



逆周期扩产，扩大硅料与电池片领先优势

2020.02.12

徐超 (分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: xu.chao1@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518060001

事件: 2020年2月12日,公司公告关于高纯晶硅及太阳能电池业务的中期(2020-2023年)发展规划,规划未来加大多晶硅与电池片产能建设投入,至2023年多晶硅与电池片年产能分别达到22-29万吨和80-100GW。并计划2020年3月起,于成都金堂投资建设年产30GW高效太阳能电池及配套项目。

点评:

● **电池产线以M12规格建设,非硅成本领跑行业,HJT大规模应用即将来临:** 通威金堂30GW电池片项目全部以M12-210mm硅片尺寸设计建设,并向下兼容166、163、158、156等硅片规格,由于采用210大尺寸设备,尽管单台设备投资额有所增加,但产线产能大幅提升55%,单GW投资额反而下降。若包含PERC+或TOPCON设备,一、二期15GW单晶PERC产线和配套设施总投资额80亿元,单GW投资额仅为5.33亿元。公司单晶PERC电池效率超过23%,叠加PERC+或TOPCON,效率可达到24-24.5%,随着效率提升和投资额下降,结合公司持续不断的工艺改进与精细化管理,电池片非硅成本将下降至0.18元/W,目前行业大部分电池片企业非硅成本高达0.3元/W,继续大幅领先行业。金堂三、四期15GW电池片产线计划在国产设备成熟后采用HJT工艺,目前公司400MW HJT中试产线试验运转正常,有望在两到三年内与设备企业协同攻关,将HJT大规模应用。

● **硅料价格趋稳且有望反弹,通威成本优势突出,扩产挤占高价硅料市场份额:** 近日韩国硅料厂商OCI迫于价格压力,停产韩国5万吨产线,德国瓦克计划将美国2万吨产线改造为电子级。2019年硅料价格有10万元大幅下滑至7万元/吨,众多高成本产线不堪重负纷纷停产。需求方面海外光伏需求仍然保持持续增长,国内20年大概率恢复增长,需求向好,国内硅料价格已经企稳,在旺季到来时有可能出现反弹。而通威乐山与包头产线全成本不足5万元/吨,单晶用硅料比例接近90%,在行业大部分企业亏损的情况下仍然保持盈利。而本公告计划新建的产能全成本将降低至4万元/吨,并按照电子级要求设计建造,未来N型单晶用硅料比例可达到40-80%,大幅扩产挤占高价硅料的市场份额,提升公司的产业地位。

盈利预测与估值: 尽管目前硅料与电池片价格处于低位,通威逆周期扩产有望在享受行业发展红利的同时挤占高成本产品市场份额,扩大领先优势。预计2019至2021年EPS分别为0.75/1.00/1.24,目标价20元,调高至“强烈推荐”评级。

风险提示: 国内光伏政策出现重大变化,产品价格下降超预期等。

主要财务指标(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	35345.63	42953.27	55139.67
同比(%)	5.54%	28.37%	21.52%	28.37%
归属母公司净利润	2018.75	2916.18	3891.58	4828.40
同比(%)	0.33%	44.46%	33.45%	24.07%
每股收益(元)	0.52	0.75	1.00	1.24
P/E	31.52	21.82	16.35	13.18
P/B	4.32	3.80	3.27	2.79
EV/EBITDA	17.62	12.27	9.46	8.01

强烈推荐 (调高)

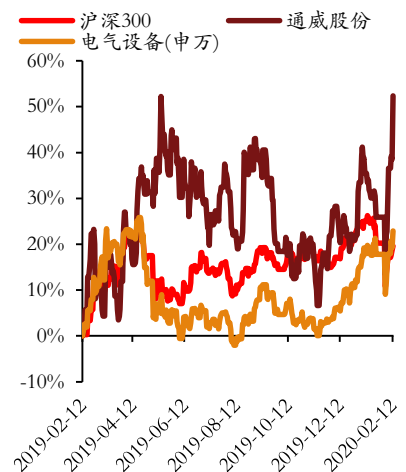
现价: 16.39 元

目标价: 20.00

股价空间: 22%

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
通威股份	12.49	36.24	26.08
电气设备 (申万)	4.21	21.52	23.44
沪深300	-4.29	2.17	7.71

基本资料

总市值(亿元)	636.36
总股本(亿股)	38.83
流通股比例	100.00%
资产负债率	59.58%
大股东	通威集团有限公司
大股东持股比例	51.47%

相关报告



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

附录：财务报表预测

证券研究报告

通威股份（600438.SH）点评报告

资产负债表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3412.1	3534.6	4295.3	5514.0
应收票据及账款	2216.6	2845.4	3457.8	4438.8
预付账款	228.1	292.7	355.7	456.7
其他应收款	534.6	686.3	834.0	1070.6
存货	1585.9	2002.7	2386.1	3079.4
其他流动资产	767.7	1298.1	1577.5	2025.0
流动资产总计	8744.9	10659.7	12906.4	16584.5
长期股权投资	281.6	431.6	601.6	791.6
固定资产	16766.7	23260.9	32753.8	40769.8
在建工程	8367.1	12850.2	12333.3	11333.3
无形资产	1393.5	1169.6	956.5	747.6
长期待摊费用	603.5	301.7	0.0	0.0
其他非流动资产	2326.3	2323.7	2316.0	2308.4
非流动资产合计	29738.7	40337.7	48961.2	55950.6
资产总计	38483.6	50997.4	61867.6	72535.1
短期借款	5276.2	12587.8	16972.5	19383.3
应付票据及账款	6303.7	7960.5	9484.4	12240.6
其他流动负债	7178.9	6134.9	7352.3	9473.4
流动负债合计	18758.8	26683.2	33809.2	41097.2
长期借款	690.5	3238.8	4259.2	4259.2
其他非流动负债	3807.7	3807.7	3807.7	3807.7
非流动负债合计	4498.2	7046.5	8066.9	8066.9
负债合计	23257.0	33729.7	41876.1	49164.1
股本	3882.4	3882.4	3882.4	3882.4
资本公积	5712.5	5712.5	5712.5	5712.5
留存收益	5142.8	7165.2	9863.9	13212.4
归属母公司权益	14737.7	16760.1	19458.8	22807.3
少数股东权益	488.9	507.7	532.7	563.8
股东权益合计	15226.6	17267.7	19991.5	23371.0
负债和股东权益合计	38483.6	50997.4	61867.6	72535.1

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
税后经营利润	1961.7	2710.4	3672.0	4594.7
折旧与摊销	1217.9	2571.0	3576.5	4240.6
财务费用	316.0	471.7	811.1	980.1
其他经营资金	-396.0	-1179.5	1255.4	2417.8
经营性现金净流量	3099.6	4573.6	9315.0	12233.2
投资性现金净流量	-6441.6	-12945.5	-11955.4	-10965.3
筹资性现金净流量	3277.4	8494.4	3401.2	-49.3
现金流量净额	-61.8	122.5	760.8	1218.6

利润表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.2	35345.6	42953.3	55139.7
营业成本	22326.9	28195.0	33592.7	43354.6
营业税金及附加	111.4	124.2	150.9	193.7
销售费用	862.7	1166.7	1417.8	1820.1
管理费用	1038.9	1333.6	1620.6	2080.4
研发费用	597.6	767.1	932.3	1196.8
财务费用	316.0	471.7	811.1	980.1
其他经营损益	-47.4	-61.6	-61.6	-61.6
投资收益	75.5	150.0	170.0	190.0
公允价值变动损益	-1.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	2308.7	3375.7	4536.4	5642.4
其他非经营损益	89.6	88.7	88.7	88.7
利润总额	2398.3	3464.4	4625.1	5731.1
所得税	367.3	529.5	708.5	871.7
净利润	2031.0	2934.9	3916.6	4859.5
少数股东损益	12.3	18.8	25.0	31.1
归属母公司股东净利润	2018.7	2916.2	3891.6	4828.4
EBITDA	3932.3	6507.1	9012.6	10951.9
NOPLAT	2223.6	3256.7	4524.1	5610.7
EPS(元)	0.52	0.75	1.00	1.24

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营收增长率	5.54%	28.37%	21.52%	28.37%
EBIT增长率	4.43%	45.01%	38.11%	23.46%
EBITDA增长率	10.21%	65.48%	38.50%	21.52%
净利润增长率	-0.51%	44.51%	33.45%	24.07%
盈利能力				
毛利率	18.91%	20.23%	21.79%	21.37%
净利率	7.38%	8.30%	9.12%	8.81%
ROE	13.70%	17.40%	20.00%	21.17%
ROA	5.25%	5.72%	6.29%	6.66%
ROIC	12.17%	15.97%	13.73%	13.66%

估值倍数

P/E	31.52	21.82	16.35	13.18
P/S	2.31	1.80	1.48	1.15
P/B	4.32	3.80	3.27	2.79
股息率	0.98%	1.40%	1.87%	2.33%
EV/EBIT	25.52	20.28	15.68	13.07
EV/EBITDA	17.62	12.27	9.46	8.01
EV/NOPLAT	31.16	24.51	18.84	15.63

资料来源：同花顺、广证恒生测算

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。