业绩符合预期，看好周期反转量价齐升

——通威股份（600438.SH）2020 年中报点评

公司点评

● **事件：20H1 归母净利润 10.1 亿元，同比-30.35%**

20H1 营业收入 187.39 亿元，同比+16.21%，归母净利润 10.1 亿元，同比-30.35%，扣非后归母净利润 9.59 亿元，同比-30.78%。20H1 毛利率 16.42%，同比-5.59 pct。

2020Q2 营业收入 109.13 亿元，同比+9.62%，环比+39.47%，归母净利润 6.66 亿元，同比-30.63%，环比+93.34%，扣非后归母净利润 6.43 亿元，同比-29.42%，环比+103.38%。Q2 毛利率 16.03%，同比-5.83 pct，环比-0.94 pct。

● **上半年业绩基本符合预期**

上半年业绩同比下滑，主要原因系上半年光伏行业受疫情影响，主要产品硅料、电池片价格下滑严重。

硅料：持续满负荷生产，上半年销量 4.5 万吨（同比+97.04%），上半年多晶硅价格下滑（单晶料、多晶料同比分别-14.4%、-41.2%），影响多晶硅业务盈利。电池组件：20H1 营收 58.34 亿元，同比+0.22%，电池及组件销量 7.75GW，同比+33.75%。饲料：20H1 营收 84.87 亿元，同比+19.25，饲料销量 223.29 万吨，同比+14.95%。

● **下半年周期反转，硅料、电池片迎来量价齐升**

下半年光伏需求持续超预期。海外疫情影响边际减弱、疫情后加大投资，国内下半年 26GW 竞价项目推动下半年需求高峰。预计全年新增装机 128GW（国内 45GW，海外 83GW），同比+14.6%，考虑到上半年疫情影响，已属于高增速。产业链涨价潮映证需求旺盛，

从供需格局看，硅料仍是最优板块。两家企业事故、安监要求检修自查叠加新疆地区疫情，下半年硅料持续紧缺，价格有持续上涨空间。从供给来看，硅料洗牌已较为充分，叠加硅料扩产周期长，短期内供给不会有大幅增加。通威硅料产能位于四川和内蒙，量价齐升受益最明显。

电池片高效大尺寸溢价进一步突出。下半年高效大尺寸产品紧缺，龙头企业受益明显，在价格传导过程中单位盈利进一步增加。

● **盈利预测及投资建议**

公司硅料和电池片龙头地位进一步稳固，随着产品上涨及新产能投放带来的成本下降，公司盈利能力进一步提升。由于价格变化较大，调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 40.18(+10.6)、48.59(+13.21)、59.6(+16.08)亿元，对应 PE 分别为 27.3\22.6\18.46 倍。维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**光伏需求不及预期，产品价格下跌超过预期

财务摘要和估值指标

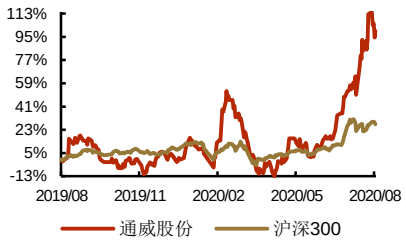
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	46,400	55,885	63,484
增长率(%)	5.5	36.4	23.6	20.4	13.6
净利润(百万元)	2,019	2,635	4,018	4,859	5,960
增长率(%)	0.3	30.5	52.5	20.9	22.7
毛利率(%)	18.9	18.7	20.7	20.6	21.1
净利率(%)	7.3	7.0	8.7	8.7	9.4
ROE(%)	13.3	14.8	18.9	19.1	19.4
EPS(摊薄/元)	0.47	0.61	0.94	1.13	1.39
P/E(倍)	54.4	41.7	27.3	22.6	18.4
P/B(倍)	7.4	6.6	5.5	4.5	3.7

强烈推荐（维持评级）

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

市场数据	时间 2020.08.07
收盘价(元):	25.6
一年最低/最高(元):	11.19/28.35
总股本(亿股):	42.88
总市值(亿元):	1,097.69
流通股本(亿股):	42.88
流通市值(亿元):	1,097.69
近 3 月换手率:	119.12%

股价一年走势



相关报告

《短期疫情影响电池片业绩，长期硅料、电池片双龙头地位不改》2020-04-21

《2020-2023 发展规划发布，多晶硅与电池片龙头再出发》2020-02-12

《电池片价格下滑拖累业绩，整体盈利能力有望修复》2019-10-24

《产能释放助推龙头地位稳固，成本优势依旧领先》2019-08-14

《业绩符合预期，新产能逐步释放》2019-04-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**8745**	**13743**	**13952**	**16161**	**16843**
现金	3412	2693	1771	2526	2634
应收票据及应收账款合计	2217	2129	3240	3227	4119
其他应收款	535	805	850	1144	1121
预付账款	228	390	374	546	499
存货	1586	2416	2407	3408	3160
其他流动资产	768	5310	5310	5310	5310
非流动资产	**29739**	**33078**	**36902**	**41413**	**44398**
长期投资	282	440	633	834	1042
固定资产	16767	24536	27582	31184	33582
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264
其他非流动资产	11297	6392	6769	7276	7509
资产总计	**38484**	**46821**	**50854**	**57574**	**61242**
流动负债	**18759**	**17843**	**19460**	**23302**	**23224**
短期借款	5276	3623	3623	3623	3623
应付票据及应付账款合计	6304	8904	9424	12675	12284
其他流动负债	7179	5317	6413	7004	7317
非流动负债	**4498**	**10889**	**9567**	**8156**	**6573**
长期借款	690	8301	6979	5568	3985
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588
负债合计	**23257**	**28733**	**29027**	**31458**	**29797**
少数股东权益	489	511	549	607	675
股本	3882	3883	4288	4288	4288
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673
留存收益	5168	7181	10027	13482	17736
归属母公司股东权益	14738	17577	21278	25509	30770
负债和股东权益	**38484**	**46821**	**50854**	**57574**	**61242**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3100**	**2357**	**6368**	**10038**	**8412**
净利润	2031	2682	4055	4918	6028
折旧摊销	1218	1996	2057	2473	2894
财务费用	316	708	481	462	343
投资损失	-76	-118	-78	-81	-88
营运资金变动	89	-2962	-116	2304	-714
其他经营现金流	-479	52	-30	-38	-51
投资活动现金流	**-6442**	**-4291**	**-5773**	**-6866**	**-5739**
资本支出	7124	4208	3631	4311	2776
长期投资	527	-59	-193	-217	-209
其他投资现金流	1210	-142	-2335	-2772	-3172
筹资活动现金流	**3277**	**1441**	**-1517**	**-2417**	**-2565**
短期借款	1263	-1653	0	0	0
长期借款	-318	7611	-1323	-1411	-1583
普通股增加	0	0	405	0	0
资本公积增加	13	-40	0	0	0
其他筹资现金流	2320	-4477	-600	-1007	-981
现金净增加额	**-62**	**-485**	**-922**	**755**	**108**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**27535**	**37555**	**46400**	**55885**	**63484**
营业成本	22327	30536	36802	44376	50118
营业税金及附加	111	123	152	183	208
营业费用	863	975	1205	1451	1649
管理费用	1039	1514	1870	2253	2559
研发费用	598	1001	1236	1489	1692
财务费用	316	708	481	462	343
资产减值损失	47	-5	83	103	83
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
其他收益	90	214	95	119	130
投资净收益	76	118	78	81	88
营业利润	**2395**	**3123**	**4775**	**5807**	**7102**
营业外收入	16	42	52	32	36
营业外支出	13	14	15	14	14
利润总额	**2398**	**3152**	**4811**	**5825**	**7123**
所得税	367	469	755	908	1095
净利润	**2031**	**2682**	**4055**	**4918**	**6028**
少数股东损益	12	48	37	58	68
归属母公司净利润	**2019**	**2635**	**4018**	**4859**	**5960**
EBITDA	3879	5834	7273	8660	10317
EPS（元）	0.47	0.61	0.94	1.13	1.39

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	36.4	23.6	20.4	13.6
营业利润(%)	-1.7	30.4	52.9	21.6	22.3
归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	52.5	20.9	22.7
获利能力					
毛利率(%)	18.9	18.7	20.7	20.6	21.1
净利率(%)	7.3	7.0	8.7	8.7	9.4
ROE(%)	13.3	14.8	18.9	19.1	19.4
ROIC(%)	10.8	11.4	13.8	15.4	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	61.4	57.1	54.6	48.7
净负债比率(%)	51.4	70.9	60.8	42.5	30.0
流动比率	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
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	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	15.3	17.3	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.94	1.13	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	0.14	1.49	2.34	1.96
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.90	4.67	5.66	6.88
估值比率					
P/E	54.4	41.7	27.3	22.6	18.4
P/B	7.4	6.6	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA	30.4	21.1	17.0	14.0	11.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/