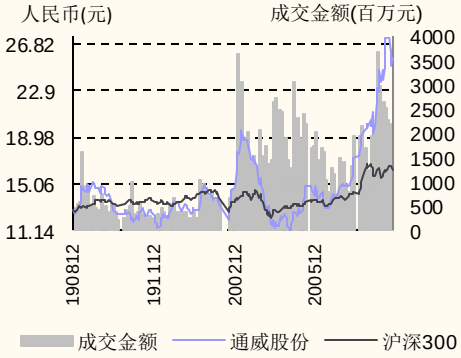
新能源与汽车研究部

# 通威股份 (600438.SH) 买入（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）：25.60 元
目标价格（人民币）：32.00 元

**市场数据(人民币)**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 42.88 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 42.88 |
| 总市值(亿元) | 1,097.69 |
| 年内股价最高最低(元) | 27.47/19.21 |
| 沪深 300 指数 | 4708 |
| 上证指数 | 3354 |




**相关报告**

1.《景气波动促行业洗牌，静待硅料电池盈利回暖-通威股份 2019&...》，2020.4.21
2.《拥成本优势坚定扩产，稳坐硅料电池龙头宝座-通威扩产规划点评》，2020.2.12
3.《光伏业务盈利低点已过，量利齐升重回高增长-通威股份 2019Q...》，2019.10.25
4.《高效新产能释放助业绩高增长，产品价格触底回升将带动盈利能力回...》，2019.8.15

**姚遥** 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

## 盈利能力回归，硅料电池高景气中释放大弹性

*公司基本情况(人民币)*

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 摊薄每股收益(元) | 0.520 | 0.679 | 1.002 | 1.284 | 1.638 |
| 每股净资产(元) | 3.80 | 4.53 | 5.53 | 6.78 | 8.43 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.80 | 0.60 | 2.73 | 2.47 | 3.05 |
| 市盈率(倍) | 15.92 | 19.35 | 25.55 | 19.94 | 15.63 |
| 净利润增长率(%) | 0.33% | 30.51% | 63.07% | 28.17% | 27.55% |
| 净资产收益率(%) | 13.70% | 14.99% | 20.03% | 20.91% | 21.45% |
| 总股本(百万股) | 3,882 | 3,883 | 4,288 | 4,288 | 4,288 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司发布 2020 半年报，2019 年收入 187 亿元，同比增长 16%，净利润 10 亿元，同比下滑 30%；其中 2020Q2 收入 109 亿元，环比 Q1 增长 39%，净利润 6.66 亿元，环比 Q1 增长 94%，符合市场预期。

### 经营分析

- **上半年受疫情外部影响利润承压，然“内功修炼”仍卓有成效：**因先后受到国内、海外疫情影响，公司光伏板块核心业务硅料、电池片价格上半年持续走低（同比降幅分别约 15%和 30%），公司作为对应产业链环节中的成本绝对领先企业，都一度迫近盈亏线附近，也预示着这一状态不可能长期持续。尽管如此，公司在上半年仍苦练内功：硅料继续满负荷生产（产能利用率达 116%，目前单月产能超过 8000 吨），且单晶料占比提升至 91%（目前已超过 95%），销量 4.5 万吨（同比+97%），成本则继续稳步下降；电池片销量 7.75GW（同比+34%），PERC 平均效率已达到 22.5%+，最优产线量产平均效率超过 23%。上半年光伏业务内功修炼的成果，为下半年景气复苏中的盈利弹性释放打下坚实基础。同时公司饲料业务收入也实现了 19%增长。
- **行业景气回暖叠加预期外硅料供给收缩，硅料电池业务释放强大盈利弹性：**7 月新疆两起硅料生产事故叠加当地疫情反复，令短时间内硅料供给收缩近 20%，叠加下半年国内抢装需求释放、海外需求加速复苏、产业链库存策略变化，推动供给刚性的硅料、以及第三方电池片价格出现连续快速上涨，展现出景气周期向上中该两项产业链环节极强的盈利弹性，我们测算当前时点公司硅料、电池片单位净利或分别高达 2.5 万元/吨和 0.1 元/W，且从目前行业供需关系看，这一盈利水平有望至少在今年下半年基本维持。
- **高壁垒重资产硅料环节值得较高盈利中枢，独立电池环节有长期存在价值：**我们认为，硅料环节因其高壁垒、重资产、高危险性等属性，理应享有产业链中相对较高的盈利中枢，2018 年以来硅料持续景气低迷压制了行业扩产冲动，今年的突发性供需失衡触发盈利暴力回归，考虑到未来一年内仍无新产能投产（存量有一定爬坡空间），我们预计硅料价格有望维持相对高位；尽管一体化组件企业正普遍加大电池产能投资，但考虑到整体需求增长、组件厂控制开工率波动的诉求、以及电池技术的持续变化，独立电池片厂商仍将有长期存在价值，尽管盈利波动可能较大（但仍需遵循合理盈利中枢）。

### 盈利调整与投资建议

- 因产品涨价超预期，且中期景气展望乐观，我们上调公司 2020-22E 净利润预期至 43(+53%)，55(+36%)，70(+32%)亿元，对应 EPS 分别为 1.00，1.28，1.64 元，维持“买入”评级，目标价 32 元，对应 25 倍 2021PE。

**风险提示：**疫情超预期恶化，产品价格表现不及预期，国际贸易环境恶化。

## 附录：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **26,089** | **27,535** | **37,555** | **46,636** | **56,769** | **69,341** |
| 增长率 | | *5.5%* | *36.4%* | *24.2%* | *21.7%* | *22.1%* |
| 主营业务成本 | -21,024 | -22,327 | -30,536 | -37,080 | -45,097 | -55,154 |
| *% 销售收入* | *80.6%* | *81.1%* | *81.3%* | *79.5%* | *79.4%* | *79.5%* |
| 毛利 | 5,066 | 5,208 | 7,019 | 9,556 | 11,671 | 14,186 |
| *% 销售收入* | *19.4%* | *18.9%* | *18.7%* | *20.5%* | *20.6%* | *20.5%* |
| 营业税金及附加 | -104 | -111 | -123 | -145 | -176 | -215 |
| *% 销售收入* | *0.40%* | *0.40%* | *0.33%* | *0.31%* | *0.31%* | *0.31%* |
| 营业费用 | -830 | -863 | -975 | -1,119 | -1,362 | -1,664 |
| *% 销售收入* | *3.2%* | *3.1%* | *2.6%* | *2.4%* | *2.4%* | *2.4%* |
| 管理费用 | -1,551 | -1,039 | -1,514 | -1,632 | -1,987 | -2,427 |
| *% 销售收入* | *5.9%* | *3.8%* | *4.0%* | *3.5%* | *3.5%* | *3.5%* |
| 息税前利润（EBIT） | 2,581 | 3,195 | 4,407 | 5,760 | 7,196 | 8,880 |
| *% 销售收入* | *9.9%* | *11.6%* | *11.7%* | *12.4%* | *12.7%* | *12.8%* |
| 财务费用 | -157 | -316 | -708 | -679 | -794 | -679 |
| *% 销售收入* | *0.6%* | *1.1%* | *1.9%* | *1.5%* | *1.4%* | *1.0%* |
| 资产减值损失 | -103 | -47 | -5 | -87 | -47 | -73 |
| 公允价值变动收益 | 2 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 53 | 76 | 118 | 150 | 200 | 200 |
| *% 税前利润* | *2.2%* | *3.1%* | *3.8%* | *2.9%* | *3.0%* | *2.4%* |
| 营业利润 | 2,437 | 2,395 | 3,123 | 5,144 | 6,555 | 8,329 |
| *营业利润率* | *9.3%* | *8.7%* | *8.3%* | *11.0%* | *11.5%* | *12.0%* |
| 营业外收支 | 6 | 3 | 28 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | **2,442** | **2,398** | **3,152** | **5,149** | **6,560** | **8,334** |
| *利润率* | *9.4%* | *8.7%* | *8.4%* | *11.0%* | *11.6%* | *12.0%* |
| 所得税 | -401 | -367 | -469 | -772 | -984 | -1,250 |
| *所得税率* | *16.4%* | *15.3%* | *14.9%* | *15.0%* | *15.0%* | *15.0%* |
| 净利润 | 2,041 | 2,031 | 2,682 | 4,376 | 5,576 | 7,084 |
| 少数股东损益 | 29 | 12 | 48 | 80 | 70 | 60 |
| **归属于母公司的净利** | **2,012** | **2,019** | **2,635** | **4,296** | **5,506** | **7,024** |
| *净利率* | *7.7%* | *7.3%* | *7.0%* | *9.2%* | *9.7%* | *10.1%* |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 2,041 | 2,031 | 2,682 | 4,376 | 5,576 | 7,084 |
| 少数股东损益 | 29 | 12 | 48 | 80 | 70 | 60 |
| 非现金支出 | 1,072 | 1,265 | 2,001 | 2,559 | 3,310 | 3,807 |
| 非经营收益 | 180 | 316 | 594 | 439 | 631 | 534 |
| 营运资金变动 | -378 | -512 | -2,962 | 3,209 | 83 | 435 |
| **经营活动现金净流** | **2,916** | **3,100** | **2,314** | **10,583** | **9,601** | **11,859** |
| 资本开支 | -4,307 | -7,095 | -4,137 | -14,616 | -5,976 | -6,042 |
| 投资 | 138 | 585 | -61 | -11 | -11 | -11 |
| 其他 | 182 | 68 | -93 | 150 | 200 | 200 |
| **投资活动现金净流** | **-3,988** | **-6,442** | **-4,291** | **-14,477** | **-5,787** | **-5,853** |
| 股权募资 | 171 | 92 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 997 | 4,771 | 4,116 | 7,470 | -2,369 | -2,858 |
| 其他 | -937 | -1,582 | -2,716 | -1,139 | -1,466 | -1,360 |
| **筹资活动现金净流** | **231** | **3,280** | **1,448** | **6,331** | **-3,835** | **-4,218** |
| **现金净流量** | **-841** | **-62** | **-528** | **2,437** | **-21** | **1,788** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2,923 | 3,412 | 2,693 | 5,130 | 5,109 | 6,897 |
| 应收款项 | 1,648 | 2,751 | 2,935 | 3,682 | 4,319 | 5,264 |
| 存货 | 1,768 | 1,586 | 2,416 | 3,017 | 3,651 | 4,443 |
| 其他流动资产 | 1,045 | 996 | 1,308 | 1,300 | 1,329 | 1,443 |
| 流动资产 | 7,384 | 8,745 | 13,743 | 13,129 | 14,408 | 18,047 |
| *% 总资产* | *28.9%* | *22.7%* | *29.4%* | *22.5%* | *23.1%* | *26.4%* |
| 长期投资 | 397 | 523 | 547 | 558 | 568 | 579 |
| 固定资产 | 13,734 | 25,134 | 28,277 | 39,641 | 42,498 | 44,875 |
| *% 总资产* | *53.8%* | *65.3%* | *60.4%* | *68.0%* | *68.2%* | *65.7%* |
| 无形资产 | 2,368 | 2,633 | 2,953 | 3,509 | 3,434 | 3,363 |
| 非流动资产 | 18,165 | 29,739 | 33,078 | 45,180 | 47,906 | 50,210 |
| *% 总资产* | *71.1%* | *77.3%* | *70.6%* | *77.5%* | *76.9%* | *73.6%* |
| **资产总计** | **25,548** | **38,484** | **46,821** | **58,309** | **62,314** | **68,258** |
| 短期借款 | 4,237 | 6,785 | 4,765 | 7,394 | 4,485 | 1,101 |
| 应付款项 | 4,165 | 8,078 | 11,033 | 10,927 | 12,084 | 14,016 |
| 其他流动负债 | 894 | 3,896 | 2,045 | 2,350 | 2,611 | 3,016 |
| 流动负债 | 9,297 | 18,759 | 17,843 | 20,671 | 19,180 | 18,133 |
| 长期贷款 | 1,008 | 690 | 4,089 | 5,089 | 5,589 | 6,089 |
| 其他长期负债 | 1,539 | 3,808 | 6,800 | 10,504 | 10,546 | 10,573 |
| **负债** | **11,843** | **23,257** | **28,733** | **36,264** | **35,314** | **34,795** |
| **普通股股东权益** | 13,339 | 14,738 | 17,577 | 21,454 | 26,339 | 32,741 |
| 少数股东权益 | 366 | 489 | 511 | 591 | 661 | 721 |
| **负债股东权益合计** | **25,548** | **38,484** | **46,821** | **58,309** | **62,314** | **68,258** |

**比率分析**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 0.518 | 0.520 | 0.679 | 1.002 | 1.284 | 1.638 |
| 每股净资产 | 3.436 | 3.796 | 4.527 | 5.525 | 6.784 | 8.432 |
| 每股经营现金净流 | 0.751 | 0.798 | 0.596 | 2.726 | 2.473 | 3.054 |
| 每股股利 | 0.080 | 0.160 | 0.160 | 0.160 | 0.160 | 0.160 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 15.08% | 13.70% | 14.99% | 20.03% | 20.91% | 21.45% |
| 总资产收益率 | 7.88% | 5.25% | 5.63% | 7.37% | 8.84% | 10.29% |
| 投入资本收益率 | 11.37% | 9.67% | 9.26% | 11.45% | 13.51% | 15.45% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 24.92% | 5.54% | 36.39% | 24.18% | 21.73% | 22.15% |
| EBIT增长率 | 97.03% | 0.66% | 31.14% | 69.08% | 24.93% | 23.41% |
| 净利润增长率 | 96.35% | 0.33% | 30.51% | 63.07% | 28.17% | 27.55% |
| 总资产增长率 | 19.39% | 50.63% | 21.66% | 24.54% | 6.87% | 9.54% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 9.6 | 13.0 | 13.8 | 13.0 | 12.0 | 12.0 |
| 存货周转天数 | 27.3 | 27.4 | 23.9 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 应付账款周转天数 | 30.3 | 49.0 | 46.2 | 65.0 | 55.0 | 50.0 |
| 固定资产周转天数 | 170.6 | 222.3 | 238.5 | 274.3 | 243.1 | 211.0 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 16.95% | 26.69% | 57.35% | 70.61% | 48.80% | 25.42% |
| EBIT利息保障倍数 | 16.4 | 8.2 | 4.8 | 8.5 | 9.1 | 13.1 |
| 资产负债率 | 46.36% | 60.43% | 61.37% | 62.19% | 56.67% | 50.98% |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|---|---|---|---|---|---|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 29 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **评分** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **1.09** |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 2019-01-23 | 买入 | 9.31 | 11.60 |
| 2 | 2019-04-02 | 买入 | 13.38 | 16.50 |
| 3 | 2019-04-18 | 买入 | 13.83 | 16.80 |
| 4 | 2019-07-05 | 买入 | 13.86 | 17.20 |
| 5 | 2019-08-15 | 买入 | 12.80 | 15.40 |
| 6 | 2019-10-25 | 买入 | 12.25 | 17.28 |
| 7 | 2020-02-12 | 买入 | 14.90 | 17.64 |
| 8 | 2020-04-21 | 买入 | 12.75 | N/A |

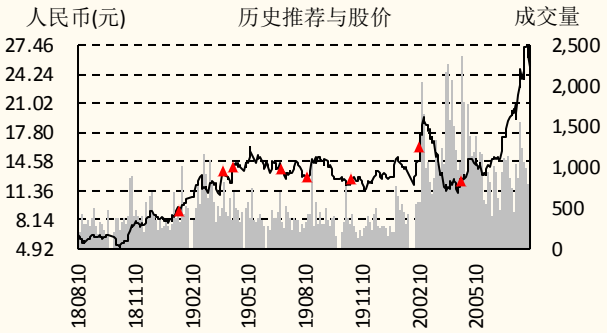
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持




**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH