

增持

——维持

通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2020年08月10日
行业: 电气设备和新能源



盈利拐点确立, 下半年有望量利齐升

—2020年半年报点评

分析师: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC证书编号: S0870520010001

■ 公司动态事项

公司发布2020年半年报。2020年上半年, 公司营业总收入187.39亿元, 同比增长16.21%; 归母净利润10.10亿元, 同比下滑30.35%, 扣非后净利润9.59亿元, 同比下滑30.78%。经营性现金流10.16亿元, 同比下滑8.16%; ROE 5.02%, 同比下滑4.16个百分点。

■ 事项点评

硅料满产满销, 成本管控卓越

2020年上半年, 公司多晶硅产线满负荷生产, 产能利用率高达116%, 上半年销量4.50万吨, 同比增长97.04%。上半年, 公司硅料环节平均生产成本3.95万元/吨, 其中新产能平均生产成本3.65万元/吨, 较去年同期显著改善。受益于公司卓越的成本管控能力, 上半年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% (较2019年全年水平提升了3.3个百分点), 竞争力强。目前, 公司高纯晶硅月产量已超过8,000吨, 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, 届时将形成16-17万吨硅料产能, 巩固竞争优势。

电池片价跌拖累业绩, 大尺寸提升盈利有望改善

2020年上半年, 公司太阳能电池片及组件业务销量7.75GW, 同比增长33.75%, 实现业务收入58.43亿元, 同比增长0.22%。电池片业务贡献净利润约1.9亿元, 同比大幅下滑, 主要系上半年疫情影响下需求延后, 电池片环节整体价格跌幅较大 (30%左右) 所致。今年上半年, 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, 目前产能爬坡中。同时, 公司启动了眉山二期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。公司电池片非硅成本进一步改善, 预计今年上半年至0.2元/W以内, 高于行业平均水平。目前公司电池片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, 随着大尺寸产品占比的提升, 公司电池片非硅成本有望进一步改善。

产业链价格修复, 公司盈利有望大幅回升

随着国内竞价项目名单的发布, 下游需求复苏提速; 叠加上游硅料环节的事故频发, 以及部分高成本海外产能的陆续停产退出, 硅料端供给持续趋紧, 拉动价格上涨。据PVinfolink数据显示, 多晶硅致密

基本数据 (截至 2020 年 08 月 07 日)

报告日股价 (元)	25.60
12mth A 股价格区间 (元)	11.19-28.35
总股本 (百万股)	4287.86
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	109769.11
每股净资产 (元)	5.14

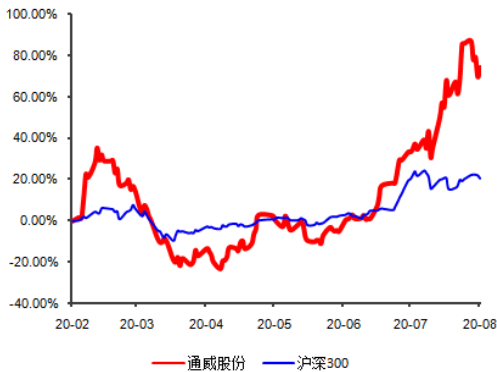
主要股东 (2020H1)

通威集团有限公司	46.61%
----------	--------

收入结构 (2019A)

饲料	44.44%
太阳能电池及组件	32.67%
多晶硅及化工	13.79%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY20-TWGF03

首次报告日期:

相关报告:

料价格已从年中的59元/kg上涨至8月初的83元/kg，涨幅超过40%。同时，由于硅料环节的化工属性，投资额较大、建设周期也较长，行业壁垒相对较高，供给或将持续趋紧，价格还有向上修复的空间。从电池片环节看，随着行业需求逐步回暖，公司电池片产品价格已较上半年低点提升10%以上，且随着下半年大尺寸产品占比的不断提升，公司电池片环节的盈利也有望持续改善。

■ 盈利预测与估值

由于下游需求复苏及硅料环节供给的扰动，公司主要产品价格出现超预期上涨，因此我们上调公司盈利预测。我们预计公司2020、2021和2022年营业收入分别为466.51亿元、573.45亿元和681.72亿元，增速分别为24.22%、22.92%和18.88%；归属于母公司股东净利润分别为38.64亿元、53.75亿元和64.54亿元，增速分别为46.66%、39.11%和20.07%；全面摊薄每股EPS分别为0.9元、1.25元和1.51元，对应PE为28.41倍、20.42倍和17.01倍。我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

全球光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，硅料和电池片价格修复不及预期、公司产能爬坡及技术进步不及预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555.12	46651.44	57344.53	68172.19
增长率(%)	36.39%	24.22%	22.92%	18.88%
归属母公司股东净利润	2634.57	3863.87	5375.05	6454.07
增长率(%)	30.51%	46.66%	39.11%	20.07%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.25	1.51
市盈率(X)	37.65	28.41	20.42	17.01

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2020年08月07日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2693	7451	12953	21519
应收和预付款项	3325	4223	4939	6159
存货	2416	2482	3453	3609
其他流动资产	918	918	918	918
长期股权投资	440	524	608	692
投资性房地产	107	90	73	56
固定资产和在建工程	28123	30125	29753	28745
无形资产和开发支出	2346	2145	1945	1744
其他非流动资产	1663	1360	1056	1056
资产总计	46821	53864	60244	69044
短期借款	3623	0	0	0
应付和预收款项	11033	14337	16585	20424
长期借款	8301	8301	8301	8301
其他负债	4167	4167	4167	4167
负债合计	28733	26806	29054	32893
股本	3883	4288	4288	4288
资本公积	5673	11268	11268	11268
留存收益	8022	10939	14997	19869
归属母公司股东权益	17577	26494	30552	35425
少数股东权益	511	564	638	726
股东权益合计	18088	27058	31190	36151
负债和股东权益合计	46821	53864	60244	69044

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2357	10840	10991	13979
投资活动产生现金流量	-4291	-5631	-3826	-3577
融资活动产生现金流量	1441	913	-1663	-1836
现金流量净额	-492	6121	5502	8566

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555	46651	57345	68172
营业成本	30536	37378	45295	53893
营业税金及附加	123	153	188	223
营业费用	975	1120	1405	1670
管理费用	1514	2799	3527	4193
财务费用	708	749	630	592
资产减值损失	-5	115	115	115
投资收益	118	84	84	84
其他收益	214	0	0	0
营业利润	3123	4422	6269	7570
营业外收支净额	28	28	28	28
利润总额	3152	4563	6365	7652
所得税	469	646	917	1110
净利润	2682	3917	5449	6542
少数股东损益	48	53	74	88
归属母公司股东净利润	2635	3864	5375	6454

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.69%	19.88%	21.01%	20.95%
EBIT/销售收入	9.78%	10.89%	11.70%	11.60%
销售净利率	7.14%	8.40%	9.50%	9.60%
ROE	14.99%	14.58%	17.59%	18.22%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.77	0.91	1.18	1.42
速动比率	0.63	0.70	0.95	1.22
总资产周转率	0.88	0.95	1.03	1.06
应收账款周转率	26.47	15.56	17.91	15.59
存货周转率	15.26	15.06	13.12	14.93

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。