2020 年 08 月 10 日
公司研究●证券研究报告

通威股份（600438.SH）

公司快报

中报业绩符合预期，下半年受益于上游涨价

投资要点

- **事件：**8 月 7 日，公司发布 2020 年半年度报告，2020 年上半年实现营业收入 187.4 亿元，同比增长 16%；归母净利润 10.1 亿元，同比下降 30%；毛利率 16.4%，同比下降 5.6pct。2020 年 Q2 实现营业收入 109.1 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 6.7 亿元，同比减少 31%；毛利率 16.0%，同比下降 5.8pct。
- **饲料业务稳步增长，光伏业绩符合预期：**公司上半年饲料业务实现收入 84.9 亿元，同比增长 19%，实现销量 233.3 万吨，同比增长 15%。高纯晶硅实现收入 27.8 亿元，实现销量 4.5 万吨，同比增长 97%，平均毛利率 27.7%。太阳能电池及组件业务实现营收 58.43 亿元，同比增长 0.2%，实现销量 7.8GW，同比增长 34%。
- **期间费用率持续下降：**公司 2020 年上半年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.4%、3.5%、2.5%、1.6%，同比分别下降 0.3pct、0.2pct、0.4pct、0.5pct。Q2 期间费用率合计 8.7%，同比下降 1.6pct，环比下降 2.9pct。
- **优质产能持续投放，有望巩固领先优势：**公司乐山二期和保山一期高纯晶硅项目预计将于 2021 年投产，合计贡献超 8 万吨产能，有望进一步扩大公司高纯晶硅的竞争优势。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 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目，预计将于 2021 年内投产，届时公司太阳能电池产能规模将超过 40GW。
- **投资建议：**考虑到近期产业链价格上涨超预期，上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 38.0 亿元、45.5 亿元、57.0 亿元，维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示：**全球需求恢复不及预期；产业链价格下滑超预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	46,466	60,090	73,361
YoY(%)	5.5	36.4	23.7	29.3	22.1
净利润(百万元)	2,019	2,635	3,796	4,548	5,699
YoY(%)	0.3	30.5	44.1	19.8	25.3
毛利率(%)	18.9	18.7	19.9	18.3	17.9
EPS(摊薄/元)	0.47	0.61	0.89	1.06	1.33
ROE(%)	13.3	14.8	18.1	18.4	19.2
P/E(倍)	54.4	41.7	28.9	24.1	19.3
P/B(倍)	7.4	6.6	5.5	4.7	3.9
净利率(%)	7.3	7.0	8.2	7.6	7.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

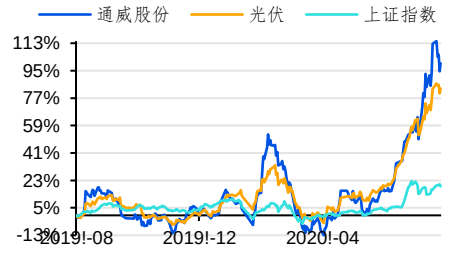
电力设备 | 光伏 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-07)	25.60 元

交易数据

总市值（百万元）	109,769.11
流通市值（百万元）	109,769.11
总股本（百万股）	4,287.86
流通股本（百万股）	4,287.86
12 个月价格区间	11.19/28.35 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	32.03	57.49	74.35
绝对收益	29.23	73.33	95.23

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

报告联系人 宇文甸
yuwendian@huajinsc.cn

相关报告

通威股份：成本优势显著，静待落后产能出清 2020-04-21

通威股份：硅料电池，两翼齐飞 2020-02-14

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	16397	18022	20166
现金	3412	2693	3717	3004	3668
应收票据及应收账款	2217	2129	3034	3643	4508
预付账款	228	390	385	601	602
存货	1586	2416	3099	4172	4751
其他流动资产	1302	6116	6163	6602	6637
非流动资产	29739	33078	38612	47066	54444
长期投资	282	440	688	936	1184
固定资产	16767	24536	29342	36757	43328
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264
其他非流动资产	11297	6392	6664	7253	7667
资产总计	38484	46821	55009	65088	74610
流动负债	18759	17843	23736	31066	36937
短期借款	5276	3623	6029	8781	13165
应付票据及应付账款	6304	8904	11217	14614	15502
其他流动负债	7179	5317	6490	7671	8271
非流动负债	**4498**	**10889**	**9652**	**8542**	**7183**
长期借款	690	8301	7064	5954	4595
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588
负债合计	23257	28733	33388	39609	44120
少数股东权益	489	511	565	635	720
股本	3882	3883	4288	4288	4288
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673
留存收益	5168	7181	9933	13250	17399
归属母公司股东权益	14738	17577	21056	24844	29770
负债和股东权益	38484	46821	55009	65088	74610

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3100	2357	7850	10086	9821
净利润	2031	2682	3850	4618	5784
折旧摊销	1218	1996	2017	2612	3311
财务费用	316	708	839	870	952
投资损失	-76	-118	-90	-90	-90
营运资金变动	89	-2962	1234	2076	-136
其他经营现金流	-479	52	0	0	0
投资活动现金流	-6442	-4291	-7462	-10975	-10599
筹资活动现金流	3277	1441	-5393	-2576	-2942
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.89	1.06	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.55	1.83	2.35	2.29
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.90	4.62	5.50	6.65

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27535	37555	46466	60090	73361
营业成本	22327	30536	37224	49079	60231
营业税金及附加	111	123	139	221	262
营业费用	863	975	1069	1262	1394
管理费用	1039	1514	1673	2103	2494
研发费用	598	1001	929	1082	1174
财务费用	316	708	839	870	952
资产减值损失	47	-5	120	120	120
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	76	118	90	90	90
营业利润	2395	3123	4563	5442	6823
营业外收入	16	42	34	37	36
营业外支出	13	14	14	14	14
利润总额	2398	3152	4583	5465	6845
所得税	367	469	733	847	1061
税后利润	2031	2682	3850	4618	5784
少数股东损益	12	48	53	70	85
归属母公司净利润	2019	2635	3796	4548	5699
EBITDA	3947	5888	7114	8707	10961

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	36.4	23.7	29.3	22.1
营业利润(%)	-1.7	30.4	46.1	19.3	25.4
归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	44.1	19.8	25.3
获利能力					
毛利率(%)	18.9	18.7	19.9	18.3	17.9
净利率(%)	7.3	7.0	8.2	7.6	7.8
ROE(%)	13.3	14.8	18.1	18.4	19.2
ROIC(%)	8.9	10.0	11.3	11.8	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	61.4	60.7	60.9	59.1
流动比率	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	15.3	17.3	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	4.9	4.0	3.7	3.8	4.0
估值比率					
P/E	54.4	41.7	28.9	24.1	19.3
P/B	7.4	6.6	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	29.9	20.9	17.4	14.5	11.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn