

## 通威股份 (600438)

## 电池片盈利水平超预期，硅料迎业绩释放期

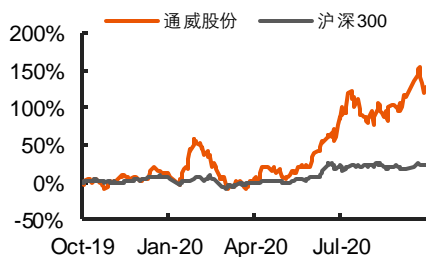
## 推荐 (维持)

现价: 27.68 元

## 主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/46.61%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,288
流通 A 股(百万股)	4,288
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1,186.88
流通 A 股市值(亿元)	1,186.88
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	53.9

## 行情走势图



## 证券分析师

**皮秀** 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
010-56800184  
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

**王霖** 一般从业资格编号  
S1060118120012  
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN



## 投资要点

## 事项:

公司发布2020年三季报, 实现营收316.78亿元, 同比增长13.04%, 归母净利润33.33亿元, 同比增长48.57%; 三季度单季营收129.4亿元, 同比增长8.73%, 归母净利润23.22亿元, 同比增长193.07%。公司业绩整体符合预期。

## 平安观点:

- **电池片盈利水平超预期, 处理通威实业贡献较大投资收益。** 第三季度公司净利润 23.22 亿元, 同比增长 193.07%, 主要的增量来自出售通威实业的投资收益 (估计贡献净利润约 12 亿元)。主业方面, 估计电池片依然满产满销, 单晶 PERC 电池的单瓦盈利达到 0.1 元/W 左右, 超出市场预期, 电池片业务在三季度形成主要的利润贡献; 7 月下旬以来硅料价格呈现较明显的上涨, 但行业上下游博弈激烈, 参考大全新能源披露信息, 估计公司硅料也存在惜售囤货的情况, 同时洪水导致乐山老厂生产受阻, 估计公司三季度多晶硅销量约 1.3-1.4 万吨, 利润贡献略低预期; 其他业务方面, 估计农业板块利润贡献超过 3 亿元, 电站利润 1.6-1.7 亿元, 化工约 0.3 亿元。公司三季度整体业绩符合我们预期。
- **四季度有望开启硅料业务暴利时代。** 四季度以来, 单晶致密料价格维持在 9 万元/吨以上, 考虑四季度是国内光伏需求旺季, 预计硅料价格将保持高位, 四季度硅料销售均价将较三季度明显提升; 结合公司多晶硅成本情况, 预计四季度单吨利润超过 3 万元。展望 2021 年, 考虑全球范围内的光伏需求高增长, 多晶硅的供需将持续偏紧, 盈利水平有望保持高位, 从今年四季度到 2021 年多晶硅都将是公司最主要的利润来源。
- **产能持续扩充, 巩固竞争优势。** 多晶硅方面, 在建的乐山二期和保山一期项目合计超过 8 万吨产能预计将于 2021 年建成投产, 2022 年公司多晶硅产销量规模有望大幅度提升。电池片方面, 预计 2020 年底公司产能将达到 27.5GW, 眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目在建, 到 2021 年中公司电池片产能规模将超过 40GW。产能的大幅扩充巩固

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	45,007	56,055	67,126
YoY (%)	5.5	36.4	19.8	24.5	19.8
净利润(百万元)	2,019	2,635	4,873	5,660	7,272
YoY (%)	0.3	30.5	85.0	16.1	28.5
毛利率(%)	18.9	18.7	18.7	20.3	21.0
净利率(%)	7.3	7.0	10.8	10.1	10.8
ROE(%)	13.3	14.8	18.2	17.9	19.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.61	1.14	1.32	1.70
P/E(倍)	58.8	45.1	24.4	21.0	16.3
P/B(倍)	8.1	7.1	4.6	3.9	3.2

固了公司竞争优势，也为 2022 年公司持续成长奠定了基础。

- **投资建议。**考虑处理通威实业的大额投资收益以及多晶硅价格的大幅上涨，上调公司盈利预测，预计 2020-2021 年公司归母净利润 48.73、56.60 亿元（原预测值 33.79、47.03 亿元），EPS 1.14、1.32 元，对应的动态 PE 24.4、21.0 倍。光伏行业长期前景向好，公司在硅料和电池片环节具有核心竞争力，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）海外新冠疫情发展仍具较大不确定性，可能影响海外光伏市场需求以及光伏制造供需格局。（2）国内光伏行业受政策影响较大，政策的调整可能影响国内新增光伏装机需求。（3）目前电池片等环节仍有新产能持续涌入，可能导致产能过剩和竞争加剧。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	13743	17049	19363	20587
现金	2693	4501	5045	5370
应收票据及应收账款	2129	2871	3357	3900
其他应收款	805	801	1200	1196
预付账款	390	351	572	533
存货	2416	3215	3879	4278
其他流动资产	5310	5310	5310	5310
<b>非流动资产</b>	33078	37382	42237	46569
长期投资	440	693	952	1208
固定资产	24536	28790	32920	36730
无形资产	1710	1696	1682	1667
其他非流动资产	6392	6204	6684	6965
<b>资产总计</b>	46821	54431	61600	67156
<b>流动负债</b>	17843	17204	20470	20826
短期借款	3623	1296	3085	2798
应付票据及应付账款	8904	9397	10036	9972
其他流动负债	5317	6511	7349	8056
<b>非流动负债</b>	10889	10063	9139	7873
长期借款	8301	7475	6551	5285
其他非流动负债	2588	2588	2588	2588
<b>负债合计</b>	28733	27266	29609	28699
少数股东权益	511	600	702	834
股本	3883	4288	4288	4288
资本公积	5673	10244	10244	10244
留存收益	7181	10783	14966	20341
<b>归属母公司股东权益</b>	17577	26565	31289	37623
<b>负债和股东权益</b>	46821	54431	61600	67156

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2357	5188	7734	9969
净利润	2682	4962	5763	7403
折旧摊销	1996	2097	2578	3077
财务费用	708	413	368	401
投资损失	-118	-1608	-308	-308
营运资金变动	-2962	-537	-528	-465
其他经营现金流	52	-140	-140	-140
<b>投资活动现金流</b>	-4291	-4794	-7125	-7102
资本支出	4208	4052	4596	4076
长期投资	-59	-253	-258	-256
其他投资现金流	-142	-995	-2787	-3282
<b>筹资活动现金流</b>	1441	118	-1853	-2255
短期借款	-1653	-3623	0	0
长期借款	7611	-827	-923	-1267
普通股增加	0	405	0	0
资本公积增加	-40	4571	0	0
其他筹资现金流	-4477	-409	-929	-989
<b>现金净增加额</b>	-485	512	-1244	612

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	37555	45007	56055	67126
营业成本	30536	36601	44695	53020
营业税金及附加	123	147	183	220
营业费用	975	1080	1233	1477
管理费用	1514	1710	2018	2349
研发费用	1001	1080	1289	1477
财务费用	708	413	368	401
资产减值损失	-5	135	112	101
其他收益	214	214	140	140
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	118	1608	308	308
资产处置收益	140	140	140	140
<b>营业利润</b>	3123	5801	6743	8670
营业外收入	42	42	42	42
营业外支出	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	3152	5830	6771	8698
所得税	469	868	1008	1295
<b>净利润</b>	2682	4962	5763	7403
少数股东损益	48	88	103	132
<b>归属母公司净利润</b>	2635	4873	5660	7272
EBITDA	5784	8205	9549	11975
EPS(元)	0.61	1.14	1.32	1.70

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	36.4	19.8	24.5	19.8
营业利润(%)	30.4	85.8	16.2	28.6
归属于母公司净利润(%)	30.5	85.0	16.1	28.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.7	18.7	20.3	21.0
净利率(%)	7.0	10.8	10.1	10.8
ROE(%)	14.8	18.2	17.9	19.0
ROIC(%)	9.7	13.1	13.0	14.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.4	50.1	48.1	42.7
净负债比率(%)	70.9	31.4	28.3	19.2
流动比率	0.8	1.0	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	17.3	18.0	18.0	18.5
应付账款周转率	4.0	4.0	4.6	5.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.14	1.32	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	1.21	1.80	2.32
每股净资产(最新摊薄)	3.90	6.03	7.16	8.67
<b>估值比率</b>				
P/E	45.1	24.4	21.0	16.3
P/B	7.1	4.6	3.9	3.2
EV/EBITDA	22.8	15.6	13.5	10.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033