新能源与汽车研究部

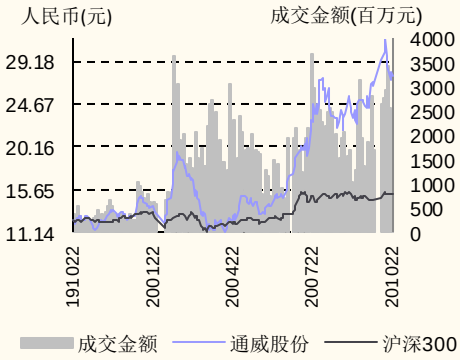
通威股份 (600438.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：27.68 元
目标价格（人民币）：32.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	42.88
已上市流通 A 股(亿股)	42.88
总市值(亿元)	1,186.88
年内股价最高最低(元)	31.59/24.16
沪深 300 指数	4778
上证指数	3313



相关报告

1.《盈利能力回归，硅料电池高景气中释放大弹性-通威股份 2020 半...》，2020.8.10
2.《景气波动促行业洗牌，静待硅料电池盈利回暖-通威股份 2019&...》，2020.4.21
3.《拥成本优势坚定扩产，稳坐硅料电池龙头宝座-通威扩产规划点评》，2020.2.12
4.《光伏业务盈利低点已过，量利齐升重回高增长-通威股份 2019Q...》，2019.10.25

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

电池片盈利领先同业，Q4 硅料出货迎量价齐升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.679	1.154	1.263	1.539
每股净资产(元)	3.80	4.53	5.69	6.93	8.47
每股经营性现金流(元)	0.80	0.60	2.59	2.46	3.05
市盈率(倍)	15.92	19.35	23.98	21.91	17.99
净利润增长率(%)	0.33%	30.51%	87.83%	9.47%	21.79%
净资产收益率(%)	13.70%	14.99%	22.38%	20.14%	20.07%
总股本(百万股)	3,882	3,883	4,288	4,288	4,288

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 三季报，2020 年前三季度收入 317 亿元，同比增长 13%，净利润 33 亿元，同比增长 49%，扣非净利润 19 亿元，同比减少 8%；其中 2020Q3 收入 129 亿元，环比增长 19%，净利润 23.22 亿元，环比增长 249%，扣非净利润 9.54 亿元，环比增长 48%，符合预期。

经营分析

- **洪水灾害及销售策略影响 Q3 硅料出货，预计四季度硅料销售将迎来量价齐升：**7 月初公司乐山硅料老产线受到洪水影响，致 Q3 产量减少约 3000 吨；同时，8-9 月硅料价格快速上涨至 9.5 万元/吨以上，低价阶段的硅料厂惜售叠加高价区间的硅片厂采购放缓，导致 Q3 中后期公司硅料产销率下降，我们估算公司 Q3 硅料出货约 1.3~1.4 万吨，销售均价约 7.1~7.2 万元/吨，季末库存约 0.9 万吨。随着硅片厂前期硅料库存逐步消耗殆尽，以及新增硅片产能的持续释放，我们预计公司 Q4 硅料出货将提速，库存有望得到显著消化，同时考虑乐山老线的复产，预计 Q4 硅料出货量将超过 3 万吨，同时目前 9 万/吨左右的硅料价格也有望在 Q4 基本持稳，公司 Q4 硅料销售将迎来环比的量价齐升。
- **2021 年硅料供需仍大概率偏紧，2022 公司新产能大规模释放：**除公司乐山和云南各 4 万吨新产能计划于明年 Q4 投产外，未来一年内行业并无实质性新增产能，供需仍然偏紧，我们预计 2021 年硅料价格维持 8 万/吨以上是大概率事件。即使 2022 年公司及其他硅料厂新产能集中释放导致价格下行，公司较大规模的低成本产能增长预计仍能支撑硅料业务实现较高盈利增长。
- **电池片盈利能力显著领先同业，随新产能逐步投产，有望进一步享受高效大尺寸产品带来的超额利润：**公司单晶电池片 Q3 销售约 4.8GW（环比+25%），测算单瓦净利约 0.1 元/W，显著高于同业企业同期水平，展示出公司在电池片环节突出的领先优势。2020 年下半年眉山 7.5GW 大尺寸电池产能达产后，眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 产能预计也将在 2021 年内投产，公司产品结构将进一步优化，有望享受大尺寸红利。尽管一体化组件企业正普遍加大电池产能投资，但专业电池片厂商仍将有长期存在价值，尽管盈利波动可能较大，但仍需遵循合理盈利中枢。

盈利调整与投资建议

- 公司于 Q3 期间完成处置成都通威实业股权，贡献投资收益约 12 亿元，我们调整公司 2020-22E 净利润预期至 49.5（+15%），54，66（-6%，考虑云南硅料产能隆基参股影响）亿元，对应 EPS 分别为 1.15，1.26，1.54 元，维持“买入”评级和 32 元目标价，对应 25 倍 2021PE。

风险提示：疫情超预期恶化，产品价格表现不及预期，国际贸易环境恶化。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**26,089**	**27,535**	**37,555**	**46,209**	**56,736**	**69,341**
增长率		*5.5%*	*36.4%*	*23.0%*	*22.8%*	*22.2%*
主营业务成本	-21,024	-22,327	-30,536	-37,080	-45,097	-55,154
% 销售收入	*80.6%*	*81.1%*	*81.3%*	*80.2%*	*79.5%*	*79.5%*
毛利	5,066	5,208	7,019	9,130	11,639	14,186
% 销售收入	*19.4%*	*18.9%*	*18.7%*	*19.8%*	*20.5%*	*20.5%*
营业税金及附加	-104	-111	-123	-143	-176	-215
% 销售收入	*0.40%*	*0.40%*	*0.33%*	*0.31%*	*0.31%*	*0.31%*
营业费用	-830	-863	-975	-1,109	-1,362	-1,664
% 销售收入	*3.2%*	*3.1%*	*2.6%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*
管理费用	-1,551	-1,039	-1,514	-1,617	-1,986	-2,427
% 销售收入	*5.9%*	*3.8%*	*4.0%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*
息税前利润（EBIT）	2,581	3,195	4,407	5,360	7,165	8,880
% 销售收入	*9.9%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.6%*	*12.6%*	*12.8%*
财务费用	-157	-316	-708	-664	-765	-662
% 销售收入	*0.6%*	*1.1%*	*1.9%*	*1.4%*	*1.3%*	*1.0%*
资产减值损失	-103	-47	-5	-87	-47	-73
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0
投资收益	53	76	118	1,350	200	200
% 税前利润	*2.2%*	*3.1%*	*3.8%*	*22.6%*	*3.0%*	*2.4%*
营业利润	2,437	2,395	3,123	5,959	6,554	8,346
营业利润率	*9.3%*	*8.7%*	*8.3%*	*12.9%*	*11.6%*	*12.0%*
营业外收支	6	3	28	5	5	5
税前利润	**2,442**	**2,398**	**3,152**	**5,964**	**6,559**	**8,351**
利润率	*9.4%*	*8.7%*	*8.4%*	*12.9%*	*11.6%*	*12.0%*
所得税	-401	-367	-469	-895	-984	-1,253
所得税率	*16.4%*	*15.3%*	*14.9%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	2,041	2,031	2,682	5,069	5,575	7,098
少数股东损益	29	12	48	121	158	501
归属于母公司的净	**2,012**	**2,019**	**2,635**	**4,948**	**5,417**	**6,598**
净利率	*7.7%*	*7.3%*	*7.0%*	*10.7%*	*9.5%*	*9.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,041	2,031	2,682	5,069	5,575	7,098
少数股东损益	29	12	48	121	158	501
非现金支出	1,072	1,265	2,001	2,558	3,311	3,807
非经营收益	180	316	594	-776	602	520
营运资金变动	-378	-512	-2,962	3,221	72	434
经营活动现金净流	**2,916**	**3,100**	**2,314**	**10,073**	**9,560**	**11,859**
资本开支	-4,307	-7,095	-4,137	-14,616	-5,976	-6,042
投资	138	585	-61	-11	-11	-11
其他	182	68	-93	1,350	200	200
投资活动现金净流	**-3,988**	**-6,442**	**-4,291**	**-13,277**	**-5,787**	**-5,853**
股权募资	171	92	48	0	0	0
债权募资	997	4,771	4,116	6,719	-2,312	-2,163
其他	-937	-1,582	-2,716	-1,124	-1,438	-1,346
筹资活动现金净流	**231**	**3,280**	**1,448**	**5,595**	**-3,750**	**-3,509**
现金净流量	**-841**	**-62**	**-528**	**2,390**	**23**	**2,497**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,923	3,412	2,693	5,083	5,106	7,603
应收款项	1,648	2,751	2,935	3,649	4,317	5,264
存货	1,768	1,586	2,416	3,017	3,651	4,443
其他流动资产	1,045	996	1,308	1,300	1,329	1,443
流动资产	7,384	8,745	13,743	13,048	14,403	18,753
% 总资产	*28.9%*	*22.7%*	*29.4%*	*22.4%*	*23.1%*	*27.2%*
长期投资	397	523	547	558	568	579
固定资产	13,734	25,134	28,277	39,641	42,498	44,875
% 总资产	*53.8%*	*65.3%*	*60.4%*	*68.1%*	*68.2%*	*65.1%*
无形资产	2,368	2,633	2,953	3,509	3,434	3,363
非流动资产	18,165	29,739	33,078	45,180	47,906	50,210
% 总资产	*71.1%*	*77.3%*	*70.6%*	*77.6%*	*76.9%*	*72.8%*
资产总计	**25,548**	**38,484**	**46,821**	**58,228**	**62,309**	**68,964**
短期借款	4,237	6,785	4,765	6,643	3,790	1,101
应付款项	4,165	8,078	11,033	10,909	12,082	14,016
其他流动负债	894	3,896	2,045	2,345	2,611	3,016
流动负债	9,297	18,759	17,843	19,897	18,483	18,133
长期贷款	1,008	690	4,089	5,089	5,589	6,089
其他长期负债	1,539	3,808	6,800	10,504	10,546	10,573
负债	**11,843**	**23,257**	**28,733**	**35,490**	**34,617**	**34,795**
普通股股东权益	13,339	14,738	17,577	22,106	26,902	32,879
少数股东权益	366	489	511	632	789	1,290
负债股东权益合计	**25,548**	**38,484**	**46,821**	**58,228**	**62,309**	**68,964**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.518	0.520	0.679	1.154	1.263	1.539
每股净资产	3.436	3.796	4.527	5.693	6.929	8.468
每股经营现金净流	0.751	0.798	0.596	2.594	2.462	3.054
每股股利	0.080	0.160	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	15.08%	13.70%	14.99%	22.38%	20.14%	20.07%
总资产收益率	7.88%	5.25%	5.63%	8.50%	8.69%	9.57%
投入资本收益率	11.37%	9.67%	9.26%	10.67%	13.45%	15.23%
增长率						
主营业务收入增长率	24.92%	5.54%	36.39%	23.04%	22.78%	22.22%
EBIT增长率	97.03%	0.66%	31.14%	57.35%	33.68%	23.93%
净利润增长率	96.35%	0.33%	30.51%	87.83%	9.47%	21.79%
总资产增长率	19.39%	50.63%	21.66%	24.36%	7.01%	10.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	13.0	13.8	13.0	12.0	12.0
存货周转天数	27.3	27.4	23.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	30.3	49.0	46.2	65.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	170.6	222.3	238.5	276.9	243.2	211.0
偿债能力						
净负债/股东权益	16.95%	26.69%	57.35%	65.36%	45.08%	22.83%
EBIT利息保障倍数	16.4	8.2	4.8	8.1	9.4	13.4
资产负债率	46.36%	60.43%	61.37%	60.95%	55.56%	50.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-02	买入	13.38	16.50
2	2019-04-18	买入	13.83	16.80
3	2019-07-05	买入	13.86	17.20
4	2019-08-15	买入	12.80	15.40
5	2019-10-25	买入	12.25	17.28
6	2020-02-12	买入	14.90	17.64
7	2020-04-21	买入	12.75	N/A
8	2020-08-10	买入	25.60	32.00

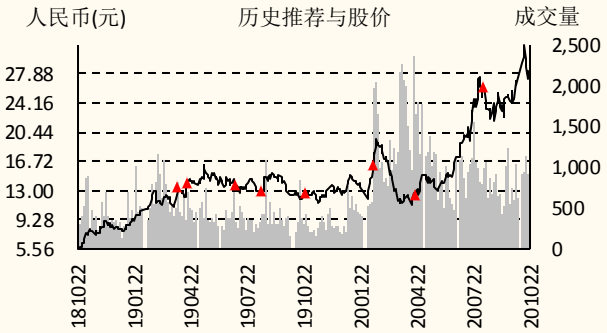
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH