

行业拐点已至 硅料电池片迎量价齐升

——通威股份 (600438.SH) 中报业绩点评 电气设备/电源设备



事件：

公司发布半年报，2020H1 实现营业收入 187.39 亿元，同比增长 16.21%，归母净利润 10.1 亿元，同比下降 30.35%，经营活动现金流 10.16 亿元，同比下降 8.16%。主要原因在于硅料及电池片价格 Q2 的大幅下降，拉低整体营收和利润水平。

投资摘要：

多晶硅产能持续扩张，成本控制能力改善显著。报告期内高纯晶硅销量 4.5 万吨，同比增长 97.04%，单晶占比 95% 以上。下游企业新增产能不断释放，硅料供需紧张，公司持续满负荷生产，报告期内产能利用率已达 116%，下半年需求高峰，叠加硅料厂事故影响，短期供给进一步收紧，公司将继续保持满产状态，预计全年出货量 9.5 万吨以上。截至报告期末，公司已形成多晶硅产能 8 万吨，2021 年乐山二期和保山一期项目合计超过 8 万吨产能将建成投产，届时形成总产能 16 万吨。随着新老产能优化释放，N 型料供应能力进一步加强，公司行业优势更加明显。

受电价和技术进步等因素影响，公司成本优势愈见明显。上半年硅料平均生产成本低至 3.95 万元/吨，其中新产能 3.65 万元/吨。报告期内，单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4% 和 41.2%，多晶硅产品平均毛利率仍达到 27.7%。近期致密料市场均价已由 Q2 最低点的 59 元/kg 上调至 83 元/kg，受供需关系紧张影响，预计下半年价格将继续上涨，盈利空间扩大。

电池片规划中长期积极布局大尺寸产线，规模优势明显。报告期内，电池片及组件销量 7.75GW，同比增长 33.75%，实现销售收入 58.43 亿元，同比增长 0.22%。上半年疫情导致光伏终端需求削减明显，电池片市场价格同比大幅下降，Q2 低点相对年初降幅达 20%，产业链自上而下的传导作用下，8 月电池片均价回升超 10%，同时公司非硅成本处于行业领先地位，盈利水平有望显著提升。

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，眉山二期 7.5GW 和金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已在启动中，预计 2021 年内投产，届时公司太阳能电池产能规模将超过 40GW，规模及成本优势将更为显著。

光伏发电稳定增长，差异化优势促降成本。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 9.7 亿 kWh。随着技术创新和设计优化，公司在建光伏项目的综合成本已下降至 3.5 元/kW 以内，凸显极强的投资价值和竞争力。

投资策略：公司作为硅料+电池片双龙头企业，技术优势明显，产能快速扩张，下半年装机需求旺盛叠加硅料供给收紧双重影响，硅料电池片量价齐升，公司业绩将大幅增长，盈利水平提升。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 457.2 亿元、556.4 亿元和 657.4 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 40.9 亿元、50.1 亿元和 61.4 亿元，每股收益分别为 0.95 元、1.17 元和 1.43 元，对应 PE 分别为 27.6、22.5、18.4 倍。给予“买入”评级。

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

评级

买入（维持）

2020 年 08 月 10 日

贺朝晖

分析师

SAC 执业证书编号：S1660520050001

hezhaohue@shgsec.com

010-56931952

交易数据

时间 2020.08.10

总市值/流通市值 (亿元)	1,126.85/1,126.85
总股本 (万股)	428,785.57
资产负债率 (%)	56.8
每股净资产 (元)	5.14
收盘价 (元)	26.28
一年内最低价/最高价 (元)	11.19/28.35

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《通威股份年报点评报告：业绩短期承压 静待下半年盈利回升》 2020-04-22
- 2、《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
- 3、《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

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	45,684.87	55,643.61	65,737.39
增长率 (%)	5.54%	36.39%	21.65%	21.80%	18.14%
归母净利润 (百万元)	2,018.75	2,634.57	4,084.08	5,006.32	6,142.37
增长率 (%)	0.33%	30.51%	55.02%	22.58%	22.69%
净资产收益率 (%)	13.70%	14.99%	21.05%	22.57%	24.01%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.95	1.17	1.43
PE	50.54	38.73	27.59	22.51	18.35
PB	6.92	5.80	5.81	5.08	4.41

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	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
主营收入(百万元)	6148.5	6169.01	9955.31	11900.58	9530.21	7825.14	10913.46
增长率 (%)	-5.05%	18.15%	37.52%	33.32%	55.00%	26.85%	9.62%
毛利率 (%)	19.21%	22.25%	21.86%	15.68%	16.83%	16.97%	16.03%
期间费用率 (%)	13.64%	12.82%	10.37%	8.80%	13.93%	11.60%	8.74%
净利润 (百万元)	354.00	484.40	975.55	819.95	402.44	358.93	677.95
增长率 (%)	-25.37%	50.91%	59.56%	10.11%	13.68%	-25.90%	-30.51%
每股盈利 (季度, 元)	0.09	0.13	0.25	0.20	0.10	0.08	0.16
资产负债率 (%)	60.43%	63.88%	61.39%	59.58%	61.37%	55.72%	56.80%
净资产收益率 (%)	2.32%	2.92%	5.76%	4.63%	2.22%	1.58%	3.00%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					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	45685	55644	65737	流动资产合计	8745	13743	17224	19969	22747			
营业成本	22327	30536	35721	43136	50334	货币资金	3412	2693	4468	5442	6430			
营业税金及附加	111	123	149	182	215	应收账款	1166	1672	1984	2416	2855			
营业费用	863	975	1309	1594	1978	其他应收款	535	805	980	1193	1410			
管理费用	1039	1514	1842	2243	2650	预付款项	228	390	493	618	764			
研发费用	598	1001	1101	1211	1332	存货	1586	2416	2682	3238	3779			
财务费用	316	708	859	1475	2076	其他流动资产	724	918	1075	1267	1462			
资产减值损失	47	(5)	(5)	(5)	(5)	非流动资产合计	29739	33078	40376	51222	63661			
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	97	97	97	固定资产	16754	24531	29813	37741	53358			
营业利润	2395	3123	4807	5905	7255	无形资产	1394	1710	1662	1519	1390			
营业外收入	16	42	29	29	29	商誉	636	636	636	636	636			
营业外支出	13	14	14	14	14	其他非流动资产	1212	1056	0	0	0			
利润总额	2398	3152	4822	5920	7270	资产总计	38484	46821	57601	71192	86407			
所得税	367	469	728	894	1098	流动负债合计	18759	17843	27490	37678	48742			
净利润	2031	2682	4094	5026	6172	短期借款	5276	3623	12754	20318	28726			
少数股东损益	12	48	10	20	30	应付账款	4128	3609	5339	6448	7524			
归属母公司净利润	2019	2635	4084	5006	6142	预收款项	1187	1571	1992	2504	3109			
EBITDA	5273	7471	7323	9502	11866	一年内到期的非流动负债	1509	1142	1142	1142	1142			
EPS(元)	0.52	0.68	0.95	1.17	1.43	非流动负债合计	4498	10889	9346	9955	10674			
主要财务比率					长期借款		690	4089	4589	5198	5917			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券		0	4212	4212	4212			
成长能力					负债合计		23257	28733	36835	47633	59416			
营业收入增长	5.5%	36.4%	21.6%	21.8%	18.1%	少数股东权益	489	511	521	541	571			
营业利润增长	-1.7%	30.4%	53.9%	22.8%	22.9%	实收资本(或股本)	3882	3883	4288	4288	4288			
归属于母公司净利润增长	55.0%	22.6%	55.0%	22.6%	22.7%	资本公积	5713	5673	5673	5673	5673			
获利能力					未分配利润		4755	6617	8024	9750	11866			
毛利率(%)	18.9%	18.7%	21.8%	22.5%	23.4%	归属母公司股东权益合计	14738	17577	19404	22177	25579			
净利率(%)	7.4%	7.1%	9.0%	9.0%	9.4%	负债和所有者权益	38484	46821	57601	71192	86407			
总资产净利润(%)	5.2%	5.6%	7.1%	7.0%	7.1%	现金流量表					单位:百万元			
ROE(%)	13.7%	15.0%	21.0%	22.6%	24.0%	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E				
偿债能力					经营活动现金流		3100	2357	5291	9431	11597			
资产负债率(%)	60.4%	61.4%	63.9%	66.9%	68.8%	净利润	2031	2682	4094	5026	6172			
流动比率	0.47	0.77	0.63	0.53	0.47	折旧摊销	2562	3640	0	1956	2384			
速动比率	0.38	0.63	0.53	0.44	0.39	财务费用	316	708	859	1475	2076			
营运能力					应付帐款减少		0	0	(312)	(432)	(438)			
总资产周转率	0.86	0.88	0.88	0.86	0.83	预收帐款增加	0	0	420	512	605			
应收账款周转率	28.15	26.47	24.99	25.29	24.94	投资活动现金流	(6442)	(4291)	(8915)	(12921)	(14921)			
应付账款周转率	9.18	9.71	10.21	9.44	9.41	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	0.95	1.17	1.43	投资收益	76	118	97	97	97			
每股净现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.13	0.41	0.23	0.23	筹资活动现金流	3277	1441	5400	4465	4312			
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.53	4.53	5.17	5.97	应付债券增加	0	0	0	0	0			
估值比率					长期借款增加		0	0	500	609	719			
P/E	50.54	38.73	27.59	22.51	18.35	普通股增加	0	0	405	0	0			
P/B	6.92	5.80	5.81	5.08	4.41	资本公积增加	13	(40)	0	0	0			
EV/EBITDA	20.12	15.05	17.88	14.53	12.33	现金净增加额	(65)	(492)	1776	974	987			

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席分析师，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
