

## 产能强势扩张 打造硅料、电池片领域霸主地位

核心观点：

### 1. 事件

公司发布“高纯晶硅和太阳能电池业务 2020-2023 年发展规划”，规划 2020-2023 年，硅料累计产能将达 8、11.5-15、15-22、22-29 万吨，电池累计产能将达 30-40、40-60、60-80、80-100GW。同时，公司发布关于投资建设年产 30GW 高效太阳能电池及配套项目的公告。

### 2. 我们的分析与判断

**硅料成本优势明显，行业落后产能将加速出清。**公司目前已形成 8 万吨高纯晶硅，根据规划，未来硅料生产成本控制在 3-4 万元/吨，现金成本控制在 2-3 万元/吨，领先于行业，为产能扩张打下了良好的基础。另一方面，随着行业竞争加剧，国内小的硅料厂逐步退出，瓦克、OCI 等国外产能也宣布退出，未来落后产能的出清或成为趋势，公司凭借成本优势，市占率有望持续攀升，竞争格局将持续改善。

**30GW 高效太阳能电池项目将启动，成本持续下行。**公司目前已形成 20GW 高效太阳能电池产能，本次公告在成都市金堂县投资建设年产 30GW 高效太阳能电池及配套项目，总投资额 200 亿元，一期 7.5GW 项目将于 2020 年 3 月前启动，在 2021 年内建成投产，后续项目将根据市场需求情况，在未来 3-5 年内逐步建成投产。根据规划，在电池片的成本上，公司 Perc 产品非硅成本 0.18 元/w 以下，新型技术产品非硅成本持续下降。

**高瞻远瞩，兼容多种技术路线，加速行业变革。**在产线上，公司不仅在目前主流量产的 P 型 Perc 电池上具有优势性价比，在 Perc+、Topcon、HJT 等新型产品技术领域也在重点布局，其中 HJT 中试线规模已达 400MW。同时，公司产品也会兼容 210 及以下所有系列。我们认为，随着公司在 HJT、大硅片的布局加深，或有望加速行业的技术变革，公司凭借前瞻性的布局也会持续受益。

### 3. 投资建议

公司在成本方面优势明显，本次规划产能大幅扩张，有望打造硅料、电池片领域霸主地位。同时，随着行业需求回升，公司成本继续下行，盈利能力也将持续提升。我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 349.26 亿元、432.97 亿元、516.25 亿元，EPS 为 0.70 元、0.97 元、1.23 元，对应当前股价 PE 为 21.4 倍、15.3 倍、12.1 倍，估值较可比公司具有优势 (PEG<1)，给予公司“推荐”评级。

### 4. 风险提示

1) 光伏装机不及预期的风险；2) 产品价格大幅下降的风险；3) 产能拓张不及预期的风险；4) 融资进展不及预期的风险。

**通威股份 (600438.SH)**

**推荐 维持评级**

#### 分析师

周然

✉: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

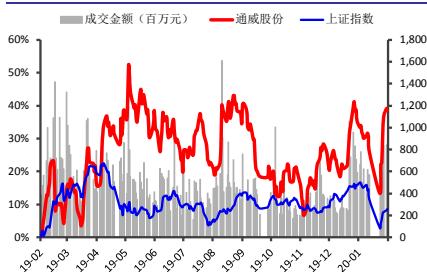
赵腾辉

✉: (010) 8635 9174

✉: zhaotenghui\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519120001

#### 公司股价表现



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

**市场数据 时间 2020.2.11**

A股收盘价 (元)	14.90
A股一年内最高价 (元)	15.64
A股一年内最低价 (元)	12.18
上证指数	2,901.67
总股本 (万股)	388,259
实际流通 A股 (万股)	388,259
流通 A股市值 (亿元)	578.51

表 1：主要财务指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	26,089	27,535	34,926	43,297	51,625
营业收入增长率	24.9%	5.5%	26.8%	24.0%	19.2%
归母净利润（百万元）	2,012	2,019	2,708	3,773	4,781
净利润增长率	96.3%	0.3%	34.1%	39.3%	26.7%
EPS（元）	0.52	0.52	0.70	0.97	1.23
P/E	28.8	28.7	21.4	15.3	12.1
PEG	0.30	86.04	0.63	0.39	0.45

资料来源：wind，中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**周然，赵腾辉，电力设备新能源及公用事业分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区: 耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)