证券研究报告

公司研究——事项点评

通威股份（600438.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2019.10.25

程　远　行业分析师
执业编号：S1500519100002
联系电话：（010）83326755
邮箱：chengyuan1@cindasc.com

陈　磊　研究助理
联系电话：+86 10 83326713
邮箱：chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

盈利触底有望回升，2020H2 量利齐增

2020 年 8 月 9 日

事件：公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年公司实现营收 187.39 亿元，同比增长 16.21%；归母净利 10.10 亿元，同比下降 30.35%，毛利率 16.42%，同比下降 5.59ppt。基本每股收益 0.2473 元/股，同比下降 33.82%。

2020 年第二季度，公司实现营收 109.13 亿元，同比增长 9.62%，环比增长 39.47%；归母净利 6.66 亿元，同比下降 30.63%，环比增长 93.34%；毛利率 16.03%，同比下降 5.83ppt，环比下降 0.94ppt。

点评：

- **硅料持续放量，成本进一步优化**。2020 年上半年，公司实现硅料销量 4.5 万吨，同比增长 97.04%，持续满负荷生产。产能利用率达 116%，其中单晶占比 90.86%（截至目前单晶料占比已达 95%以上）。同时，公司持续优化硅料生产成本，2020H1 硅料平均生产成本 3.95 万元/吨（较 2019 全年平均降 0.38 万元/吨），新产能平均生产成本 3.65 万元/吨。2020H1 受终端需求较弱影响，硅料价格下行，对公司盈利产生一定影响。7 月以来供给端受新疆产能减产及运输受限影响，目前致密料价格已涨至 8.3 万元/吨年内高点，价格提升叠加持续降本，公司盈利有望同步增长。

- **下半年全球需求向好，硅料价格有望维持 7 万元/吨。**2020H2 国内光伏装机将由 2019 竞价项目、户用项目为主切换至 2020 竞价项目、2019-2020 平价项目为主，项目装机空间分别为 26 和 11+33GW，分别需在 2021H1 和 2021 年底并网，有效支撑今年下半年及明年需求。2020Q3 及 Q4 国内需求分别有望达 10 和 20GW，Q4 全球装机有望超 40GW，对应硅料年化需求约 43 万吨，以此供应需求测算，硅料价格有望维持 7 万元/吨。

- **电池产能放量销量增长，盈利能力有望改善。**公司眉山一期 7.5GW 电池产能于 2020Q2 投产，眉山产能兼容 21x 及以下所有尺寸电池产品，公司电池片产能达到 27.5GW（其中单晶 24.5GW）。得益产能放量，2020H1 公司实现电池及组件销量 7.75GW，同比增长 33.75%。上半年，受终端需求较弱影响，电池片价格同比下跌 30%以上，公司依托行业领先的成本控制能力，通威太阳能 2020H1 实现净利 1.87 亿元。近期，受国内外需求回暖以及硅料硅片价格上涨传导，电池片价格较上半年低点已回升 10%，Q3、Q4 全球光伏装机逐季向好，对价格提供良好支撑，公司盈利有望改善。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 453.89、559.12 和 671.92 亿元，同比增长 20.9%、23.2%和 20.2%，归母净利 38.28、48.18 和 59.01 亿元，同比增长 45.3%、25.8%和 22.5%。摊薄 EPS0.89、1.12 和 1.38 元/股。对应 2020-2022 年 PE 分别为 28.7、22.8 和 18.6x，维持对公司“买入”评级。

- **风险因素：**新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险；技术路线变化风险；产品及原材料价格波动风险等。

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	37555.12	45388.80	55912.04	67191.66
增长率（%）	36.4%	20.9%	23.2%	20.2%
归母净利润	2634.57	3828.35	4817.72	5900.50
增长率（%）	30.5%	45.3%	25.8%	22.5%
EPS（元/股）	0.61	0.89	1.12	1.38
市盈率（P/E）	21.37	28.67	22.78	18.60
市净率（P/B）	3.20	4.28	3.07	2.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37555	45389	55912	67192	货币资金	2693	1490	3796	6255
%同比增速	36%	20.9%	23.2%	20.2%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	30536	36382	44875	54009	应收账款及应收票据	2129	3081	3853	4315
毛利	7019	9007	11037	13182	存货	2416	2840	3414	4199
%营业收入	19%	20%	20%	20%	预付账款	390	404	510	634
税金及附加	123	148	183	220	其他流动资产	6116	6124	6521	6767
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	13743	13939	18093	22171
销售费用	975	1350	1622	1898	可供出售金融资产				
%营业收入	3%	3%	3%	3%	持有至到期投资				
管理费用	1514	1785	2187	2660	长期股权投资	440	585	677	698
%营业收入	4%	4%	4%	4%	投资性房地产	107	96	85	70
研发费用	1001	1097	1421	1666	固定资产合计	24534	26230	28636	31317
%营业收入	3%	2%	3%	2%	无形资产	1710	1948	2225	2483
财务费用	708	387	345	231	商誉	636	636	636	636
%营业收入	2%	1%	1%	0%	递延所得税资产	245	245	245	245
资产减值损失	-5	-26	-4	-2	其他非流动资产	5407	7907	9407	10407
信用减值损失	-43	0	0	0	资产总计	46821	51586	60003	68026
其他收益	214	203	285	322	短期借款	3623	2741	1645	1316
投资收益	118	145	179	215	应付票据及应付账款	8904	9681	13417	14910
净敞口套期收益	0	0	0	0	预收账款	1571	1928	2357	2844
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付职工薪酬	693	849	1033	1252
资产处置收益	140	-9	-11	-13	应交税费	174	384	425	463
营业利润	3123	4553	5727	7029	其他流动负债	2879	3121	3362	3490
%营业收入	8%	10%	10%	10%	流动负债合计	17843	18704	22240	24275
营业外收支	28	9	11	13	长期借款	4089	4089	4089	4089
利润总额	3152	4562	5738	7042	应付债券	4212	4212	4212	4212
%营业收入	8%	10%	10%	10%	递延所得税负债	142	142	142	142
所得税费用	469	684	861	1056	其他非流动负债	2446	2446	2446	2446
净利润	2682	3878	4877	5986	负债合计	28733	29594	33129	35164
%营业收入	7%	9%	9%	9%	归属于母公司的所有者权益	17577	25667	35795	47707
归属于母公司的净利	2635	3828	4818	5901	少数股东权益	511	561	620	705
%同比增速	31%	45.3%	25.8%	22.5%	股东权益	18088	26227	36415	48412
少数股东损益	48	49	60	85	负债及股东权益	46821	55821	69544	83577
EPS（元/股）	0.61	0.89	1.12	1.38					
					现金流量表（百万元）				
						2019A	2020E	2021E	2022E
					经营活动现金流净额	2357	7182	10869	10300
					投资	-61	-145	-92	-22
基本指标					资本性支出	-4137	-7044	-7134	-7314
	2019A	2020E	2021E	2022E	其他	-93	145	179	215
EPS	0.61	0.89	1.12	1.38	投资活动现金流净额	-4291	-7043	-7047	-7121

BVPS	4.10	5.99	8.35	11.13	债权融资	0	0	0	0
PE	21.37	28.67	22.78	18.60	股权融资	48	0	0	0
PEG	0.70	0.63	0.88	0.83	银行贷款增加（减少）	16467	-882	-1096	-329
PB	3.20	4.28	3.07	2.30	筹资成本	-1129	-459	-420	-391
EV/EBITDA	11.36	15.19	12.42	10.26	其他	-13946	0	0	0
ROE	15%	15%	13%	12%	筹资活动现金流净额	1441	-1341	-1516	-720
ROIC	9%	10%	10%	10%	现金净流量	-485	-1202	2306	2459

研究团队简介

武浩，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。