

电池片短期承压，长期龙头地位稳固

——通威股份（600438）跟踪报告

买入（维持）

日期：2020年04月22日

报告关键要素：

公司发布2019年和2020年一季度报告，2019年实现营收375.55亿元，同比+36.4%；归母净利润26.35亿元，同比+30.5%。2020Q1实现营收78.25亿元，同比+26.85%；归母净利润3.44亿元，同比-29.79%。同时公司公告，拟募集60亿元，用于金堂一期和眉山二期的电池厂建设。

投资要点：

- **硅料产能加速出清，进一步巩固龙头地位：**公司2019年硅料营收51.79亿元，同比+56.11%；销售量6.4万吨，同比+233%。19年平均生产成本4.3万元/吨，其中乐山新产能3.88万元/吨，包头4.11万元/吨，预计2020年平均生产成本将降至4万元/吨。单晶占比方面，19年乐山旧产能75%，新产能60%，包头40%，全年平均为55%，今年一季度三部分产能均在90%左右。预计未来硅料环节供需处于紧平衡状态，公司硅料业绩有望增长，龙头地位将得以巩固。
- **疫情拖累盈利，电池片积极扩产提升市占率：**公司2019年电池片出货量13.33GW，同比+107%，预计2020年产销量达到20GW以上，年底产能达到30-40GW。成本方面，除156.75mm硅片外，其余均已降至0.2元/W以下。短期受疫情影响，公司合肥工厂Q1产量受限，不足4GW，拖累一季度业绩。但长期来看，随着亏损的出现，国内部分产能将主动停产，电池片价格有望在下半年企稳。作为电池片龙头，通威拟定增60亿元用于15GW新产能的建设，在今年业内其他新产能谨慎投放的情况下，其市占率有望进一步提升。
- **农牧业务增速稳定：**公司2019年饲料收入166.89亿元，同比增长9.5%；销售量490.05万吨，同比增长15.8%。其中水产饲料销售量增长近50万吨，在饲料价格上涨的背景下，今年利润率有望提升。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到海内外疫情对电池片价格的影响，我们谨慎下调20年公司业绩，预计20-22年实现归母净利润23.72/48.32/59.20亿元，EPS分别为0.55/1.13/1.38元/股，当前股价对应PE分别为23.04/11.31/9.24倍，维持买入评级。
- **风险因素：**硅料、电池片价格下滑；产能投产不及预期；股权质押风险。

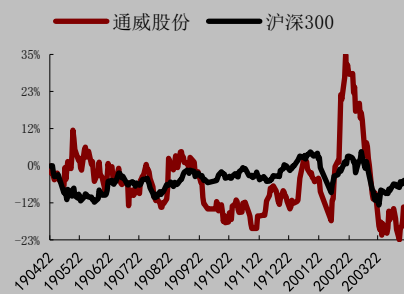
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	37,555	43,657	58,130	67,273
增长比率(%)	36.4%	16.2%	33.2%	15.7%
净利润(百万元)	2,635	2,372	4,832	5,920
增长比率(%)	30.5%	-9.9%	103.7%	22.5%
每股收益(元)	0.61	0.55	1.13	1.38
市盈率(倍)	20.8	23.04	11.31	9.24

资料来源：wind，万联证券研究所

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	通威集团有限公司 /52.45%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	4,287.86
流通A股(百万股)	4,287.86
收盘价(元)	12.75
总市值(亿元)	546.70
流通A股市值(亿元)	546.70

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月21日

相关研究

万联证券研究所 20200212_通威股份
(600438)跟踪报告_AAA_大幅规划扩产，
龙头地位加强

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：13009877660

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

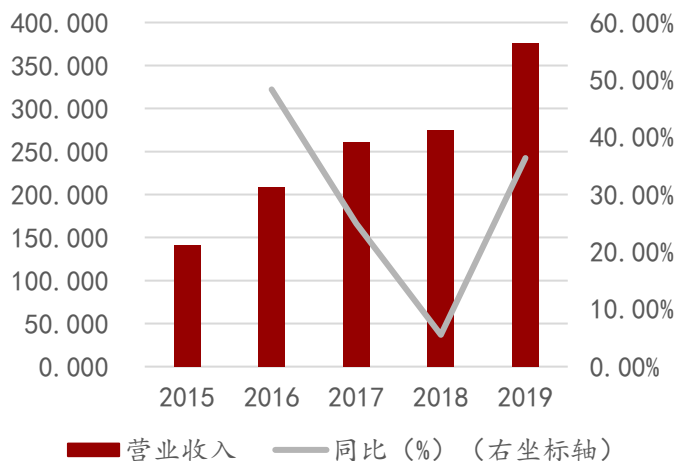
目录

1、2019 年业绩符合预期，2020Q1 受电池片拖累	3
2、硅料销量大增，市占率有望提高	3
3、电池片环节短期下挫，长期仍看好	4
4、投资建议	5
5、风险提示	5
图表 1：2015-2019 年通威股份营业收入（亿元）	3
图表 2：2015-2019 年通威股份净利润（亿元）	3
图表 3：2016Q1-2020Q1 通威股份营业收入（亿元）	3
图表 4：2016Q1-2020Q1 通威股份净利润（亿元）	3
图表 5：2019 年初至今多晶硅致密料价格（RMB/KG）	4
图表 6：2016-2019 年通威股份多晶硅毛利率（%）	4
图表 7：2016-2019 年通威股份太阳能电池及组件毛利率（%）	5

1、2019年业绩符合预期，2020Q1受电池片拖累

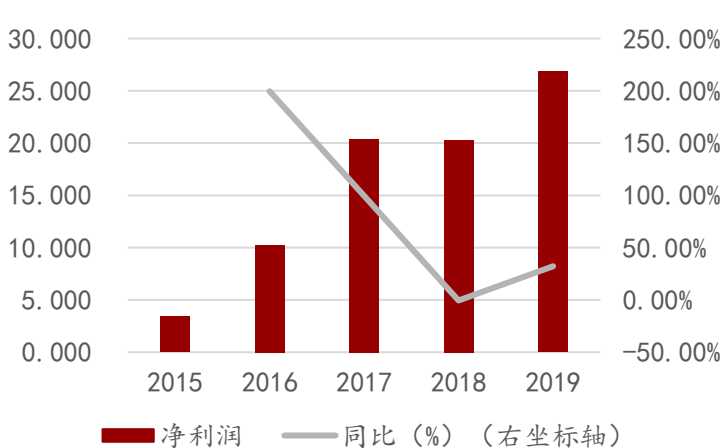
公司2019年实现营业收入375.55亿元，同比增长36.39%，净利润26.82亿元，同比增长32.68%。其中多晶硅料营业收入51.79亿元，同比增长56.11%；电池片营业收入122.71亿元，同比增长60.56%，公司整体业绩符合预期。

图表1：2015-2019年通威股份营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

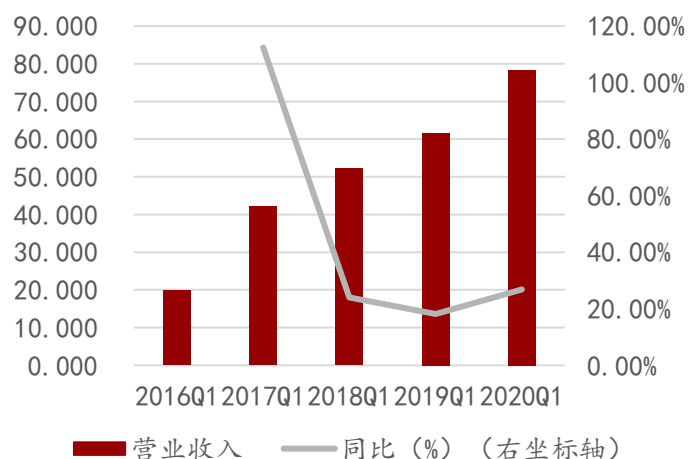
图表2：2015-2019年通威股份净利润（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

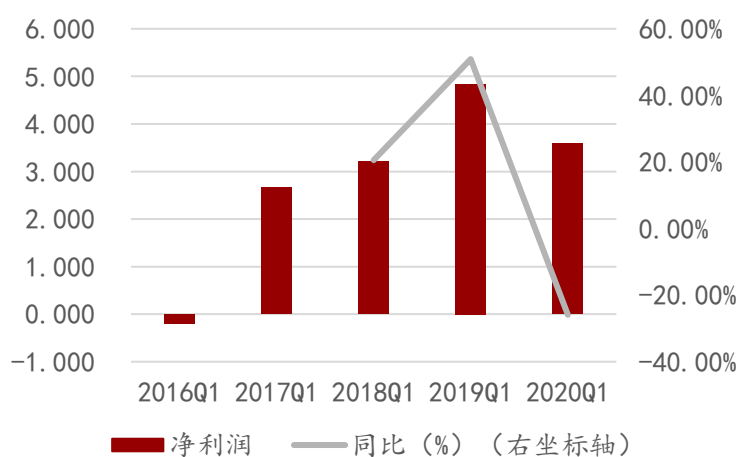
2020年一季度新冠疫情在国内爆发，公司各项业务除电池片外受影响较小，但合肥电池厂由于当地疫情政策的原因，生产停滞时间较长，一季度出货量仅3.8GW左右，远低于预期。受到电池片业务利润下降的拖累，公司2020Q1仅实现净利润3.59亿元，同比下滑25.9%，但在营业收入上，公司一季度依旧达到78.25亿元，实现26.85%的增长。

图表3：2016Q1-2020Q1通威股份营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：2016Q1-2020Q1通威股份净利润（亿元）



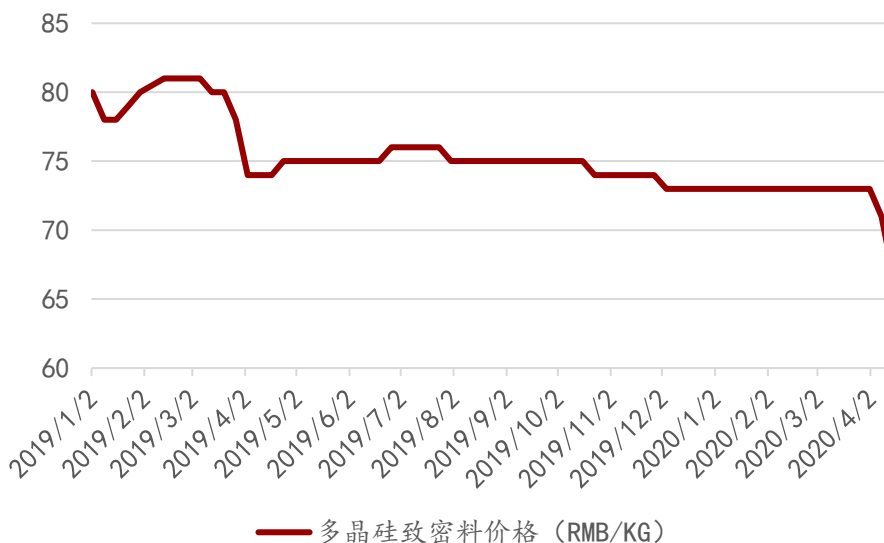
资料来源：wind，万联证券研究所

2、硅料销量大增，市占率有望提高

公司2019年实现硅料销量6.4万吨，同比增长超过200%，基本达到满产满销，全球市

占率近20%。公司全年平均成本下降至4.3万元/吨，包头和乐山新产能的生产成本分别为4.11万元/吨和3.88万元/吨，在成本下降和质量提升的带动下，公司硅料业务高速增长。

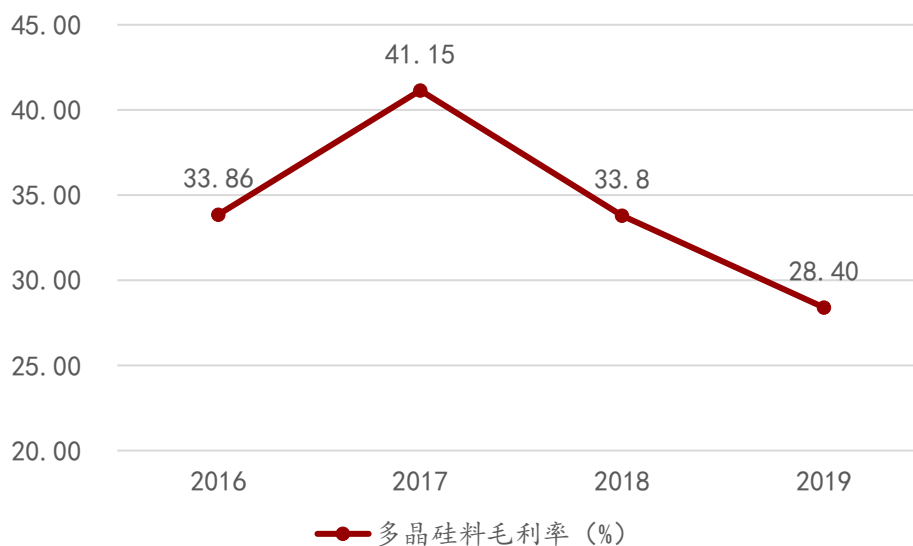
图表5：2019年初至今多晶硅致密料价格（RMB/KG）



资料来源：PV Infolink，万联证券研究所

尽管2019年硅料价格一路下行，致密料从年初的80元/kg下降至年末的73元/kg，降幅近10%，但公司凭借优异的产品质量和较强的成本控制能力，在2019年仍保持28.4%的毛利率。同时，受到疫情影响，一季度硅料价格持续下挫，但公司仍保持较高出货量和盈利能力，2020年一季度乐山老产能实现5000吨销量，乐山和包头新产能销量均达到8200吨，公司预计2020年全年出货量仍将达到9万吨，同比增长超过50%。

图表6：2016-2019年通威股份多晶硅毛利率（%）

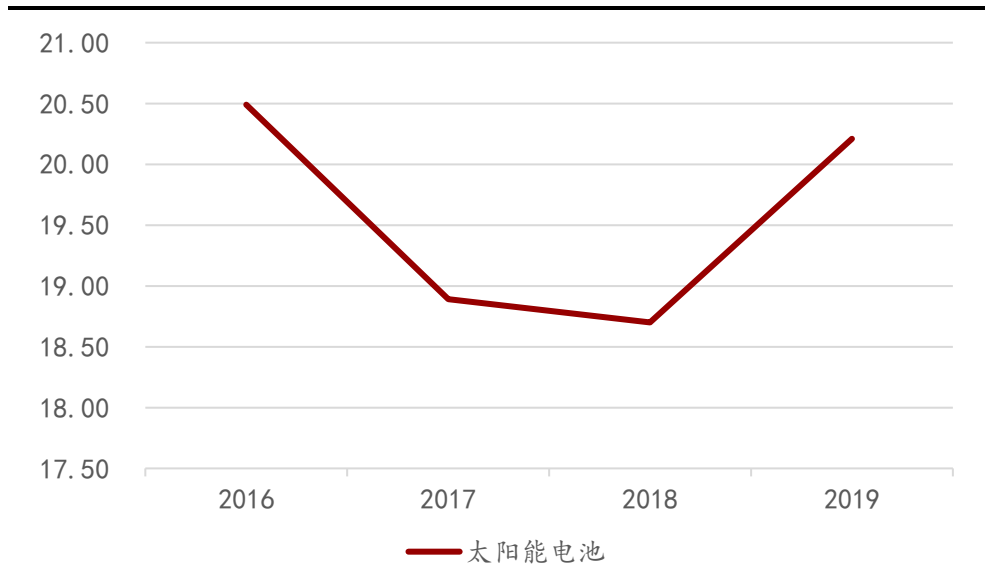


资料来源：wind，万联证券研究所

3、电池片环节短期下挫，长期仍看好

公司2019年实现电池片出货量13.33GW，同比增长107%，在全年电池片价格下滑的情况下，公司逆势实现毛利率大幅提升，2019年全年毛利率20.21%，同比增加1.51pct。

图表7：2016-2019年通威股份太阳能电池片毛利率（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

受到新冠疫情在海外扩张的影响，国内光伏产业链各环节价格均大幅下调，以应对订单减少的预期。通威在4月18日宣布大幅下调电池片报价，158.75mm的单晶PERC电池从0.94元/W降至0.8元/W。短期来看，公司毛利率受降价影响较大，预计2019年上半年电池片业务将持续承压。但是，值得注意的是，目前电池片的价格已经处于低位，长期的低价将导致部分产能的退出，因此长期来看，随着部分低端产能退出，加之疫情影响缓解，需求端逐步回暖，电池价格有望企稳甚至出现小幅反弹。届时，公司在提升市占率的同时，盈利能力也将好转。

4、投资建议

考虑到海内外疫情对电池片价格的影响，我们谨慎下调20年公司业绩，预计20-22年实现营业收入436.57/581.30/672.73亿元，归母净利润23.72/48.32/59.20亿元，同比增长16.2%/33.2%/15.7%，EPS分别为0.55/1.13/1.38元/股，当前股价对应PE分别为23.04/11.31/9.24倍，维持买入评级。

5、风险提示

风险因素：硅料、电池片价格下滑；产能投产不及预期；股权质押风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,743	12,461	16,694	19,964	营业收入	37,555	43,657	58,130	67,273
货币资金	2,693	442	2,270	4,315	营业成本	30,536	35,851	46,947	54,194
应收票据及应收账款	2,129	2,772	3,889	4,196	营业税金及附加	123	175	233	269
其他应收款	805	739	1,120	1,293	销售费用	975	1,310	1,453	1,615
预付账款	390	398	533	636	管理费用	1,514	1,746	2,035	2,355
存货	2,416	2,799	3,571	4,214	研发费用	1,001	1,310	1,453	1,682
其他流动资产	5,310	5,310	5,310	5,310	财务费用	708	681	856	852
非流动资产	33,078	43,219	47,598	54,288	资产减值损失	-5	-234	-90	-111
长期股权投资	440	580	720	860	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	24,534	32,711	39,552	47,150	投资净收益	118	131	174	202
在建工程	3,587	4,783	1,783	283	资产处置收益	140	87	116	135
无形资产	1,710	2,280	2,628	3,040	营业利润	3,123	2,788	5,645	6,868
其他长期资产	2,807	2,866	2,915	2,955	营业外收入	42	26	28	32
资产总计	46,821	55,680	64,291	74,252	营业外支出	14	13	14	14
流动负债	17,843	24,189	28,404	32,873	利润总额	3,152	2,801	5,660	6,887
短期借款	3,623	9,611	8,333	10,447	所得税	469	392	764	895
应付票据及应付账款	8,904	8,439	12,665	14,393	净利润	2,682	2,409	4,896	5,991
预收账款	1,571	1,773	2,433	2,788	少数股东损益	48	36	64	72
其他流动负债	3,745	4,366	4,973	5,246	归属母公司净利润	2,635	2,372	4,832	5,920
非流动负债	10,889	10,589	10,089	9,589	EBITDA	5,402	5,650	7,768	9,150
长期借款	4,089	3,789	3,289	2,789	EPS (元)	0.61	0.55	1.13	1.38
应付债券	4,212	4,212	4,212	4,212	主要财务比率				
其他非流动负债	2,588	2,588	2,588	2,588	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	28,733	34,778	38,494	42,463	成长能力				
股本	3,883	4,288	4,288	4,288	营业收入	36.4%	16.2%	33.2%	15.7%
资本公积	5,673	5,673	5,673	5,673	营业利润	30.4%	-10.7%	102.5%	21.7%
留存收益	7,181	9,554	14,386	20,305	归属于母公司净利润	30.5%	-9.9%	103.7%	22.5%
归属母公司股东权益	17,577	20,355	25,187	31,106	获利能力				
少数股东权益	511	547	611	683	毛利率	18.7%	17.9%	19.2%	19.4%
负债和股东权益	46,821	55,680	64,291	74,252	净利率	7.1%	5.5%	8.4%	8.9%
现金流量表					ROE	15.0%	11.7%	19.2%	19.0%
单位: 百万元					ROIC	9.3%	7.1%	12.2%	12.4%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	2,357	4,892	10,388	9,744	资产负债率	61.4%	62.5%	59.9%	57.2%
净利润	2,682	2,409	4,896	5,991	净负债比率	158.8%	166.4%	149.2%	133.6%
折旧摊销	1,996	2,384	1,758	1,992	流动比率	0.77	0.52	0.59	0.61
营运资金变动	-2,962	-611	3,088	1,131	速动比率	0.61	0.38	0.44	0.46
其它	642	711	645	631	营运能力				
投资活动现金流	-4,291	-12,529	-5,921	-8,438	总资产周转率	0.80	0.78	0.90	0.91
资本支出	-4,137	-12,450	-5,895	-8,445	应收账款周转率	22.46	25.60	23.83	23.89
投资变动	-61	-190	-190	-190	存货周转率	15.55	15.60	16.28	15.97
其他	-93	111	164	197	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1,441	5,386	-2,639	739	每股收益	0.61	0.55	1.13	1.38
银行借款	16,467	5,688	-1,778	1,614	每股经营现金流	0.55	1.14	2.42	2.27
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	4.10	4.75	5.87	7.25
股权融资	48	405	0	0	估值比率				
其他	-15,075	-708	-861	-875	P/E	20.75	23.04	11.31	9.24
现金净增加额	-485	-2,251	1,828	2,045	P/B	3.11	2.69	2.17	1.76
期初现金余额	2,428	2,693	442	2,270	EV/EBITDA	11.36	12.92	8.93	7.53
期末现金余额	1,943	442	2,270	4,315					

资料来源: wind

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场