通威股份三季报业绩点评

电池片超预期，硅料盈利向好

买入（维持）

2020 年 10 月 23 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,555	46,623	60,379	72,575
同比（%）	36.4%	24.1%	29.5%	20.2%
归母净利润（百万元）	2635	4633	5677	6897
同比（%）	30.5%	75.9%	22.5%	21.5%
每股收益（元/股）	0.61	1.08	1.32	1.61
P/E（倍）	45.05	25.62	20.91	17.21

投资要点

- **20Q1-3 业绩 33.33 亿元，同比大增 48.6%，符合预期。**公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 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%，对应 EPS 为 0.78 元。其中 20Q3 实现营收 129.4 亿元，同比增长 8.73%，环比增长 18.56%；实现归母净利 23.22 亿元，同比增长 193.07%，环比增长 248.67%，对应 EPS 为 0.54 元。收入和利润增长符合市场预期。

- **Q3 硅料惜售致业绩递延，Q4 硅料高增长量利双升！**Q3 硅料销量 1.3-1.4 万吨（正常约单季度 2.4 万吨），主要原因在于上下游关于硅料价格的博弈，大厂硅料惜售以及洪水的影响，Q3 硅料价格含税约 7.2 万/吨，洪水影响老产能 2 个月致平均成本上升，Q3 平均生产成本约 4.3-4.4 万元/吨，完全成本在 5-5.1 万元/吨，测算公司 Q3 硅料毛利率约 32%，单吨净利润约 1.1 万元，硅料业务利润约 1.5 亿元。Q4 看，最强旺季来临，预计硅料供需持续偏紧，出货含税价预计 9 万元/吨以上，洪水影响消除成本回归正常水平，生产成本约 3.6-3.8 万元/吨，完全成本在 4.3-4.5 万元/吨，按 Q4 硅料销量 3 万吨测算（含 9000 多吨库存），环比增长约 122%，测算硅料毛利率约 54%，单吨利润约 3 万元，硅料业务利润约 8.9 亿元，环比高增 493%!

- **电池单瓦利润大超预期，看好 Q4 及明年大尺寸表现！**Q3 公司多晶出货 1GW，单晶出货 4.7GW，电池板块净利润约 4.2-4.3 亿（扣非），其中多晶亏损约 200 万，单晶利润 4.2-4.3 亿，折算单晶单瓦利润 9 分/W，大超市场预期！主要原因在于：1）公司上半年眉山 7.5GW 新产能释放，进一步摊薄非硅成本；2）公司尺寸结构改善明显，Q3 大尺寸 166 电池占比环比提升 20%至约 40%，显著提升盈利能力。Q4 看，随着公司 210 电池开始出货，166 占比继续提升，公司盈利能力持续强劲。明年看公司眉山二期及金堂一期 210 大尺寸产能投产，大尺寸占比继续提升，带动盈利能力进一步提升。

- **绑定硅片龙头隆基，保障硅料出货。**硅片环节隆基逐步成为寡头，通过和隆基互相参股和签订长单，有利于保障公司硅料大幅扩产后的稳定销售，根据目前硅料市场价格测算，与隆基的供应链合作公司会实现销售收入约 90 亿元/年（测算含税售价约 10 万元/吨）。

- **费用管控合理，期间费用率下降至 9.04%。**公司 2020Q1-3 费用同比下降 0.24%至 28.64 亿元，期间费用率下降 1.2 个百分点至 9.04%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 23.86%、上升 13.69%、上升 12.65%、下降 7.78%至 5.87 亿元、18.02 亿元、7.36 亿元、4.75 亿元；费用率分别下降 0.9、上升 0.03、下降 0.01、下降 0.34 个百分点至 1.85%、5.69%、2.32%、1.50%。

- **存货大幅上升，主要原因在于硅料库存和在途几百兆瓦电池组件：**20Q1-3 经营活动现金流量净流入 20.38 亿元，同比下降 5.86%；期末预收款项（合同负债）19.55 亿元，较期初增长 24.44%。期末应收账款 19.24 亿元，较期初增长 15.07%。期末存货 33.44 亿元，较期初增长 38.41%。Q3 经营活动现金流量净额 10.22 亿元，有所强化；存货上升 3.79 亿元至 33.44 亿元；应收账款减少 0.2 亿元至 19.24 亿元。

- **盈利预测：**我们预计公司 20-22 年业绩为：46.33、56.77、68.97 亿元，同比+75.9%、+22.5%、21.5%，对应 EPS 为 1.08、1.32、1.61 元。目标价 35.64 元，对应 21 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.68
一年最低/最高价	11.03/32.86
市净率(倍)	4.87
流通 A 股市值(百万元)	118687.85

基础数据

每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	53.93
总股本(百万股)	4287.86
流通 A 股(百万股)	4287.86

相关研究

1、《通威股份 20H1 中报业绩点评：业绩符合预期，硅料&电池片盈利趋势向上》2020-08-10

2、《通威股份（600438）：技术成本双重领先，开启硅料王者时代》2020-07-28

3、《通威股份（600438）年报&一季报简评：盈利底部已现，未来将企稳回升》2020-04-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

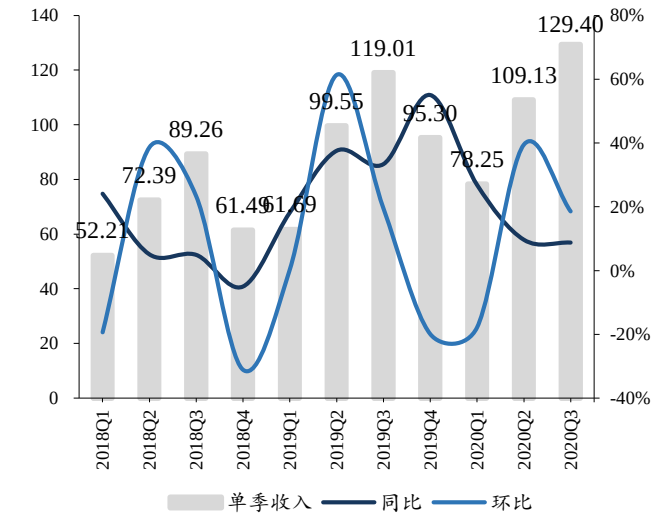
20Q1-3 业绩 33.33 亿元，同比大增 48.6%，符合预期。公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 实现营收 316.78 亿元，同比增长 13.04%；归母净利 33.33 亿元，同比增长 48.57%，对应 EPS 为 0.78 元。其中 20Q3 实现营收 129.4 亿元，同比增长 8.73%，环比增长 18.56%；实现归母净利 23.22 亿元，同比增长 193.07%，环比增长 248.67%，对应 EPS 为 0.54 元。收入和利润增长符合市场预期。Q1-3 毛利率为 16.58%，同比下降 2.74pct，Q3 毛利率 16.81%，同比上升 1.12pct，环比上升 0.77pct；Q1-3 归母净利率为 10.52%，同比上升 2.52pct，Q3 归母净利率 17.95%，同比上升 11.29pct，环比上升 11.84pct。

表 1：通威股份 2020Q1-3 经营情况（亿元）

通威股份	20Q1-3	19Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	316.78	280.25	**13.0%**	129.40	119.01	**8.7%**	109.13	**18.6%**
毛利率	16.6%	19.3%	**-2.7pct**	16.8%	15.7%	**1.1pct**	16.0%	**0.8 pct**
营业利润	39.92	27.09	**47.4%**	27.73	9.74	**184.7%**	7.95	**249.0%**
利润总额	39.88	27.18	**46.7%**	27.74	9.78	**183.6%**	7.88	**252.1%**
归属母公司净利润	33.33	22.43	**48.6%**	23.22	7.92	**193.1%**	6.66	**248.7%**
扣非归母净利润	19.13	20.86	**-8.3%**	9.54	7.00	**36.2%**	6.43	**48.3%**
归母净利率	10.52%	8.00%	**2.52pct**	17.95%	6.66%	**11.29pct**	6.10%	**11.84 pct**
股本	42.88	38.83	-	42.88	38.83	-	42.88	-
EPS	0.78	0.58	**34.5%**	0.54	0.20	**165.4%**	0.16	**248.7%**

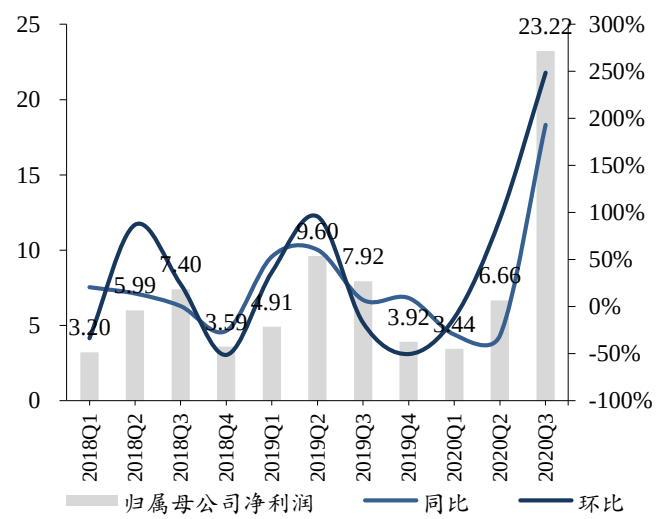
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 1：Q3 收入 129.4 亿元，同比+8.73%



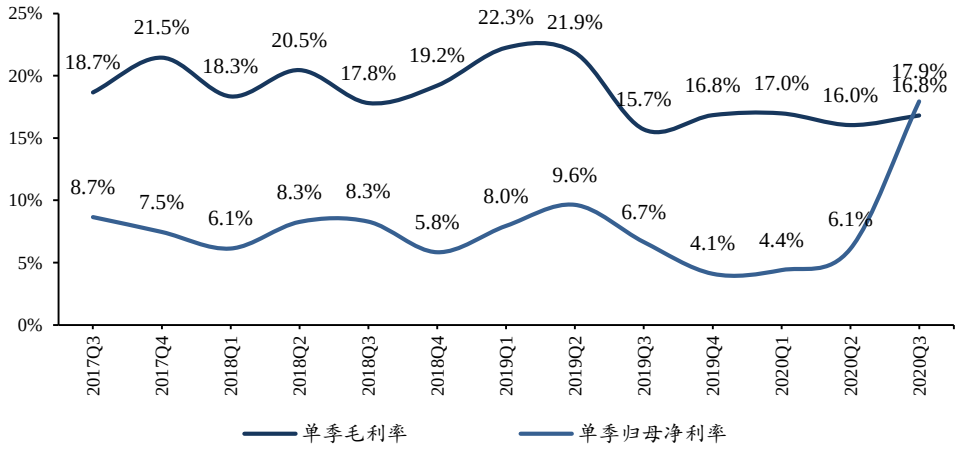
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q3 归母净利润 23.22 亿元，同比+193.07%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

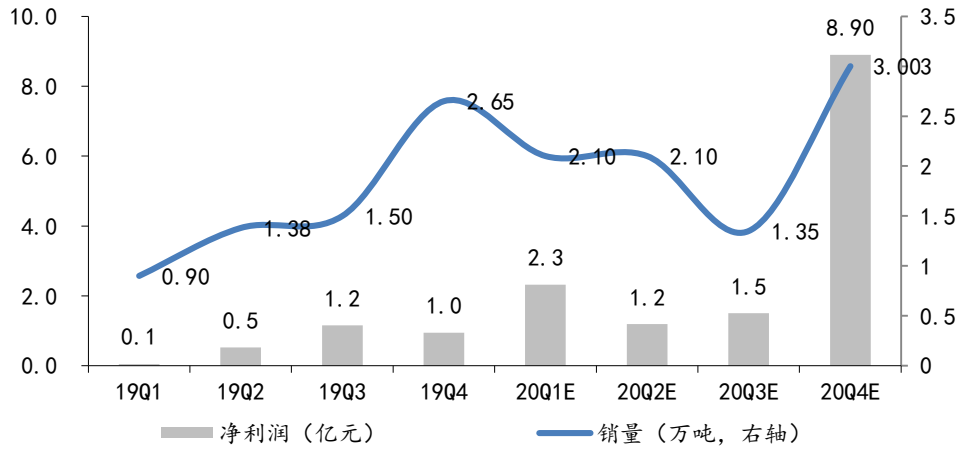
图 3：Q3 毛利率、净利率同比+1.12、+11.29pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

Q3 硅料惜售致业绩递延，Q4 硅料高增长量利双升！Q3 硅料销量 1.3-1.4 万吨（正常约单季度 2.4 万吨），主要原因在于上下游关于硅料价格的博弈，大厂硅料惜售以及洪水的影响，Q3 硅料价格含税约 7.2 万/吨，洪水影响老产能 2 个月致平均成本上升，Q3 平均生产成本约 4.3-4.4 万元/吨，完全成本在 5-5.1 万元/吨，测算公司 Q3 硅料毛利率约 32%，单吨净利润约 1.1 万元，硅料业务利润约 1.5 亿元。Q4 看，最强旺季来临，预计硅料供需持续偏紧，出货含税价预计 9 万元/吨以上，洪水影响消除成本回归正常水平，生产成本约 3.6-3.8 万元/吨，完全成本在 4.3-4.5 万元/吨，按 Q4 硅料销量 3 万吨测算（含 9000 多吨库存），环比增长约 122%，测算硅料毛利率约 54%，单吨利润约 3 万元，硅料业务利润约 8.9 亿元，环比高增 493%！

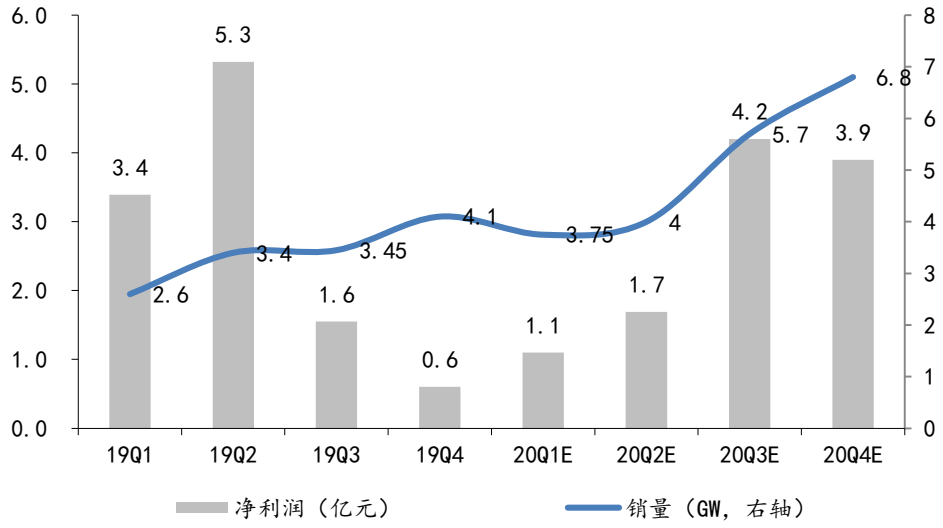
图 4：Q4 公司硅料业务量利双升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

电池单瓦利润大超预期，看好 Q4 及明年大尺寸表现！Q3 公司多晶出货 1GW，单晶出货 4.7GW，电池板块净利润约 4.2-4.3 亿（扣非），其中多晶亏损约 200 万，单晶利润 4.2-4.3 亿，折算单晶单瓦利润 9 分/W，大超市场预期！主要原因在于：1）公司上半年眉山 7.5GW 新产能释放，进一步摊薄非硅成本；2）公司尺寸结构改善明显，Q3 大尺寸 166 电池占比环比提升 20%至约 40%，显著提升盈利能力。Q4 看，随着公司 210 电池开始出货，166 占比继续提升，公司盈利能力持续强劲。明年看公司眉山二期及金堂一期 210 大尺寸产能投产，大尺寸占比继续提升，带动盈利能力进一步提升。

图 5：电池片业务利润显著提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

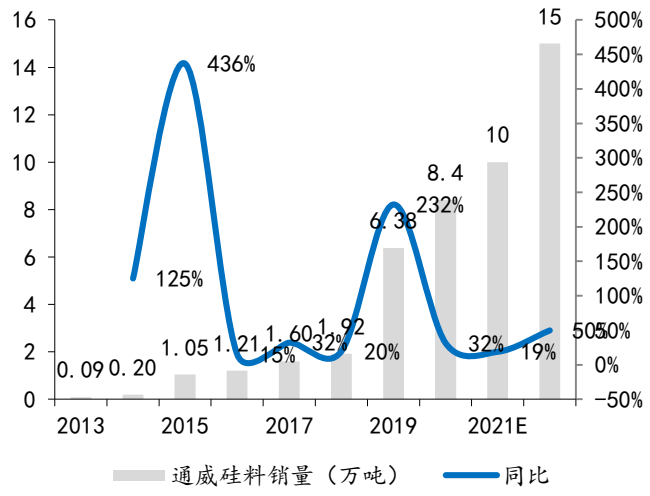
表 2：通威电池扩产计划

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	类型
合肥多晶	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	多电池、黑硅电池
合肥单晶			2.3	4.0	4.0	4.0	4.0	158 尺寸，可改 166
成都一期	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	158 尺寸，可改 166
成都二期		2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	158 尺寸，可改 166
成都三期			3.2	4.0	4.0	4.0	4.0	158 尺寸，可改 166
成都四期				4.5	4.5	4.5	4.5	166 向下兼容
眉山一期					7.5	7.5	7.5	210 向下兼容
眉山二期						7.5	7.5	210 向下兼容
金堂一期						7.5	7.5	210 向下兼容
金堂二期							7.5	210 向下兼容
设计产能	3.4	5.4	11.5	20	27.5	42.5	50	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

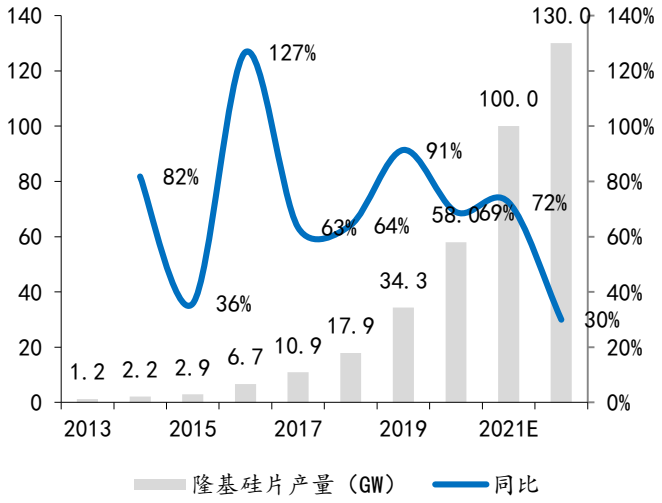
绑定硅片龙头隆基，保障硅料出货。硅片环节隆基逐步成为寡头，通过和隆基互相参股和签订长单，有利于保障公司硅料大幅扩产后的稳定销售，根据目前硅料市场价格测算，与隆基的供应链合作公司会实现销售收入约 90 亿元/年（测算含税售价约 10 万元/吨）。

图 6：隆基硅片产量持续攀升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

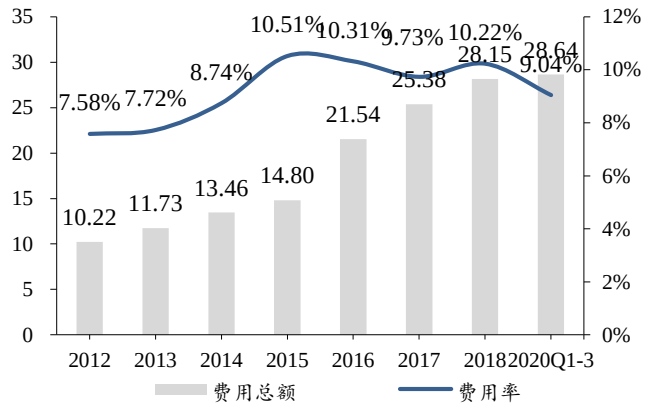
图 7：通威硅料销量持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

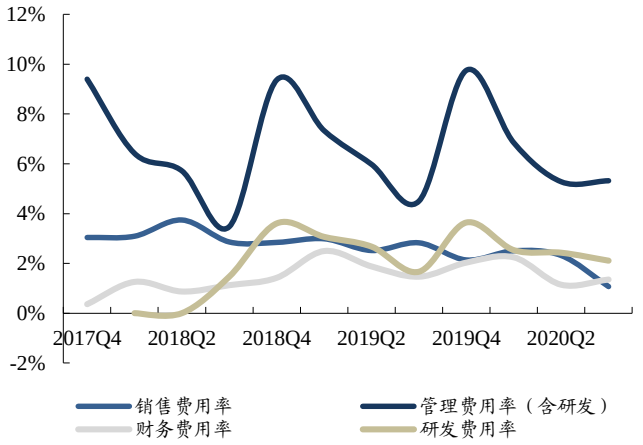
费用管控合理，期间费用率下降至 9.04%。公司 2020Q1-3 费用同比下降 0.24%至 28.64 亿元，期间费用率下降 1.2 个百分点至 9.04%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 23.86%、上升 13.69%、上升 12.65%、下降 7.78%至 5.87 亿元、18.02 亿元、7.36 亿元、4.75 亿元；费用率分别下降 0.9、上升 0.03、下降 0.01、下降 0.34 个百分点至 1.85%、5.69%、2.32%、1.50%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-58.88%/+22.99%/+37.69%/+0.25%，费用率分别为 1.07%/5.32%/2.11%/1.35%。

图 8：Q1-3 期间费用 28.64 亿元，同比-0.24%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

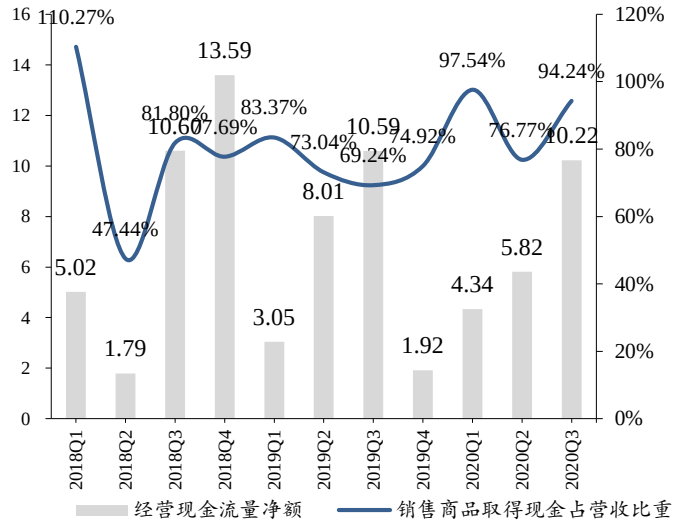
图 9：Q3 期间费用率 7.74%，同比-1.06pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

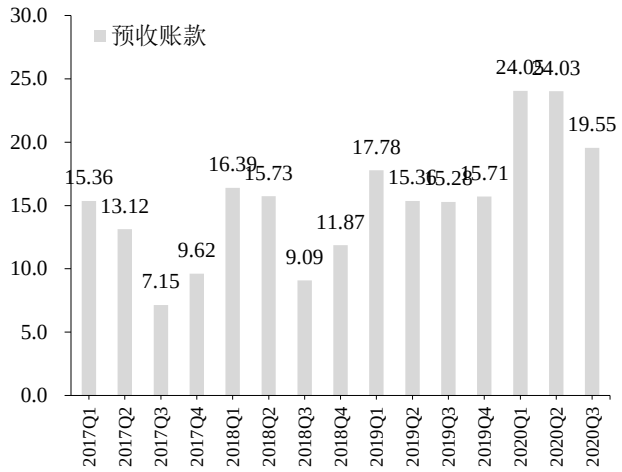
存货大幅上升，主要原因在于硅料库存和在途几百兆瓦电池组件：20Q1-3 经营活动现金流量净流入 20.38 亿元，同比下降 5.86%；期末预收款项（合同负债）19.55 亿元，较期初增长 24.44%。期末应收账款 19.24 亿元，较期初增长 15.07%。期末存货 33.44 亿元，较期初增长 38.41%。Q3 经营活动现金流量净额 10.22 亿元，有所强化；存货上升 3.79 亿元至 33.44 亿元；应收账款减少 0.2 亿元至 19.24 亿元。

图 10：Q1-3 现金净流入 20.38 亿元，同比下降 5.86%



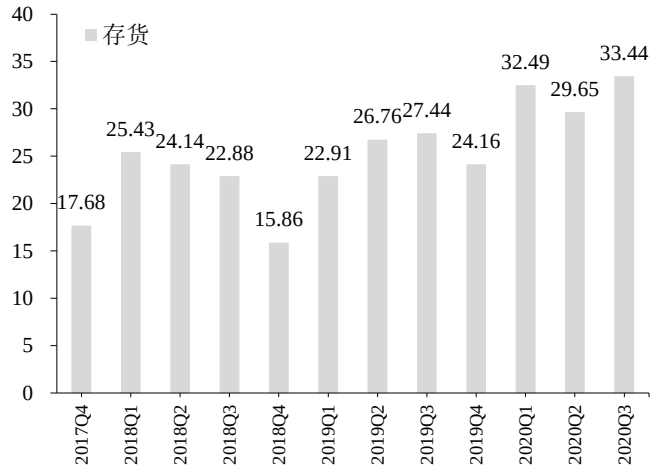
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：期末预收款项 19.55 亿元，较期初增长 24.44%



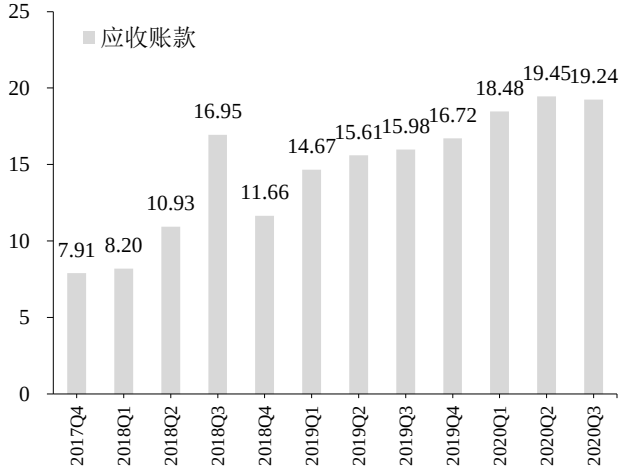
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 12：期末存货 33.44 亿元，较期初增长 38.41%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 13：期末应收账款 19.24 亿元，较期初增长 15.07%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：46.33、56.77、68.97 亿元，同比+75.9%、+22.5%、21.5%，对应 EPS 为 1.08、1.32、1.61 元。目标价 35.64 元，对应 21 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

通威股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**13743.3**	**18596.4**	**17295.1**	**22130.2**
现金	2692.7	9823.5	3844.6	3000.0
应收款项	2934.7	3832.0	4962.7	7953.5
存货	2415.7	3076.0	3900.1	4699.0
其他	5700.2	1864.9	4587.7	6477.7
非流动资产	**33077.6**	**38972.9**	**45738.5**	**52400.1**
长期股权投资	439.7	597.9	756.0	914.2
固定资产	28121.0	33915.1	40579.6	47139.9
无形资产	1709.8	1652.8	1595.8	1538.8
其他	2807.1	2807.1	2807.1	2807.1
资产总计	**46821.0**	**57569.3**	**63033.7**	**74530.3**
流动负债	**17843.4**	**24494.7**	**25777.4**	**32108.6**
短期借款	4765.0	10000.0	10000.0	13160.7
应付账款	8903.7	6152.0	5200.2	6265.4
其他	4174.7	8342.8	10577.2	12682.6
非流动负债	**10889.4**	**12389.4**	**13389.4**	**14689.4**
长期借款	4089.0	4089.0	4089.0	4089.0
其他	6800.4	8300.4	9300.4	10600.4
负债总计	**28732.8**	**36884.1**	**39166.7**	**46798.0**
少数股东权益	511.1	559.7	619.2	691.4
归属母公司股东权益	17577.0	20125.5	23247.7	27040.8
负债和股东权益总计	**46821.0**	**57569.3**	**63033.7**	**74530.3**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2357.5	11368.0	5285.9	7637.3
投资活动现金流	-4290.8	-7387.1	-8710.2	-9039.1
筹资活动现金流	1441.1	3149.9	-2554.6	557.3
现金净增加额	-485.3	7130.8	-5978.9	-844.6
折旧和摊销	1988.3	1484.4	1894.6	2327.6
资本开支	-4932.3	-7228.9	-8552.1	-8881.0
营运资本变动	-5700.1	5151.5	-2395.0	-1709.1
企业自由现金流	-4128.8	3579.7	-2683.3	-474.4

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**37555.1**	**46622.9**	**60379.1**	**72575.3**
营业成本	30536.0	37424.5	47451.8	57171.4
营业税金及附加	122.9	186.5	241.5	290.3
营业费用	975.3	1212.2	1509.5	1669.2
管理费用	1572.1	3134.1	3981.6	4629.2
财务费用	707.8	658.0	795.1	1003.2
投资净收益	118.4	150.0	150.0	150.0
其他	-636.4	193.5	248.5	297.3
营业利润	**3123.0**	**4351.1**	**6798.1**	**8259.3**
营业外净收支	28.5	1200.0	3.0	3.0
利润总额	**3151.5**	**5551.1**	**6801.1**	**8262.3**
所得税费用	469.2	832.7	1020.2	1239.3
少数股东损益	47.8	84.9	104.1	126.4
归属母公司净利润	**2634.6**	**4633.5**	**5676.9**	**6896.5**
EBIT	4530.0	4909.0	7493.2	9162.5
EBITDA	6518.4	6393.5	9387.8	11490.1

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.61	1.08	1.32	1.61
每股净资产(元)	4.10	4.69	5.42	6.31
发行在外股份(百万股)	3882.6	4287.9	4287.9	4287.9
ROIC(%)	14.1%	12.9%	17.1%	16.9%
ROE(%)	15.0%	23.0%	24.4%	25.5%
毛利率(%)	18.7%	19.7%	21.4%	21.2%
EBIT Margin(%)	12.1%	10.5%	12.4%	12.6%
销售净利率(%)	7.0%	9.9%	9.4%	9.5%
资产负债率(%)	61.4%	64.1%	62.1%	62.8%
收入增长率(%)	36.4%	24.1%	29.5%	20.2%
净利润增长率(%)	30.5%	75.9%	22.5%	21.5%
P/E	45.05	25.62	20.91	17.21
P/B	6.75	5.90	5.11	4.39
EV/EBITDA	22.62	24.33	16.81	14.40

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn