19.5%	20.5%
EPS（摊薄）(元)	0.47	0.61	1.10	1.28	1.69
P/E	17.59	21.37	25.14	21.58	16.36
P/B	2.41	3.20	5.23	4.21	3.35
EV/EBITDA	9.49	11.36	19.01	13.35	10.47

利润表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	27,535	37,555	45,782	57,363	69,797
营业成本	22,327	30,536	37,052	45,390	54,899
营业税金及附加	111	123	150	188	228
销售费用	863	975	1,362	1,664	1,971
管理费用	1,039	1,514	1,831	2,214	2,666
研发费用	598	1,001	1,145	1,348	1,605
财务费用	316	708	422	436	314
减值损失合计	47	-5	21	-4	-2
投资净收益	76	118	1,602	184	223
其他	-9	311	173	236	312
营业利润	2,395	3,123	5,618	6,537	8,645
营业外收支	3	28	9	12	14
利润总额	2,398	3,152	5,627	6,549	8,659
所得税	367	469	844	982	1,299
净利润	2,031	2,682	4,783	5,567	7,360
少数股东损益	12	48	61	68	105
归母公司净利润	2,019	2,635	4,722	5,499	7,255
EBITDA	3,816	5,402	6,863	9,521	11,816
EPS(当年)(元)	0.47	0.61	1.10	1.28	1.69

现金流量表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,100	2,357	4,255	10,890	11,013
净利润	2,031	2,682	4,783	5,567	7,360
折旧摊销	1,218	1,996	2,620	2,963	3,390
财务费用	403	754	495	504	457
投资损失	-76	-118	-1,602	-184	-223
营运资金变动	-512	-2,962	-2,019	2,036	27
其它	36	6	-21	4	2
投资活动现金流	-6,442	-4,291	-5,586	-7,042	-7,112
资本支出	-7,095	-4,137	-7,044	-7,134	-7,313
长期投资	585	-61	-145	-92	-22
其他	68	-93	1,602	184	223
筹资活动现金流	3,277	1,441	793	-929	-2,375
吸收投资	92	48	405	0	0
借款	4,771	4,116	883	-425	-1,918
支付利息或股息	-936	-1,129	-495	-504	-457
现金净增加额	-62	-485	-539	2,919	1,527

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，新能源与电力设备行业分析师，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。