

通威股份 (600438.SH)

上半年业绩基本符合预期，看好下半年行业高景气带来价格回升

事件：通威股份发布2020年上半年年报。

产业链降价影响公司业绩表现，上半年业绩基本符合预期。2020年上半年，光伏产业链价格持续下降，根据PVinfolink数据，截止6月底，光伏产业链各环节主流产品价格较年初下降15~20%，光伏产业链价格下行影响公司短期业绩表现，2020年上半年，公司实现收入187.39亿元，同比上涨16.21%，实现归母净利润10.10亿元，同比下滑30.35%，上半年实现毛利率16.42%，同比下滑5.59pcts。单季度来看，2020Q2实现归母净利润6.66亿元，同比下滑30.63%，实现毛利率16.03%，环比下滑0.94pcts。

多晶硅料新产能成本持续下降，下半年到明年硅料价格有望持续维持高位，公司持续扩张硅料产能，市占比有望持续提升。2020年上半年，随着公司多晶硅料新产能的释放，产能利用率达到116%，平均生产成本3.95万元/吨，其中新产能平均生产成本在3.65万元/吨。2020年上半年公司实现多晶硅料销售4.5万吨，同比增长97.04%，其中单晶料占比达到90.86%。7月以来，受行业内安全事故影响，多晶硅料供给短期内出现收缩，多晶硅料价格大幅上升，根据硅业分会数据，截止8月5日，国内单晶复投料成交均价上涨至8.64万元/吨；多晶免洗料成交均价上涨至6.12万元/吨，较6月底价格大幅上涨。中长期来看，到明年年底之前，国内多晶硅料新增产能有限，随着国内外光伏需求的大幅提升，多晶硅料价格有望持续维持高位。目前公司在建乐山二期和保山一期项目合计产能8万吨，包头二期项目拟按照2021年4月入春后开工，公司持续扩张产能，后续市占比有望持续提升。

8月电池片售价上调，大尺寸电池片有望带来盈利提升。得益于公司产能的持续释放，2020年上半年公司电池片实现销售规模7.75GW，同比增长33.75%。2020年7月24日，通威上调8月电池片售价，G1与M6单晶单双面PERC电池由0.8元/w上涨至0.89元/w，上涨0.09元/w。156.75单晶单双面PERC电池片价格由0.78元/w上涨至0.87元/w，上涨0.09元/w。随着电池片售价上调，电池片单位净利逐步改善。同时公司目前产能已经实现对市场上所有PERC电池主流的156、158、16X、18X、21X等各种尺寸的全覆盖，随着下半年大尺寸电池片出货量提升，公司电池片有望持续提升。

业绩预测：2020~2022年实现收入474.89/573.75/695.08亿元，实现归母净利润39.03/47.75/56.07亿元，对应PE27.4/22.4/19.1倍，维持“增持”评级。

风险提示：全球光伏需求不及预期，产业链继续降价。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	47,489	57,375	69,508
增长率yoy(%)	5.5	36.4	26.5	20.8	21.1
归母净利润(百万元)	2,019	2,635	3,903	4,775	5,607
增长率yoy(%)	0.3	30.5	48.1	22.3	17.4
EPS最新摊薄(元/股)	0.47	0.61	0.91	1.11	1.31
净资产收益率(%)	13.3	14.8	18.5	18.9	18.6
P/E(倍)	53.0	40.6	27.4	22.4	19.1
P/B(倍)	7.3	6.4	5.4	4.4	3.7

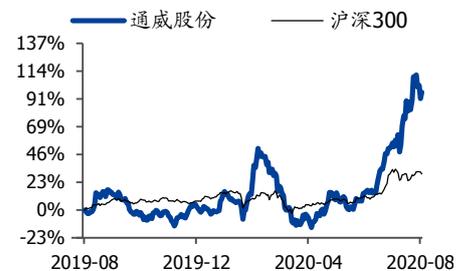
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
最新收盘价	25.60
总市值(百万元)	109,769.11
总股本(百万股)	4,287.86
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	64.01

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《通威股份(600438.SH)：业绩基本符合预期，定增预案落地加码电池片产能》2020-04-21
- 《通威股份(600438.SH)：电池片盈利触底，光伏板块明年盈利有望提升》2019-10-27
- 《通威股份(600438.SH)：上半年业绩高速增长，静候下半年国内需求启动》2019-08-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	14962	17376	19898
现金	3412	2693	2374	2869	3475
应收票据及应收账款	2217	2129	3367	4036	5232
其他应收款	535	805	889	1158	1322
预付账款	228	390	392	553	591
存货	1586	2416	2629	3450	3967
其他流动资产	768	5310	5310	5310	5310
非流动资产	29739	33078	36790	40730	45374
长期投资	282	440	633	834	1042
固定资产	16767	24536	29193	33269	37851
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264
其他非流动资产	11297	6392	5046	4508	4217
资产总计	38484	46821	51752	58106	65272
流动负债	18759	17843	20485	24087	27704
短期借款	5276	3623	5644	7755	9984
应付票据及应付账款	6304	8904	8206	9300	9567
其他流动负债	7179	5317	6634	7032	8154
非流动负债	4498	10889	9556	8104	6681
长期借款	690	8301	6968	5516	4093
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588
负债合计	23257	28733	30041	32191	34385
少数股东权益	489	511	548	605	669
股本	3882	3883	4288	4288	4288
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673
留存收益	5168	7181	9945	13341	17343
归属母公司股东权益	14738	17577	21163	25310	30218
负债和股东权益	38484	46821	51752	58106	65272

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3100	2357	5010	7475	8732
净利润	2031	2682	3939	4832	5671
折旧摊销	1218	1996	2119	2619	3153
财务费用	316	708	687	745	760
投资损失	-76	-118	-78	-81	-88
营运资金变动	89	-2962	-1517	-501	-624
其他经营现金流	-479	52	-140	-140	-140
投资活动现金流	-6442	-4291	-5613	-6339	-7569
资本支出	7124	4208	3519	3740	4435
长期投资	527	-59	-193	-217	-209
其他投资现金流	1210	-142	-2287	-2816	-3342
筹资活动现金流	3277	1441	-1736	-2753	-2785
短期借款	1263	-1653	0	0	0
长期借款	-318	7611	-1333	-1452	-1423
普通股增加	0	0	405	0	0
资本公积增加	13	-40	0	0	0
其他筹资现金流	2320	-4477	-809	-1300	-1362
现金净增加额	-62	-485	-2340	-1617	-1622

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27535	37555	47489	57375	69508
营业成本	22327	30536	38496	46390	56600
营业税金及附加	111	123	164	212	251
营业费用	863	975	1138	1375	1631
管理费用	1039	1514	1724	2083	2489
研发费用	598	1001	1075	1299	1539
财务费用	316	708	687	745	760
资产减值损失	47	-5	0	0	0
其他收益	90	214	214	214	214
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0
投资净收益	76	118	78	81	88
资产处置收益	-3	140	140	140	140
营业利润	2395	3123	4637	5706	6680
营业外收入	16	42	52	32	36
营业外支出	13	14	15	14	14
利润总额	2398	3152	4673	5724	6701
所得税	367	469	734	892	1030
净利润	2031	2682	3939	4832	5671
少数股东损益	12	48	36	57	64
归属母公司净利润	2019	2635	3903	4775	5607
EBITDA	3879	5834	7475	9062	10598
EPS (元)	0.47	0.61	0.91	1.11	1.31

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	36.4	26.5	20.8	21.1
营业利润(%)	-1.7	30.4	48.5	23.1	17.1
归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	48.1	22.3	17.4
获利能力					
毛利率(%)	18.9	18.7	18.9	19.1	18.6
净利率(%)	7.3	7.0	8.2	8.3	8.1
ROE(%)	13.3	14.8	18.5	18.9	18.6
ROIC(%)	8.7	9.9	12.0	12.8	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	61.4	58.0	55.4	52.7
净负债比率(%)	51.4	70.9	67.7	57.5	49.1
流动比率	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	15.3	17.3	17.3	15.5	15.0
应付账款周转率	4.9	4.0	4.5	5.3	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.91	1.11	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.55	1.17	1.74	2.04
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.90	4.64	5.61	6.75
估值比率					
P/E	53.0	40.6	27.4	22.4	19.1
P/B	7.3	6.4	5.4	4.4	3.7
EV/EBITDA	29.7	20.6	16.3	13.5	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com