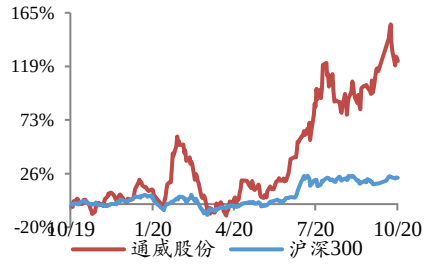
高需求高价位带来四季度业绩 成本规模优势支撑长期竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2020-10-22

收盘价（元）	27.68
近 12 个月最高/最低（元）	31.59/11.30
总股本（百万股）	4,288
流通股本（百万股）	4,288
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,187
流通市值（亿元）	1,187

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

1. 《华安证券新能源_公司研究_通威股份：硅料电池片双料龙头，低成本加速扩张》2020-8-7
2. 《华安证券新能源周报_海外光伏需求或超预期，行业高景气贯穿明年》2020-10-11

主要观点：

● 资产处置带来利润高增，光伏板块盈利略低于预期

公司发布三季度业绩。2020 年前三季度，公司实现营业收入 316.8 亿元，同比+13.0%；归母净利润 33.3 亿元，同比+48.6%；扣非后归母净利润为 19.1 亿元，同比-8.3%。第三季度单季度，实现营业收入 129.4 亿元，同比+8.7%，环比+18.6%；归母净利润 23.2 亿元，同比+193.1%，环比+248.7%；扣非后归母净利润为 9.5 亿元，同比+36.2%，环比+48.3%。

● 硅料和电池片环节盈利环比改善较大，四季度高盈利有望持续

1）公司 Q1-3 硅料出货量约为 5.9 万吨，Q3 出货量约为 1.4 万吨，由于前期下游囤货，以及洪水引发部分产能停产，硅料成本有所上升，且出货量略低于预期。预计硅料贡献净利 1 亿元左右；

2）公司电池片 Q1-3 出货量约为 13.7GW，Q3 出货量约为 5.7GW，预计贡献净利润 4.82 亿元。电池片盈利约 0.1 元/W，高出行业平均水平；

3）四季度截至目前，硅料价格持续上涨，电池片价格企稳，预计公司四季度扣非后业绩环比高增长。

● 硅料供给持续紧张，公司新产能即将投产，明后年业绩高增长

明年行业需求持续增长，硅料行业几乎没有新增产能，硅料供给紧张，有望维持全年高价。明年四季度公司硅料新产能投产，对应 2022 年出货量高增长，明后两年业绩高增长可期。同时，公司积极布局异质结新技术，龙头优势有望持续扩大。

● 投资建议和盈利预测

预计公司 2020-2022 年净利润 46/52/67 亿元，EPS 1.07/1.20/1.57 元，对应 P/E 为 26x/23x/18x。目标价 33.8 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

需求及价格上涨不及预期；海外复工复产不及预期；疫情影响加重。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,555	42,215	48,520	68,260
收入同比（%）	36.4%	12.4%	14.9%	40.7%
归属母公司净利润	2,635	4,595	5,163	6,732
净利润同比（%）	30.5%	74.4%	12.4%	30.4%
毛利率（%）	18.7%	22.0%	21.0%	19.7%
ROE（%）	15.0%	21.7%	20.6%	21.1%
每股收益（元）	0.68	1.07	1.20	1.57
P/E	19.02	25.83	22.99	17.63
P/B	4.66	5.60	4.73	3.73
EV/EBITDA	11.36	15.11	15.05	11.80

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位：百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,743	9,914	12,680	17,329
现金	2,693	2,377	3,882	5,461
应收账款	1,672	1,749	2,067	2,903
其他应收款	805	796	961	1,349
预付账款	390	379	449	648
存货	2,416	2,617	3,202	4,463
其他流动资产	9,180	1,997	2,118	2,504
非流动资产	33,078	41,331	49,067	56,220
长期投资	440	608	788	987
固定资产	24,534	31,979	39,056	46,372
无形资产	1,710	2,127	2,467	2,829
其他非流动资产	1,056	6,617	6,755	6,032
资产总计	46,821	51,245	61,747	73,549
流动负债	17,843	17,356	23,368	28,204
短期借款	3,623	870	4,598	275
应付账款	3,609	4,465	5,289	7,337
其他流动负债	11,240	12,022	13,481	20,592
非流动负债	10,889	12,144	11,399	11,549
长期借款	4,089	3,765	3,531	3,764
其他非流动负债	6,800	8,379	7,869	7,785
负债合计	28,733	29,500	34,767	39,753
少数股东权益	511	573	644	728
股本	3,883	3,883	3,883	3,883
资本公积	5,673	5,673	5,673	5,673
留存收益	8,022	11,617	15,550	22,282
归属母公司股东权益	17,577	21,172	25,105	31,837
负债和股东权益	46,821	51,245	61,747	73,549

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	13,176	8,736	14,127
净利润	2,682	4,595	5,163	6,732
折旧摊销	1,996	1,979	1,777	1,854
财务费用	754	415	457	404
投资损失	(118)	(211)	(408)	(562)
营运资金变动	(2,962)	6,122	1,480	5,398
其他经营现金流	5,651	(1,251)	3,950	1,635
投资活动现金流	(4,291)	(10,235)	(9,301)	(8,662)
资本支出	(4,137)	(10,207)	(9,003)	(8,794)
长期投资	(61)	(168)	(180)	(199)
其他投资现金流	(93)	140	(118)	331
筹资活动现金流	1,441	(2,256)	2,069	(3,886)
短期借款	(1,653)	(2,753)	3,729	(4,323)
长期借款	3,399	(324)	(234)	233
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(40)	0	0	0
其他筹资现金流	(264)	822	(1,425)	204
现金净增加额	(485)	(316)	1,504	1,579

利润表				单位：百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,555	42,215	48,520	68,260
营业成本	30,536	32,936	38,324	54,800
营业税金及附加	123	127	146	211
销售费用	975	1,110	1,286	1,798
管理费用	1,514	1,663	1,902	2,693
财务费用	708	385	830	1,158
资产减值损失	(5)	(124)	(70)	(78)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	118	211	408	562
营业利润	3,123	5,352	6,004	7,799
营业外收入	42	24	25	45
营业外支出	14	11	5	1
利润总额	3,152	5,365	6,024	7,843
所得税	469	708	789	1,027
净利润	2,682	4,657	5,234	6,816
少数股东损益	48	62	71	84
归属母公司净利润	2,635	4,595	5,163	6,732
EBITDA	5,612	7,353	7,456	8,934
EPS（元）	0.68	1.07	1.20	1.57

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	36.4%	12.4%	14.9%	40.7%
营业利润	30.4%	71.4%	12.2%	29.9%
归属于母公司净利润	30.5%	74.4%	12.4%	30.4%
获利能力				
毛利率(%)	18.7%	22.0%	21.0%	19.7%
净利率(%)	0.26%	7.1%	7.0%	10.9%
ROE(%)	15.0%	21.7%	20.6%	21.1%
ROIC(%)	11.0%	14.1%	12.4%	14.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.4%	57.6%	56.3%	54.1%
净负债比率(%)	158.8%	135.7%	135.0%	122.1%
流动比率	0.77	0.57	0.54	0.61
速动比率	0.63	0.40	0.39	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.82	0.79	0.93
应收账款周转率	26.47	24.14	23.47	23.51
应付账款周转率	7.89	7.38	7.25	7.47
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.07	1.20	1.57
每股经营现金流(最新摊	0.61	3.07	2.04	3.29
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.94	5.85	7.42
估值比率				
P/E	19.02	25.83	22.99	17.63
P/B	4.66	5.60	4.73	3.73
EV/EBITDA	13.59	15.11	15.05	11.80

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与联系人简介

分析师：陈晓，华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

分析师：宋伟健，五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

联系人：别依田，上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

分析师：滕飞，四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

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%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。