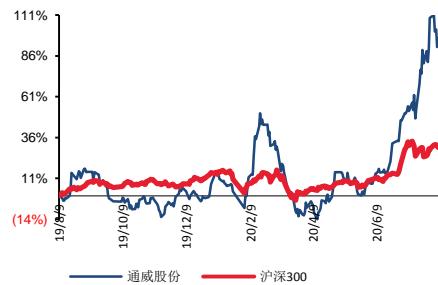




日常消费 食品、饮料与烟草

通威股份 (600438) 中报业绩点评——产能持续提升，非硅成本下降明显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,288/4,288
总市值/流通(百万元)	109,769/109,769
12 个月最高/最低(元)	27.47/11.30

相关研究报告：

通威股份 (600438)《通威股份 (600438) 年报及一季报业绩点评——成本下降超预期，竞争优势显著》--2020/04/21

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

事件：公司发布 2020 年半年业绩报告。2020 年上半年，公司实现营业收入 187.38 亿元，同比增长 16.21%，实现归属于上市公司股东的净利润 10.10 亿元，同比减少 30.35%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.59 亿元，同比减少 30.78%。

硅料成本进一步下降，新产能提升公司竞争力。报告期内，公司高纯晶硅持续满负荷生产，产能利用率达 116%，单晶料占比达 90.86%，平均生产成本 3.95 万元/吨，其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨。报告期内，公司实现高纯晶硅销量 4.50 万吨，同比增长 97.04%，在单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4% 和 41.2% 的情况下，公司高纯晶硅产品平均毛利率达到 27.70%，保持了较好的竞争力。随着下游硅片企业新增产能如期释放，高纯晶硅供应愈发紧张，价格明显上扬。公司将顺应市场需求，继续保持满负荷生产。目前，公司高纯晶硅月产量已超过 8,000 吨，产能持续提升，消耗指标持续下降，产品中单晶料占比已达到 95% 以上，并能实现 N 型料的批量供给。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，进一步扩大公司高纯晶硅的竞争优势。

大尺寸占比逐步提升，积极开拓新电池技术。报告期内，公司优化产品结构，逐步提升大尺寸产品占比，随着眉山一期项目的投产，公司的产品线进一步得到完善，目前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。通过持续的降本增效、品质提升及产品结构的进一步优化，公司太阳能电池非硅成本进一步下降。技术研发方面，公司加大研发投入，在聚焦主流 PERC 技术在产品转换效率与可靠性的进一步提升和优化基础上，积极开展包括 HJT、TOPCON、PERC+ 等有可能成为下一代量产主流技术路线的中试与转化工作，同时保持对包括钙钛矿、叠层电池等前瞻性技术的跟踪与研发论证。上半年，受疫情导致的光伏终端需求延迟影响，行业开工率普遍下调，太阳能电池市场价格同比下降 30% 左右。报告期内，公司太阳能电池及组件业务实现销量 7.75GW，同比增长 33.75%，实现销售收入 58.43 亿元，同比增长 0.22%。随着行业需求逐步回暖，目前太阳能电池主流产品价格已较上半年低点提升 10% 以上。报告期内，公司眉山一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已投产，可兼容生产 21X 及以下所有尺寸电池产品，目前正在产能爬坡中。同时，

公司启动了眉山二期 7.及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目，预计 2021 年内投产，届时公司太阳能电池产能规模将超过 40GW。

“渔光一体”复合效应显著，加快推进平价上网。截至报告期末，公司已在全国多个省市开发建设了“渔光一体”基地，共计建成以“渔光一体”为主的光伏电站 44 座，累计装机并网规模 2,127MW，上半年累计实现发电 97,098 万度。在业务开展过程中，公司持续强化差异化竞争力的打造和提升，突显“水上产出清洁能源，水下产出优质水产品”复合增效优势，同时紧紧围绕“543”的成本下降目标，加快推进光伏平价上网目标。目前，公司在建光伏项目的综合成本已下降至 3.5 元/W 以内，随着设计方案的进一步优化和技术的创新进步，将进一步推动公司实现成本下降目标，迎接平价上网时代的广阔发展空间。

饲料业务稳定增长。报告期内，公司积极做好疫情防控，全力复工复产，强化经营管理。实现饲料及相关业务收入 84.87 亿元，同比增长 19.25%，实现饲料销量 233.29 万吨，同比增长 14.95%。

投资建议：公司光伏板块持续发力，产能扩张稳步推进，产品倍受市场青睐，盈利能力不断增强。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 27.10、34.07 和 40.82 亿元，对应 EPS0.63、0.79 和 0.95 元/股，对应 PE40、32 和 26 倍，给予“买入”评级。

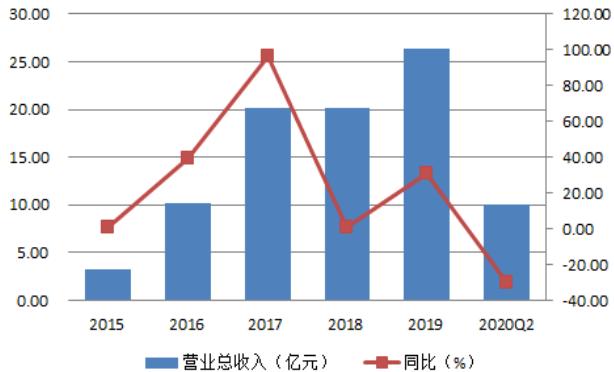
风险提示：产能扩张不及预期，产品销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	37555	43500	54116	65777
(+/-%)	36.39	15.83	24.40	21.55
净利润(百万元)	2634	2710	3407	4082
(+/-%)	40.96	2.05	26.02	19.67
摊薄每股收益(元)	0.61	0.63	0.79	0.95
市盈率(PE)	41.97	40.63	32.41	26.95

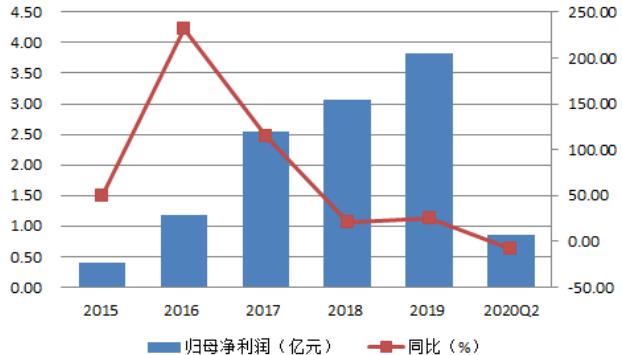
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：营业收入



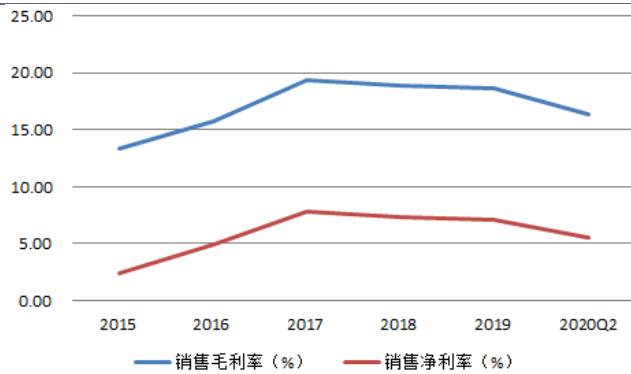
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 2：归母净利润



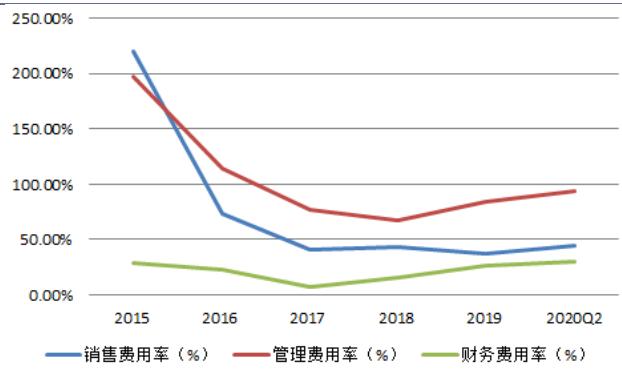
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 3：销售情况



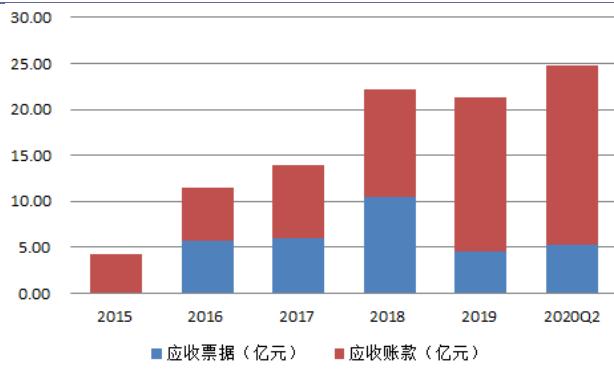
资料来源：WIND, 太平洋证券整理

图表 4：三费情况



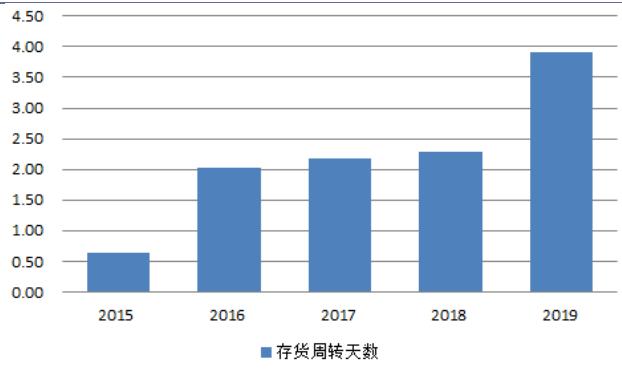
资料来源：WIND, 太平洋证券整理

图表 5：应收款项



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

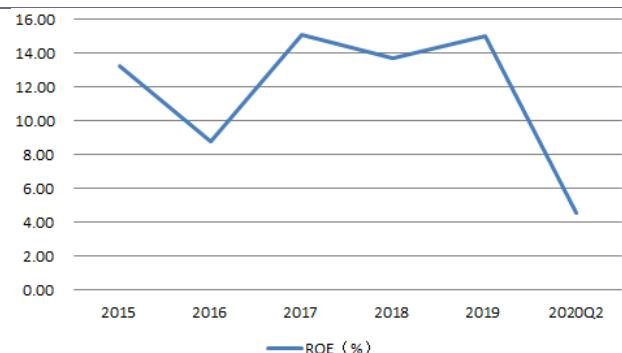
图表 6：存货情况



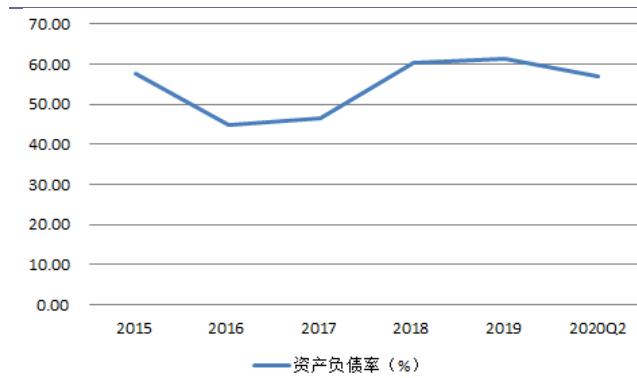
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 7：ROE 情况

图表 8：资产负债率

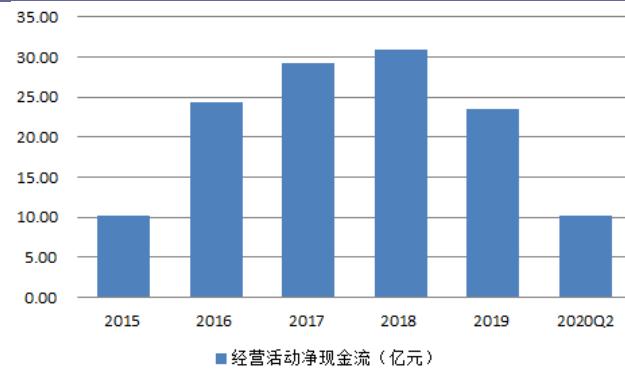


资料来源：Wind，太平洋研究院整理



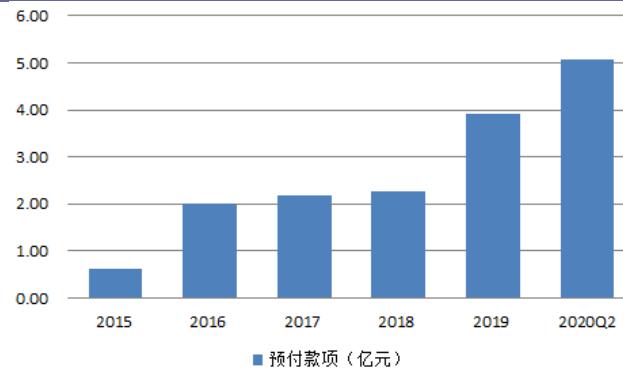
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：经营活动现金流



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：预付款项



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3412	2693	-20212	-8218	-17746	营业收入	27535	37555	43500	54116	65777
应收和预付款项	1394	2062	25111	16940	29281	营业成本	22327	30536	37410	46540	56568
存货	1586	2416	2630	3161	3910	营业税金及附加	111	123	159	188	234
其他流动资产	2353	2180	2714	2847	3448	销售费用	863	975	1246	1478	1840
流动资产合计	8745	9351	10243	14730	18892	管理费用	1039	2513	1697	2146	2588
长期股权投资	282	440	440	440	440	财务费用	316	708	157	157	157
投资性房地产	95	107	107	107	107	资产减值损失	47	-5	103	103	103
固定资产	16767	24533	28299	32181	35119	投资收益	76	118	97	108	102
在建工程	8247	3538	4597	2771	2388	公允价值变动	-1	0	2	2	2
无形资产开发支出	1394	1710	1884	2090	2270	营业利润	2395	3123	3084	3872	4649
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	3	28	16	22	19
其他非流动资产	29739	32924	36680	38942	41677	利润总额	2398	3151	3100	3894	4668
资产总计	38484	42275	46923	53672	60569	所得税	367	469	363	445	540
短期借款	5276	3623	3623	3623	3623	净利润	2031	2682	2737	3449	4127
应付和预收款项	5316	5180	6731	8267	10113	少数股东损益	12	48	27	42	45
长期借款	690	4089	4089	4089	4089	归母股东净利润	2018	2634	2710	3407	4082
其他负债	11975	15840	16873	19333	20942						
负债合计	23257	28733	31315	35312	38766						
股本	3882	3883	3883	3883	3883						
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673						
留存收益	5168	7181	9219	11930	15327						
归母公司股东权益	14738	17577	19615	22325	25723						
少数股东权益	489	511	538	580	626						
股东权益合计	15227	18088	20153	22905	26349						
负债和股东权益	38484	46821	51469	58217	65115						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	3100	2357	-16792	17957	-2508	毛利率	18.91%	18.69%	14.00%	14.00%	14.00%
投资性现金流	-6442	-4291	-6112	-5291	-6323	销售净利率	9.50%	9.82%	6.23%	6.30%	6.21%
融资性现金流	3277	1441	-1	-672	-697	销售收入增长率	5.54%	36.39%	15.83%	24.41%	21.55%
现金增加额	3	7	0	0	0	EBIT 增长率	27.42%	48.34%	-36.90%	25.62%	19.86%
						净利润增长率	30.04%	40.96%	2.05%	26.02%	19.67%
						ROE	17.75%	20.98%	13.82%	15.26%	15.87%
						ROA	6.80%	7.88%	5.27%	5.85%	6.27%
						ROIC	15.45%	15.56%	5.16%	7.88%	7.27%
						EPS(X)	0.47	0.61	0.63	0.79	0.95
						PE(X)	54.47	41.97	40.63	32.41	26.95
						PB(X)	2.18	2.90	2.52	2.22	1.92
						PS(X)	1.17	1.36	1.14	0.91	0.75
						EV/EBITDA(X)	7.99	8.88	14.87	10.04	9.59

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。