

产能高速增长，量价齐升可期

通威股份（600438.SH）半年报点评

核心结论

事件：公司发布中报，20H1 公司实现营收 187.39 亿元，yoy+16.21%；实现归母净利润 10.10 亿元，yoy-30.35%。Q2 实现收入 109.13 亿，同比+9.62%，环比+39.46%，归母净利润 6.66 亿，同比-30.63%，环比+93.60%；业绩符合预期。

疫情影响需求波动，硅料价格下行导致盈利能力有所下滑。Q2 毛利率和净利率分别为 16%/6%，与一季度的 17%/5%基本相当，但低于 19 年同期水平。去年 3 季度以来电池片和硅料价格下行带来公司盈利能力同比减少，成本和期间费用率降低使得公司盈利能力下降幅度好于价格下降幅度。

20H2 硅料价格上涨，公司毛利率有望修复。随着产能退出及需求的增长，硅料供需趋紧，叠加协鑫事故和近期新疆疫情影响，硅料价格上涨的趋势较为确定，预计 20 H2 公司硅料业务毛利率将大幅提升；下半年大尺寸电池片的比例上升将带来单瓦成本的下降，在需求旺盛的情况下预计下半年电池片的盈利水平也将提升。

产能持续扩张，硅料和电池片规模双龙头地位稳固。20H1 公司眉山一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已投产，眉山二期及金堂一期共 15GW 高效太阳能电池项目已启动，预计 2021 年公司电池片产能将超 40GW。硅料方面，公司新启动乐山二期 4 万吨和云南保山 4 万吨高纯晶硅项目建设，预计 2021 年底硅料产能达到 16 万吨以上。

投资建议：考虑到硅料和电池片上涨，我们上调公司盈利预测，调整前预计 20-22 年公司归母净利润为 26.80 /36.58/50.06 亿元，调整后预计公司归母净利润达 44.62/48.98/58.79 亿元，yoy+69.4%/9.8%/20.0%；EPS1.04/1.14/1.37 元，维持“买入”评级。

风险提示：光伏装机不及预期，光伏产品价格波动，公司扩产不及预期。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,535	37,555	42,650	51,052	61,163
增长率	5.5%	36.4%	13.6%	19.7%	19.8%
归母净利润（百万元）	2,019	2,635	4,462	4,898	5,879
增长率	0.3%	30.5%	69.4%	9.8%	20.0%
每股收益（EPS）	0.47	0.61	1.04	1.14	1.37
市盈率（P/E）	55.8	42.8	25.3	23.0	19.2
市净率（P/B）	6.9	5.8	5.2	4.4	3.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码	600438
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	26.28

近一年股价走势



分析师

杨敬梅 S0800518020002
021-38584220
yangjingmei@research.xbmail.com.cn

联系人

胡璘心
hujinxin@research.xbmail.com.cn
李晓昱
lixiaoyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

通威股份：疫情影响短期业绩，不改硅料和电池片双龙头地位—通威股份（600438.SH）年报及一季报点评 2020-04-22
通威股份：强势扩张势不可挡，深化硅料、电池片领域龙头地位—通威股份（600438.SH）扩产公告点评 2020-02-12
通威股份：电池盈利触底回升，硅料业务全面放量—通威股份（600438.SH）三季报点评 2019-10-25

索引

内容目录

业绩快速增长，盈利能力有所下滑	3
20H2 硅料价格预期上涨，公司毛利率有望修复	5
20H2 公司电池片量价齐升可期，产能扩张兼容大尺寸	7

图表目录

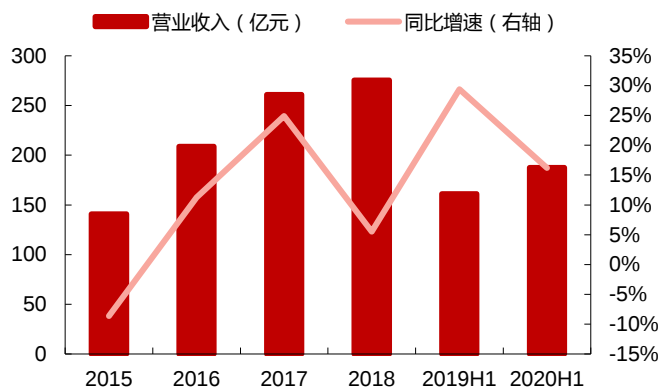
图 1：2020H1 公司营业收入同比增长 16.21%	3
图 2：2020H1 公司归母净利润同比下降 30.35%	3
图 3：2020H1 公司盈利能力下行	4
图 4：2020H1 公司三大费用率均有所下行	4
图 5：2020H1 公司应收账款周转率下行	4
图 6：2020H1 公司主营业务收现比有所上行	4
图 7：2020H1 公司资产负债率有所下降	5
图 8：2020H1 公司流动比率、速动比率有所好转	5
图 9：7 月硅料价格大幅上涨	6
图 10：预计 2021 年公司硅料产能将达 16 万吨	7
表 1：公司硅料产能持续扩张	6
表 2：预计 2021 年公司电池片产能规模将超过 40GW	8

业绩快速增长，盈利能力有所下滑

2020H1 饲料业务收入快速提升带动公司总营业收入增长。2020H1 公司实现营业收入 187.39 亿元，同比增长 16.21%，其中饲料及产业链服务收入 84.87 亿元，同比提升 19.25%；太阳能电池及组件业务收入 58.43 亿元，同比上升 0.22%；其他业务收入 29.49 亿元，同比提升 31.04%。光伏电池片及饲料业务收入的增长带动公司营业收入快速提升。

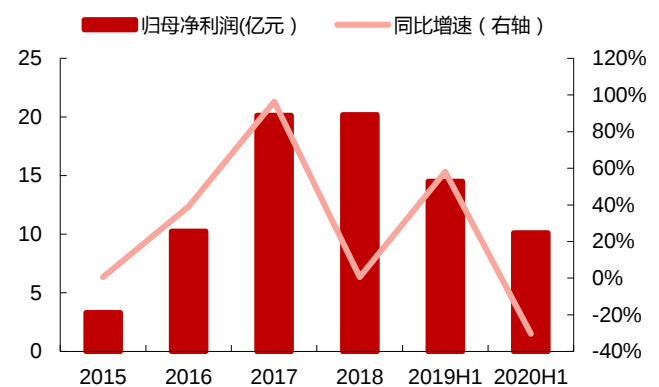
受疫情影响光伏需求短期内有所波动，硅料价格下行导致盈利能力有所下滑。分季度来看，公司 Q1 实现收入 78.25 亿，同比+26.85%，归母净利润 3.44 亿，同比-29.79%，毛利率和净利率分别为 17%/5%；Q2 实现收入 109.13 亿，同比+9.62%，归母净利润 6.66 亿，同比-30.63%，毛利率和净利率分别为 16%/6%。Q2 由于海外疫情较为严峻，光伏需求出现波动，硅料价格下行带动电池片价格也有所下滑，导致公司收入增速有所减缓，Q2 毛利率相比 Q1 有所下滑。

图 1：2020H1 公司营业收入同比增长 16.21%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

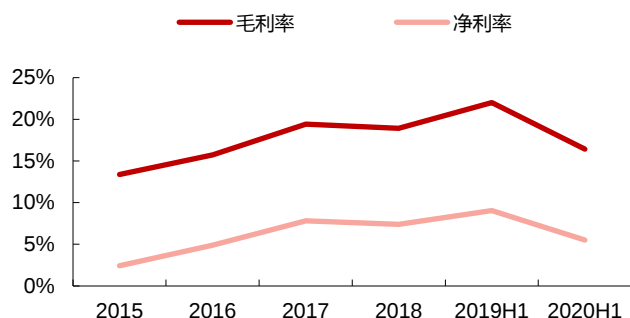
图 2：2020H1 公司归母净利润同比下降 30.35%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

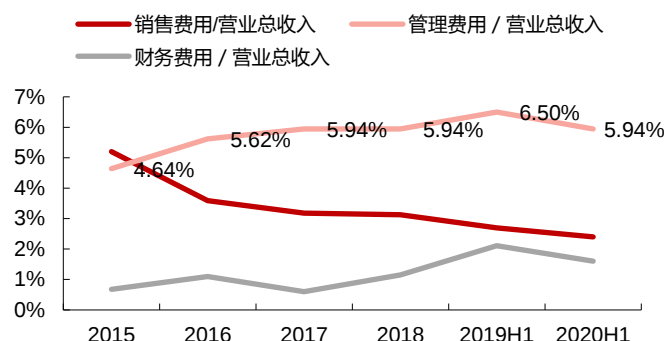
2020H1 公司财务费用率、销售费用率、管理费用率有所下行。2020H1 公司完成可转债转股，债券规模及利息下降，导致财务费用同比下降 11.89%，财务费用率同比-0.51pct。在管理费用方面，受疫情影响，公司差旅费同比下行 19.86%，此外公司加强了对管理人员薪酬的管理，职工薪酬同比下降 6.95%，导致公司管理费用率同比下行 0.56pct。在销售费用率方面，公司销售费用中差旅费、业务招待费分别同比下降 42.15%/31.17%，导致销售费用率同比下降 0.30pct。

图 3：2020H1 公司盈利能力下行



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

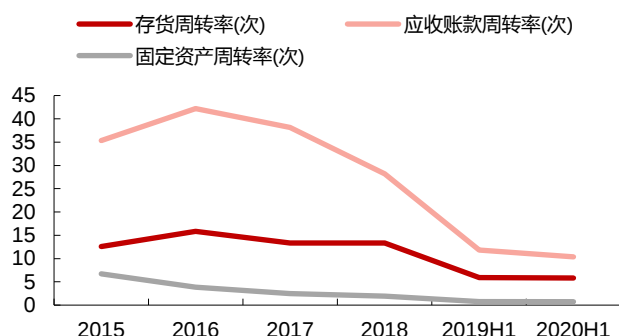
图 4：2020H1 公司三大费用率均有所下行



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

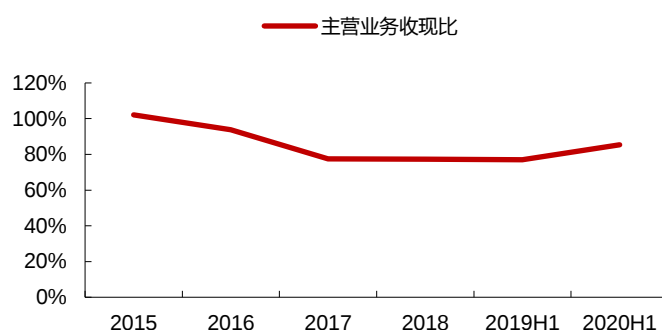
公司应收账款周转率有所上行，现金流状况大幅改善。2020H1 公司存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 5.82/10.36/0.73 次，分别同比下降 0.08/1.47/0.05 次，公司固定资产周转率保持稳定。在存货营运能力方面，2020H1 受疫情影响，终端需求受到抑制，导致公司库存商品同比上升 44.84%；截至 2020H1 末，终端需求有所释放，公司发出商品同比提升 61.74%，在以上双重因素下 2020H1 公司存货周转率 5.82，同比降低 0.08。在应收账款周转率方面，由于公司下游需求下滑，公司应收账款周转率降低，20H1 公司应收账款周转率为 10.36，同比降低 1.47；公司现金流有所改善，20H1 公司主营业务收现比为 84.44%，同比上升 8.45pct。

图 5：2020H1 公司应收账款周转率下行



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

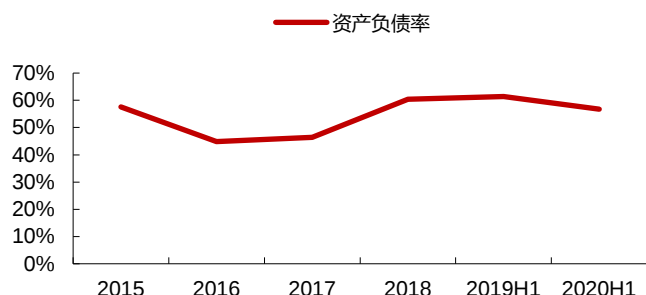
图 6：2020H1 公司主营业务收现比有所上行



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

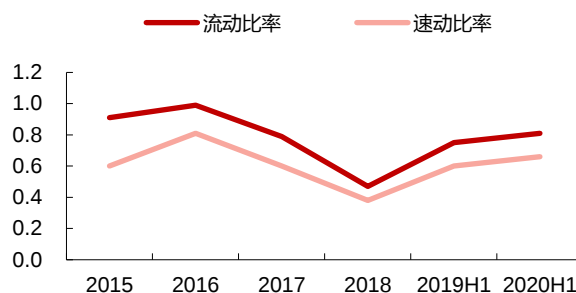
可转换公司债券转股，公司资产负债率下行。2020H1 公司资产负债率为 56.80%，较 2019H1 资产负债率 61.39%下降 4.59pct，这是由于 2019 年公司发行的可转债转股，导致非流动负债应付债券余额下降 42.12 亿元，同比下行 90.35%，公司长期偿债能力有所提升。2020H1 公司流动比率和速动比率分别为 0.81/0.66，短期偿债能力较强。

图 7：2020H1 公司资产负债率有所下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：2020H1 公司流动比率、速动比率有所好转



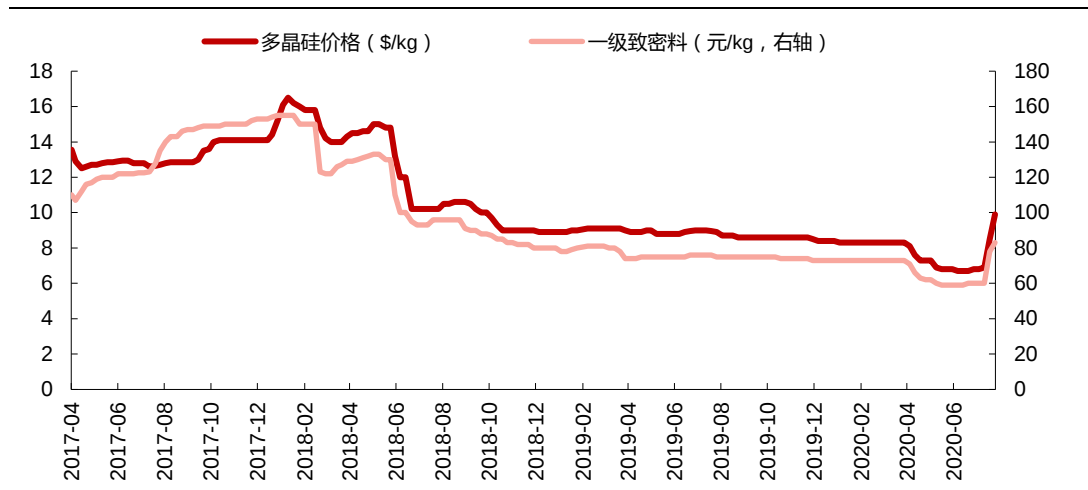
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

20H2硅料价格预期上涨，公司毛利率有望修复

20H1 硅料出货量快速增长，毛利率有所提升。2020 年上半年公司高纯晶硅持续满负荷生产，产能利用率达 116%，公司实现高纯晶硅销量 4.50 万吨，同比增长 97.04%。单晶用料占比不断提升，20H1 单晶料占比达 90.86%，同比提高近 10pct。20H1 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，公司进行成本控制，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，公司高纯晶硅产品平均毛利率依然达到 27.70%，同比提高 10.72pct，体现了公司在高纯晶硅领域的核心竞争力。

事故影响硅料价格跳涨，20H2 公司毛利率有望提升。7 月受到协鑫新疆事故的影响，新疆政府要求三家多晶硅企业(大全、新特及东方希望)进行老产线自查，8 月多晶硅开工率将会进一步降低，预计三季度成为 2020 年硅料供应最为短缺的季度。供给短缺导致多晶硅价格不断上涨，截止至 8 月 7 日，多晶硅价格为 9.9 美元/KG，环比上月上升 38%；单晶一级致密料价格为 2.76 元/KG，环比上月上升 16%。未来受益于硅料涨价，公司毛利率有望进一步提升。目前，公司高纯晶硅月产量已超过 8000 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，预计 20H2 公司硅料业务有望量价齐升。

图 9：7 月硅料价格大幅上涨



资料来源：PVinfoLink，西部证券研发中心

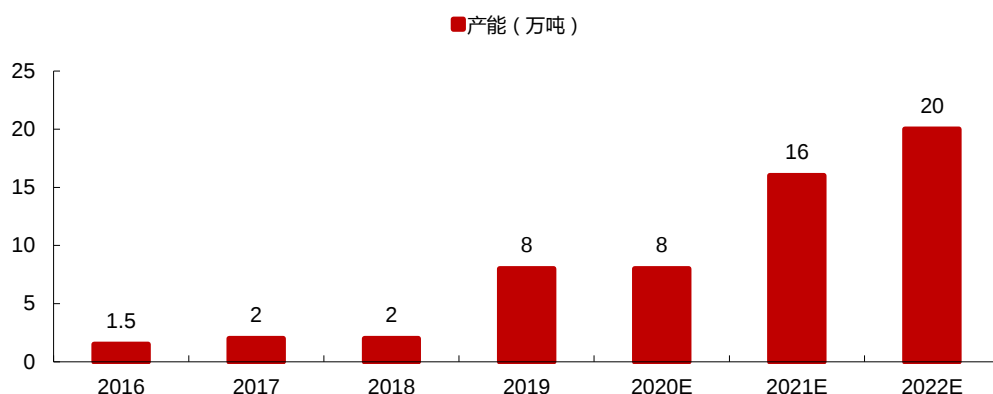
公司硅料产能扩张叠加海外落后产能退出，公司市占率有望提升。海外瓦克、OCI 由于产能成本较高，在 2020 年上半年多晶硅料进一步下降的环境下，目前瓦克的硅料业务处于亏损状态，OCI 也已关停韩国 5.2 万吨多晶硅料产能。随着海外产能逐步退出，行业供给逐渐收紧。2020 年上半年多晶硅价格大幅下跌降低了龙头企业的扩产意愿，2021 年除了通威扩产 8 万吨以外没有其他新增产能。公司新启动乐山二期 4 万吨高纯晶硅项目建设，预计 2021 年 9 月底前竣工投产；启动云南保山 4 万吨高纯晶硅项目建设，预计 2021 年 11 月底前竣工投产，达产后公司规模及市占率有望提升。

表 1：公司硅料产能持续扩张

项目	产能（万吨）	目前状态	投产时间
乐山老产能	2	在产	2016
乐山新一期	3	在产	2019
包头一期	3	在产	2019
乐山二期	4	在建	2021
保山一期	4	在建	2021
包头二期	4	在建	2022
乐山三期	4.5	在建	2023
保山二期	4.5	在建	2023

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：预计 2021 年公司硅料产能将达 16 万吨



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

20H2公司电池片量价齐升可期，产能扩张兼容大尺寸

20H1 公司太阳能电池及组件业务收入保持稳定。20H1 公司太阳能电池及组件业务实现销量 7.75GW，同比增长 33.75%，由于疫情导致的光伏终端需求下滑，太阳能电池市场价格同比下降约 30%，公司电池及组件业务实现销售收入 58.43 亿元，同比增长 0.22%。

20H2 光伏装机量增长带动电池片需求，硅料价格上涨有望带动电池片价格提升，公司量价齐升可期。根据能源局规划，20 年进入竞价补贴名单的项目有 25.97GW，同比增加 13.95%，随着疫情的缓解，大部分竞价项目将于 20H2 进行装机，预计 20H2 光伏装机量有望高增长，带动电池片需求量。20H1 受疫情影响电池片价格持续走低，均价由 Q1 的 0.93 元降低为 Q2 的 0.79 元，7 月底由于多晶硅价格上涨，电池片价格回升，7 月电池片价格达 0.82 元，环比增长 3.80%，预计 20H2 公司电池片业务将迎来量价齐升。

电池片产能持续扩张，兼容大尺寸，非硅成本有望下降。20H1 公司眉山一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已投产，公司目前拥有 27.5GW 电池片产能。公司计划通过定向增发进行产能扩张，启动了眉山二期 7.5GW 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。目前公司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，眉山一期投产后，公司生产线可兼容 210 尺寸规格，目前正在产能爬坡中，达产后非硅成本有望继续下降。

表 2：预计 2021 年公司电池片产能规模将超过 40GW

项目	产能（万吨）	目前状态	投产时间
合肥一期	3	在产	2013
成都一期	1	在产	2016
成都二期	2	在产	2017
成都三期	3.2	在产	2018
合肥二期	3.2	在产	2019
成都四期	3.8	在产	2019
眉山一期	7.5	在产	2020H1
金堂一期	7.5	在建	2021 年
眉山二期	7.5	在建	2021 年
高效太阳能三期	7.5	拟建	3-5 年内
高效太阳能四期	7.5	拟建	3-5 年内

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3,412	2,693	3,009	3,038	2,913	营业收入	27,535	37,555	42,650	51,052	61,163
应收款项	2,979	3,325	3,986	4,507	5,520	营业成本	22,327	30,536	33,790	39,608	47,567
存货净额	1,586	2,416	2,673	3,133	3,763	营业税金及附加	111	123	171	204	214
其他流动资产	768	5,310	2,302	2,793	3,468	销售费用	863	975	1,108	1,326	1,588
流动资产合计	8,745	13,743	11,970	13,471	15,665	管理费用	1,637	2,515	2,854	3,416	3,994
固定资产及在建工程	25,134	28,123	35,526	42,849	49,037	财务费用	316	708	895	988	1,077
长期股权投资	282	440	400	400	400	其他费用/(-收入)	(114)	(424)	(1,483)	(328)	(291)
无形资产	1,394	1,710	1,837	2,004	2,188	营业利润	2,395	3,123	5,316	5,838	7,013
其他非流动资产	2,930	2,805	2,955	3,076	3,213	营业外净收支	3	28	28	28	28
非流动资产合计	29,739	33,078	40,717	48,329	54,839	利润总额	2,398	3,152	5,344	5,867	7,041
资产总计	38,484	46,821	52,688	61,801	70,504	所得税费用	367	469	802	880	1,056
短期借款	5,276	3,623	7,734	8,968	9,829	净利润	2,031	2,682	4,543	4,987	5,985
应付款项	10,467	13,097	12,568	16,168	18,715	少数股东损益	12	48	81	89	107
其他流动负债	3,016	1,124	2,069	1,597	1,833	归属于母公司净利润	2,019	2,635	4,462	4,898	5,879
流动负债合计	18,759	17,843	22,371	26,733	30,378						
长期借款及应付债券	4,110	10,203	7,686	8,466	8,785	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	388	687	452	509	549	盈利能力					
长期负债合计	4,498	10,889	8,138	8,975	9,334	ROE	14.4%	16.3%	22.8%	20.8%	21.2%
负债合计	23,257	28,733	30,509	35,707	39,712	毛利率	18.9%	18.7%	20.8%	22.4%	22.2%
股本	3,882	3,883	4,288	4,288	4,288	营业利润率	8.7%	8.3%	12.5%	11.4%	11.5%
股东权益	15,227	18,088	22,179	26,093	30,792	销售净利率	7.4%	7.1%	10.7%	9.8%	9.8%
负债和股东权益总计	38,484	46,821	52,688	61,801	70,504	成长能力					
						营业收入增长率	5.5%	36.4%	13.6%	19.7%	19.8%
						营业利润增长率	-1.7%	30.4%	70.2%	9.8%	20.1%
						归母净利润增长率	0.3%	30.5%	69.4%	9.8%	20.0%
						偿债能力					
						资产负债率	60.4%	61.4%	57.9%	57.8%	56.3%
						流动比	0.47	0.54	0.54	0.50	0.52
						速动比	0.38	0.63	0.42	0.39	0.39
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.47	0.61	1.04	1.14	1.37
						BVPS	3.44	4.10	5.03	5.93	7.00
						估值					
						P/E	55.8	42.8	25.3	23.0	19.2
						P/B	6.9	5.8	5.2	4.4	3.8
						P/S	4.1	3.0	2.6	2.2	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。