

业绩短期承压 静待下半年盈利回升

——通威股份（600438.SH）年报点评

电气设备/电源设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

2020 年 4 月 20 日公司发布年报，2019 年实现营收 375.55 亿元，同比增长 36.39%；实现归母净利润 26.35 亿元，同比增长 30.51%；实现扣非归母净利润 23.14 亿元，同比增长 21.22%。

同日公司发布一季报，2020Q1 实现营收 78.25 亿元，同比增长 26.85%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比减少 29.79%；实现扣非归母净利润 3.16 亿元，同比减少 33.39%。

投资摘要：

硅料新产线达产，技术工艺优化，拉低平均生产成本。乐山、包头新建硅料产能完成产能爬坡，截至报告期末公司多晶硅料总产能 8 万吨，报告期内销量 6.38 万吨，同比增长 232.5%，产能利用率 92.5%，基本满产满销。2020Q1 多晶硅料产量 2.3 万吨，受疫情影响需求不足，销量仅 2.1 万吨，库存有所增加。复工后基本处于满产状态，预计 2020 年多晶硅料产量接近 9 万吨，平均产能利用率将达到 112%，其中新产能将超过 120%。

2019 年全年硅料总产量的平均生产成本为 4.33 万元/吨，受金属硅原材料价格下降、电价下调、新产线工艺优化等因素影响，同比降幅超过 15%，随着新老产能逐步优化改进，预计 2020 年生产成本将进一步下降。其中老产能平均生产成本 4.97 万元/吨；乐山新产能 3.88 万元/吨，贡献销量 2.3 万吨，占比 36%；包头新产能平均生产成本 4.11 万元/吨，销量 2.1 万吨，占比 33%。同期全球硅料厂商加权平均生产成本约为 6.1 万元/吨，预计 2020 年将下降至 5.3 万元/吨。同时随着 OCI、韩华等海外厂商关停部分工厂，公司成本和规模优势更加突出。

2019 年电池片销量稳定增长，成本结构进一步优化。报告期内电池片销量 13.3GW，同比增长 106.9%，产销平衡，其中多晶电池片 3.2GW，单晶 10.13GW。根据中国光伏行业协会统计，2019 年行业平均非硅成本约 0.31 元/W，公司为 0.2~0.25 元/W，仅为行业平均水平的 60%~80%，成本优势突出，随着技术改进和产能扩大，非硅成本将进一步下降。

2019 年公司单晶 PERC 电池片已达到 22.5%转换效率，2020 年有望达到 23%以上，同时报告期内 HJT 实验线已投产，TOPCon 规划在 PERC 产线上进行叠加，进一步提升转换效率。

定增 60 亿元扩建电池片 15GW 产能，稳固电池片龙头地位。报告期末公司已形成 20GW 产能规模，位列全球首位。4 月 20 日晚公司发布公告，将非公开发行股票募集资金 60 亿元用于眉山二期（年产能 7.5GW，内部收益率 19.59%，总投资 24 亿元，占用定增资金 20 亿元）、金堂一期（年产能 7.5GW，内部收益率 17%，总投资 27 亿元，占用定增资金 22 亿元）以及补充流动资金（18 亿元）。

2020Q1 电池片出货不及预期，拉低公司整体盈利水平。光伏电池片作为公司主营业务，营收占比超过 30%。2020Q1 公司硅料销量 2.1 万吨，净利润 2.45 亿，电池片出货量约 3GW，净利润仅 0.7 亿元，受疫情影响较为严重。国内光伏装机正在恢复开工，海外需求仍处于低迷状态，产业链各环节产品价格持续下跌。预计疫情对电池片业务的影响将在 Q2 持续，全年来看疫情结束后，海外需求端将出现反弹，公司作为电池片龙头企业长期抗风险能力突出，市占率有望提升，盈利也将得到修复。

评级

买入（维持）

2020 年 04 月 21 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

贺朝晖

研究助理

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据

时间 2020.04.21

总市值/流通市值（亿元）	539.41/539.41
总股本（万股）	428,785.57
资产负债率（%）	55.72
每股净资产（元）	5.17
收盘价（元）	12.58
一年内最低价/最高价（元）	11.19/20.1

公司股份表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《通威股份公司点评：从 OCI 产能退出看通威新规划意义》2020-02-13
- 2、《通威股份季报点评：业绩符合预期 具备持续提升空间》2019-10-25
- 3、《通威股份半年报点评：业绩符合预期 产能释放规模效应凸显》2019-08-16

投资策略: 公司作为多晶硅料、电池片双龙头企业, 生产成本占优、规模优势突出, 预计疫情结束后市占率将进一步提升。公司已公布 2020~2023 年规划, 要将目前硅料、电池片产能扩大 3 倍。我们预计公司 2020 年-2022 年的营业收入分别为 418.6 亿元、536.5 亿元和 636.2 亿元, 归母净利润分别为 26.7 亿元、36.3 亿元和 45.8 亿元, 每股收益分别为 0.62 元、0.85 元和 1.07 元, 对应 PE 分别为 20.2、14.9、11.8 倍。给予“买入”评级。

风险提示: 金属硅等原材料价格波动、国内光伏装机不及预期、政策大幅变动、海外疫情走势波动

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	27,535.17	37,555.12	41,857.40	53,652.57	63,621.07
增长率 (%)	5.54%	36.39%	11.46%	28.18%	18.58%
归母净利润 (百万元)	2,018.75	2,634.57	2,670.18	3,628.20	4,577.15
增长率 (%)	0.33%	30.51%	1.35%	35.88%	26.15%
净资产收益率 (%)	13.70%	14.99%	14.34%	17.59%	19.76%
每股收益 (元)	0.52	0.68	0.62	0.85	1.07
PE	24.19	18.54	20.20	14.87	11.78
PB	3.31	2.78	2.90	2.61	2.33

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
主营收入 (百万元)	8926	6148.5	6169.01	9955.31	11900.58	9530.21	7825.14
增长率 (%)	4.87%	-5.05%	18.15%	37.52%	33.32%	55.00%	26.85%
毛利率 (%)	17.80%	19.21%	22.25%	21.86%	15.68%	16.83%	16.97%
期间费用率 (%)	7.47%	13.64%	12.82%	10.37%	8.80%	13.93%	11.60%
净利润 (百万元)	744.64	354.00	484.40	975.55	819.95	402.44	358.93
增长率 (%)	-2.16%	-25.37%	50.91%	59.56%	10.11%	13.68%	-25.90%
每股盈利 (季度, 元)	0.19	0.09	0.13	0.25	0.20	0.10	0.08
资产负债率 (%)	57.08%	60.43%	63.88%	61.39%	59.58%	61.37%	55.72%
净资产收益率 (%)	5.02%	2.32%	2.92%	5.76%	4.63%	2.22%	1.58%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E				
营业收入	27535	37555	41857	53653	63621	流动资产合计	8745	13743	16290	19553	22307				
营业成本	22327	30536	33906	43153	50388	货币资金	3412	2693	4094	5248	6223				
营业税金及附加	111	123	137	176	208	应收账款	1166	1672	1818	2330	2763				
营业费用	863	975	1199	1537	1914	其他应收款	535	805	898	1151	1364				
管理费用	1039	1514	1687	2163	2565	预付款项	228	390	488	613	759				
研发费用	598	1001	1101	1211	1332	存货	1586	2416	2545	3239	3783				
财务费用	316	708	654	1099	1771	其他流动资产	724	918	1001	1229	1422				
资产减值损失	47	(5)	(5)	(5)	(5)	非流动资产合计	29739	33078	34109	45184	57850				
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0	长期股权投资	282	440	440	440	440				
投资净收益	76	118	2	2	2	固定资产	16754	24531	26756	33308	49152				
营业利润	2395	3123	3180	4321	5450	无形资产	1394	1710	1662	1519	1390				
营业外收入	16	42	0	0	0	商誉	636	636	636	636	636				
营业外支出	13	14	0	0	0	其他非流动资产	1212	1056	0	0	0				
利润总额	2398	3152	3180	4321	5450	资产总计	38484	46821	50399	64737	80158				
所得税	367	469	480	652	823	流动负债合计	18759	17843	21051	32698	44774				
净利润	2031	2682	2700	3668	4627	短期借款	5276	3623	6867	15386	24815				
少数股东损益	12	48	30	40	50	应付账款	4128	3609	5068	6450	7532				
归属母公司净利润	2019	2635	2670	3628	4577	预收款项	1187	1571	1957	2451	3036				
EBITDA	5273	7471	5340	7314	9528	一年内到期的非流动负债	1509	1142	1142	1142	1142				
EPS (元)	0.52	0.68	0.62	0.85	1.07	非流动负债合计	4498	10889	9346	9987	10747				
主要财务比率						长期借款	690	4089	4589	5230	5990				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	4212	4212	4212	4212				
成长能力						负债合计	23257	28733	30396	42684	55520				
营业收入增长	5.5%	36.4%	11.5%	28.2%	18.6%	少数股东权益	489	511	541	581	631				
营业利润增长	-1.7%	30.4%	1.8%	35.9%	26.1%	实收资本（或股本）	3882	3883	4288	4288	4288				
归属于母公司净利润增长	1.4%	35.9%	1.4%	35.9%	26.2%	资本公积	5713	5673	5673	5673	5673				
获利能力						未分配利润	4755	6617	7537	8788	10365				
毛利率(%)	18.9%	18.7%	19.0%	19.6%	20.8%	归属母公司股东权益合计	14738	17577	18621	20631	23166				
净利率(%)	7.4%	7.1%	6.5%	6.8%	7.3%	负债和所有者权益	38484	46821	50399	64737	80158				
总资产净利润(%)	5.2%	5.6%	5.3%	5.6%	5.7%	现金流量表						单位:百万			
ROE(%)	13.7%	15.0%	14.3%	17.6%	19.8%	2018A						2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						经营活动现金流	3100	2357	3643	7728	9615				
资产负债率(%)	60.4%	61.4%	60.3%	65.9%	69.3%	净利润	2031	2682	2700	3668	4627				
流动比率	0.47	0.77	0.77	0.60	0.50	折旧摊销	2562	3640	0	1728	2155				
速动比率	0.38	0.63	0.65	0.50	0.41	财务费用	316	708	654	1099	1771				
营运能力						应付帐款减少	0	0	(146)	(512)	(433)				
总资产周转率	0.86	0.88	0.86	0.93	0.88	预收帐款增加	0	0	385	494	586				
应收账款周转率	28.15	26.47	23.99	25.87	24.98	投资活动现金流	(6442)	(4291)	(2590)	(13016)	(15016)				
应付账款周转率	9.18	9.71	9.65	9.32	9.10	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0				
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.68	0.62	0.85	1.07	投资收益	76	118	2	2	2				
每股净现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.13	0.33	0.27	0.23	筹资活动现金流	3277	1441	349	6442	6376				
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.53	4.34	4.81	5.40	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	500	641	760				
P/E	24.19	18.54	20.20	14.87	11.78	普通股增加	0	0	405	0	0				
P/B	3.31	2.78	2.90	2.61	2.33	资本公积增加	13	(40)	0	0	0				
EV/EBITDA	10.03	7.93	12.48	10.21	8.80	现金净增加额	(65)	(492)	1401	1154	975				

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席研究员，清华大学工学学士、硕士，7 年能源行业工作经验，2 年证券行业研究经验，2019 年进门财经最具影响力分析师第 3 名，2018 年 Wind 平台影响力电新行业第 6 名。曾在中国核电工程有限公司工作 4 年，美国能源行业外企工作 3 年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019 年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上