万联证券 WANLIAN SECURITIES

硅料价格快速回升，光伏利润有望恢复

——通威股份（600438）跟踪报告

买入（维持）

日期：2020 年 08 月 10 日

报告关键要素：

公司发布 2020 年半年度报告，2020 年上半年实现营收 187.39 亿元，同比+16.21%；归母净利润 10.10 亿元，同比-30.35%，系疫情影响导致光伏产业链价格大幅下降。2020 Q2 实现营收 109.13 亿元，同比+9.62%；归母净利润 6.65 亿元，同比-30.63%。

投资要点：

- **营收增长稳定，电池片拉低利润率：**公司 2020 年上半年光伏业务收入 91.37 亿元，同比+11.99%；营业利润 10.50 亿元，同比-55.89%；营业利润率 11.49%，同比-17.68%；主要受电池片价格大幅下降影响。上半年电池片市场价跌幅达 16.84%。7 月，电池片价格快速回升，涨幅达 13.92%。预计下半年电池片价格会回归合理水平，公司电池片业务利润率有望得到修复。
- **硅料价格上升迅速，硅料业务景气度高：**上半年硅料销量达 4.50 万吨，同比增长 97.04%；硅料业务持续满负荷运转，产能利用率达 116%；平均生产成本持续下降，至 3.95 万元/吨；其中新产能生产成本降至 3.65 万元/吨。7 月，多晶硅价格上涨 38.3%，单晶硅片价格上涨 16.0%。下半年随着硅料价格恢复以及销量继续上升，公司高纯晶硅业务利润增长具有确定性。
- **农牧业务增速稳定：**公司 2020 上半年农牧业务收入 93.52 亿元，同比-6.4%；营业利润 12.65 亿元，同比+16.83%；营业利润率 13.52%，同比+2.69%。虽然受疫情影响，农牧业务收入有所下降，但公司通过以水产饲料为核心，优化产品结构，达到提升盈利的效果。预计下半年农牧业务需求恢复后，收入有望与去年持平，利润有望小幅上升。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到二季度末光伏市场逐渐恢复，我们上调 20 年公司业绩预期，预计 20-22 年实现归母净利润 40.69/55.54/63.40 亿元，EPS 分别为 0.95/1.30/1.48 元/股，当前股价对应 PE 分别为 27/19.8/17.3 倍，维持买入评级，六个月目标价 30 元/股。
- **风险因素：**硅料、电池片价格波动；新产能投产不及预期；异质结电池量产进度不及预期。

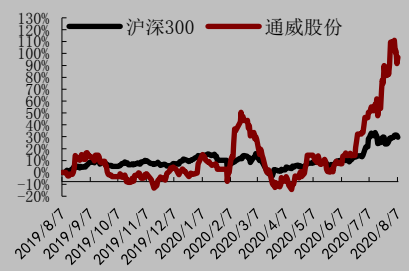
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	37,555	43,746	57,581	66,161
增长比率（%）	36.4%	16.5%	31.6%	14.9%
净利润(百万元)	2,635	4,069	5,554	6,340
增长比率(%)	30.5%	54.5%	36.5%	14.1%
每股收益(元)	0.61	0.95	1.30	1.48
市盈率(倍)	41.7	27.0	19.8	17.3

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）	25.60
总市值（亿元）	1,097.69
流通A股市值（亿元）	1,097.69

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 8 月 7 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

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

目录

1、光伏营收增长快，电池片拖累利润率.....3
2、硅料价格上升迅速，硅料业务景气度高.....3
3、电池片价格逐渐恢复，下半年公司利润可期.....4
4、投资建议.....5
5、风险提示.....5

图表 1：2015-2020 H1 通威股份营业收入.....3
图表 2：2015-2020 H1 通威股份归母净利润.....3
图表 3：2015 H1-2020 H1 通威股份营业收入.....3
图表 4：2015 H1-2020 H1 通威股份归母净利润.....3
图表 5：多晶硅硅料及单晶硅硅片价格快速回升.....4
图表 6：太阳能电池片价格逐渐修复.....5

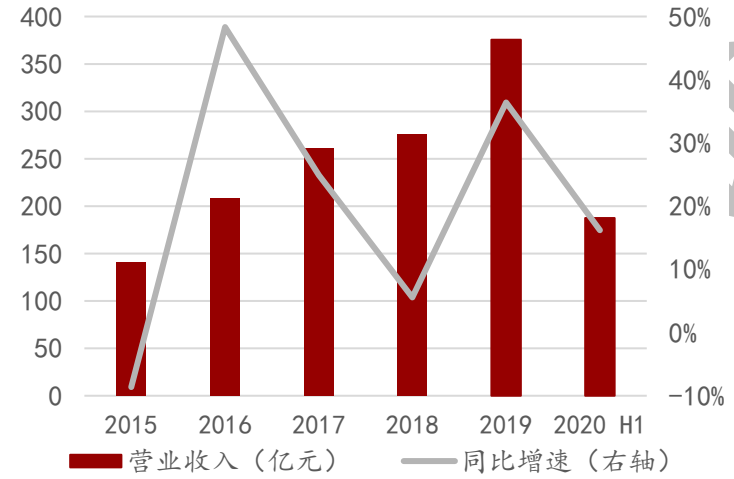
万联证券

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

1、营收增长稳定，电池片拉低利润率

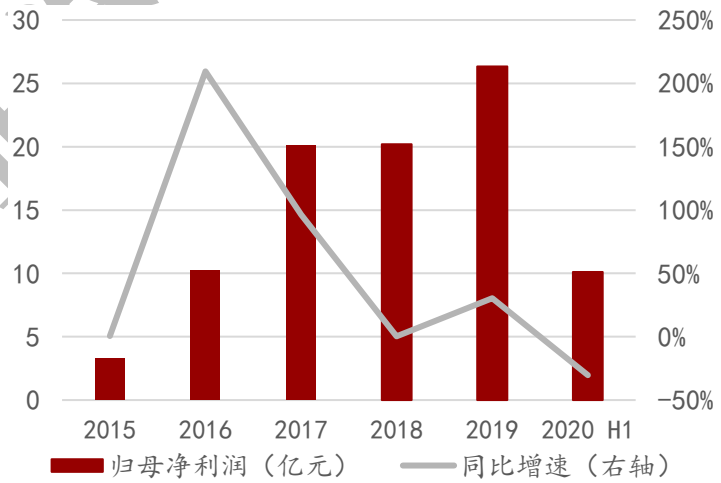
公司2020年上半年实现营业收入187.39亿元，同比增长16.21%，环比降低12.56%；净利润10.10亿元，同比降低30.35%，环比+3.24%；净利率5.39%，同比下降3.6个百分点。光伏业务受疫情影响较大，太阳能电池市场价格大幅下跌。2020年上半年，公司光伏业务收入91.37亿元，同比上升11.99%；营业利润10.50亿元，同比下降55.89%；营业利润率11.49%，同比下降17.68个百分点。虽然受疫情影响农牧业务收入有所下降，但是公司通过以水产饲料为核心优化产品结构等措施，提升盈利能力。2020年上半年农牧业务收入93.52亿元，同比下降6.4%；营业利润12.65亿元，同比上升16.83%；营业利润率13.52%，同比上升2.69个百分点。其中饲料业务收入84.87亿元，同比增长19.25%。

图表1：2015-2020H1通威股份营业收入（亿元）



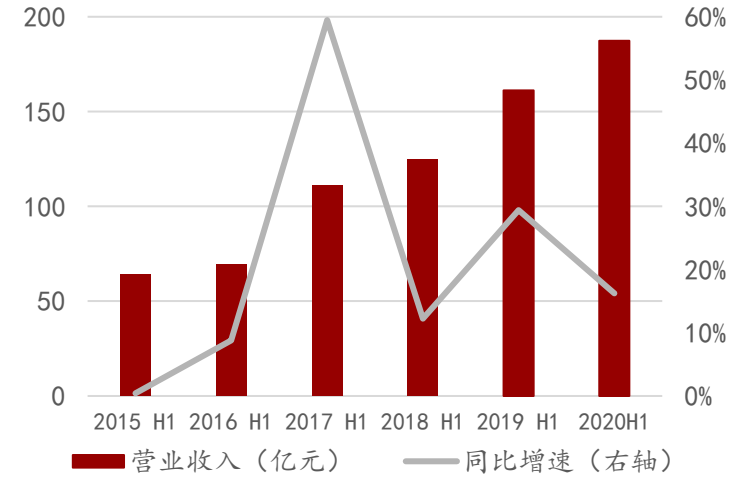
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：2015-2020H1通威股份归母净利润（亿元）



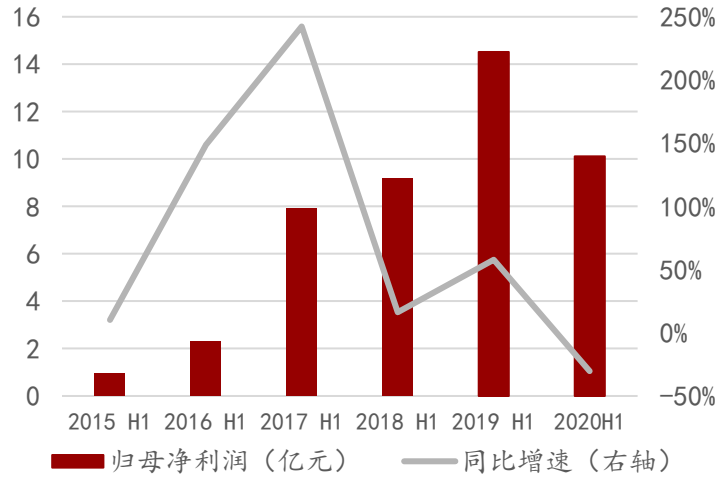
资料来源：wind，万联证券研究所

图表3：2015H1-2020H1通威股份营业收入（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：2015H1-2020H1通威股份归母净利润（亿元+）



资料来源：wind，万联证券研究所

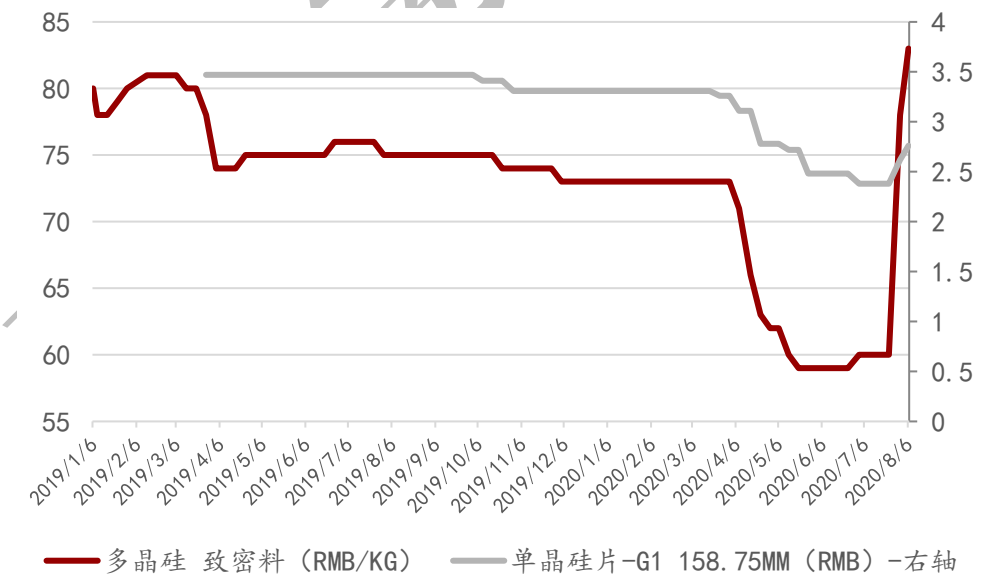
2、硅料价格上升迅速，硅料业务景气度高

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

公司2020年上半年高纯晶硅业务实现销量4.50万吨，同比增长97.04%；持续满负荷生产，产能利用率达到116%。公司生产成本持续下降，平均生产成本下降至3.95万元/吨（合39.5 元/kg），同比下降1.25%，其中新产能平均生产成本为3.65万元/吨。2020年上半年，在单晶料和多晶料均价同比下降14.4%和41.2%的情况下，公司平均毛利率保持27.70%的水平，展现了公司强大的成本控制能力。

产能方面，目前公司高纯晶硅月产量已超过8000吨，同比增长约20%。在建的乐山二期和保山一期项目将于2021年建成投产，预期新增产能超过8万吨。受疫情影响，国内部分硅料企业停工或产能维护叠加新疆硅料厂事故，导致硅料供不应求。7月硅料价格触底回升，多晶硅致密料价格由7月初的60元/公斤上涨至8月初的83元/公斤，涨幅达38.3%;单晶硅G1硅片价格由7月初的2.38元/片上涨至2.76元/片,涨幅达16.0%。下半年，得益于公司卓越的成本控制能力和硅料价格的快速上涨，硅料业务景气度有望继续走高。

图表5：多晶硅硅料及单晶硅硅片价格快速回升



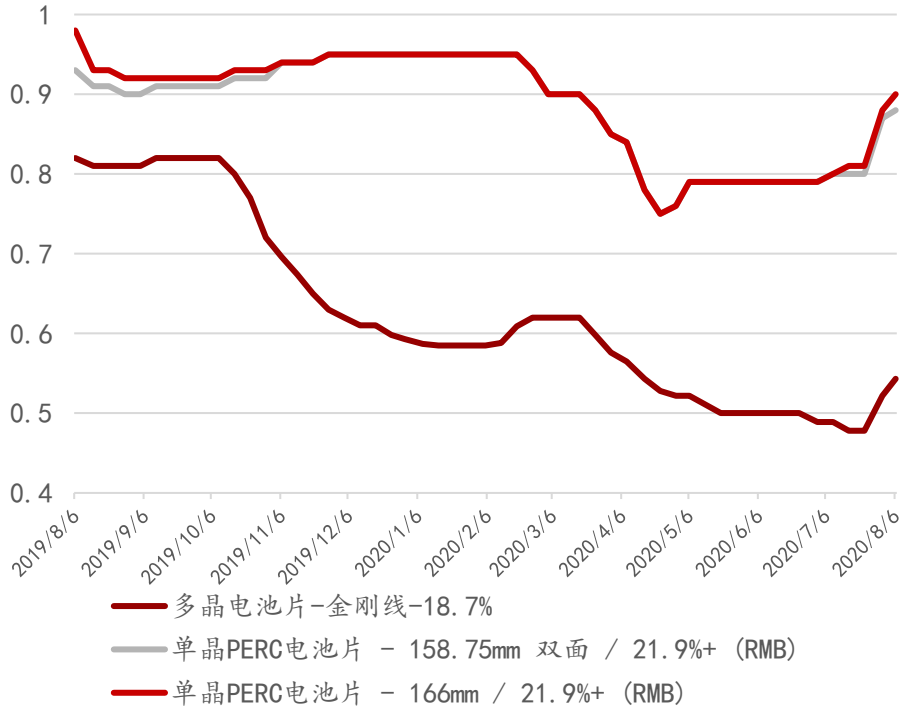
资料来源：PV Infolink，万联证券研究所

3、电池片价格逐渐恢复，下半年公司利润可期

公司2020年上半年实现电池片及组件出货量7.75GW，同比增长33.75%；电池销售收入达58.43亿元，同比增长0.22%。上半年受疫情和光伏终端需求延迟影响，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。166mm的单晶PERC电池片价格由1月初的0.95元/瓦下跌至6月末的0.79元/瓦，跌幅达16.84%。7月以来，电池片价格有所回升，166mm的单晶PERC电池片价格由7月初的0.79元/瓦上涨至8月初的0.9元/瓦，涨幅达13.92%。本轮电池片涨价主要由上游硅片原材料涨价引起，中长期来看，继续涨价的的空间有限。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

图表6：太阳能电池片价格逐渐修复



资料来源：PVInfoLink，万联证券研究所

产能方面，截至二季度末，公司电池片产能27.5GW，其中高效单晶电池24.5GW。其中，眉山一期 7.5GW的电池片项目已投产，可兼容生产 21X 及以下所有尺寸电池产品，目前处于产能爬坡阶段。此外，公司已启动了眉山二期 7.5GW 和金堂一期 7.5GW 电池片项目，预计 2021年内投产。届时，公司电池片产能规模将超过40GW。

研发方面，公司正积极开展包括HJT（异质结），PERC+等技术路线的中试和转化工作。截至2019年末，公司异质结电池转化效率已突破24.6%。

4、投资建议

考虑到二季度末光伏市场逐渐恢复，我们上调20年公司业绩预期，预计20-22年实现归母净利润40.69/55.54/63.40亿元，EPS分别为0.95/1.30/1.48元/股，当前股价对应PE分别为27/19.8/17.3倍，维持买入评级。

5、风险提示

风险因素：硅料、电池片价格波动；新产能投产不及预期；异质结电池量产进度不及预期。

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,743	18,756	29,967	40,191
货币资金	2,693	6,705	15,692	24,588
应收票据及应收账款	2,129	2,803	3,705	4,167
其他应收款	805	825	1,141	1,308
预付账款	390	397	532	619
存货	2,416	2,666	3,487	4,050
其他流动资产	5,310	5,360	5,410	5,460
非流动资产	33,078	41,166	48,333	55,203
长期股权投资	440	490	590	690
固定资产	24,534	31,976	39,051	46,365
在建工程	3,587	3,729	3,344	2,403
无形资产	1,710	2,127	2,467	2,829
其他长期资产	2,807	2,844	2,880	2,916
资产总计	46,821	59,922	78,300	95,394
流动负债	17,843	26,801	39,511	50,136
短期借款	3,623	11,623	19,623	27,623
应付票据及应付账款	8,904	9,042	12,490	14,320
预收账款	1,571	1,813	2,410	2,760
其他流动负债	3,745	4,323	4,988	5,433
非流动负债	10,889	10,889	10,889	10,889
长期借款	4,089	4,089	4,089	4,089
应付债券	4,212	4,212	4,212	4,212
其他非流动负债	2,588	2,588	2,588	2,588
负债合计	28,733	37,690	50,400	61,026
股本	3,883	3,883	3,883	3,883
资本公积	5,673	5,673	5,673	5,673
留存收益	7,181	11,250	16,805	23,144
归属母公司股东权益	17,577	21,646	27,200	33,540
少数股东权益	511	586	699	828
负债和股东权益	46,821	59,922	78,300	95,394

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,357	6,530	10,445	10,308
净利润	2,682	4,144	5,668	6,469
折旧摊销	1,996	1,979	1,777	1,854
营运资金变动	-2,962	-43	2,487	1,297
其它	642	450	514	688
投资活动现金流	-4,291	-10,037	-8,777	-8,531
资本支出	-4,137	-10,068	-8,828	-8,612
投资变动	-61	-50	-100	-100
其他	-93	81	152	182
筹资活动现金流	1,441	7,519	7,319	7,119
银行借款	16,467	8,000	8,000	8,000
债券融资	0	0	0	0
股权融资	48	0	0	0
其他	-15,075	-481	-681	-881
现金净增加额	-485	4,012	8,988	8,896
期初现金余额	2,428	2,693	6,705	15,692
期末现金余额	1,943	6,705	15,692	24,588

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,555	43,746	57,581	66,161
营业成本	30,536	34,518	45,381	52,355
营业税金及附加	123	144	190	218
销售费用	975	1,094	1,382	1,522
管理费用	1,514	1,706	2,188	2,448
研发费用	1,001	1,181	1,555	1,720
财务费用	708	461	631	763
资产减值损失	-5	-124	-70	-78
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	118	131	202	232
资产处置收益	140	22	29	33
营业利润	3,123	4,890	6,674	7,619
营业外收入	42	15	20	20
营业外支出	14	13	14	14
利润总额	3,152	4,892	6,680	7,625
所得税	469	748	1,013	1,156
净利润	2,682	4,144	5,668	6,469
少数股东损益	48	75	113	129
归属母公司净利润	2,635	4,069	5,554	6,340
EBITDA	5,402	7,082	8,662	9,752
EPS（元）	0.61	0.95	1.30	1.48

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	36.4%	16.5%	31.6%	14.9%
营业利润	30.4%	56.6%	36.5%	14.2%
归属于母公司净利润	30.5%	54.5%	36.5%	14.1%
获利能力				
毛利率	18.7%	21.1%	21.2%	20.9%
净利率	7.1%	9.5%	9.8%	9.8%
ROE	15.0%	18.8%	20.4%	18.9%
ROIC	9.3%	10.0%	10.3%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	61.4%	62.9%	64.4%	64.0%
净负债比率	57.4%	64.6%	47.9%	36.3%
流动比率	0.77	0.70	0.76	0.80
速动比率	0.61	0.59	0.66	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.73	0.74	0.69
应收账款周转率	22.46	24.14	23.47	23.51
存货周转率	12.64	12.95	13.02	12.93
每股指标（元）				
每股收益	0.61	0.95	1.30	1.48
每股经营现金流	0.55	1.52	2.44	2.40
每股净资产	4.10	5.05	6.34	7.82
估值比率				
P/E	41.66	26.98	19.76	17.31
P/B	6.25	5.07	4.04	3.27
EV/EBITDA	11.36	16.06	13.02	11.47

资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)

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。

万联证券

免责条款

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

万联证券版权所有,发送给银华基金(公共邮箱:news@yhfund.com.cn)