

增持

——维持

日期：2020年02月13日

行业：电气设备和新能源



通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

坚定信心扩产，成本、技术行业领先

分析师：孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据 (截至 2020 年 02 月 11 日)

报告日股价 (元)	14.90
12mth A 股价格区间 (元)	10.61-16.78
总股本 (百万股)	3882.58
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	57850.66
每股净资产 (元)	4.21

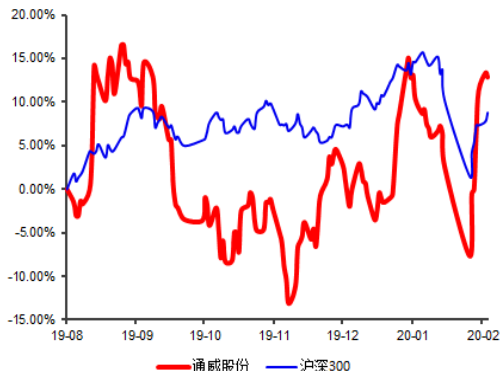
主要股东 (2019H1)

通威集团	51.47%
------	--------

收入结构 (2018A)

农牧业务	61.07%
光伏业务	37.04%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：SKY20-TWGF01

首次报告日期：

■ 公司动态事项

公司发布高纯晶硅和太阳能电池业务2020-2023年发展规划，计划2023年实现22-29万吨的硅料产能目标，实现80-100GW的光伏电池片产能目标。

公司与成都市金堂县人民政府签订《光伏产业基地投资协议》，在成都市金堂县投资建设年产30GW高效太阳能电池项目。

■ 事项点评

坚定信心扩产，巩固龙头地位

公司重磅发布2020-2023年硅料及电池片两大业务板块的发展规划，计划2020-2023年硅料产能分别达到8万吨、11.5-15万吨、15-22万吨、22-29万吨，电池片产能分别达到30-40GW、40-60GW、60-80GW、80-100GW。公司坚定看好全球光伏需求的成长性，积极扩产、踏准节奏，并提出针对不同环节提出实现扩产的技术路径及成本目标，技术、成本保持行业领先。作为在硅料和电池片领域的龙头企业，公司未来市占率有望进一步提升至40%-50%。

硅料成本控制成效显著，盈利将持续改善

公司持续投入高品质产品的研发和试验，目前硅料产能中单晶用料占比已超过85%，中期计划N型料占比40%-80%，视市场需求进行调整。公司通过持续科技攻关和精细化管理的优势，硅料生产成本和现金成本持续下降，目标将新增产能生产成本控制在3—4万元/吨，现金成本控制在2—3万元/吨，分别优化1万元/吨。随着硅料价格持续走低，OCI、韩华等海外企业太阳能多晶硅业务多处于亏损状态，预计未来海外高成本产能将有所削减甚至退出竞争，公司有望实现对这些海外产能的进口替代。随着全球光伏需求的持续增长，硅料供给有望趋紧。

电池片产能扩张，成本领先、技术储备深厚

公司光伏电池片计划以20GW/年的速率扩产，目前计划以Perc为主，目标将Perc产品非硅成本降至0.18元/W以下，较行业目前约0.3元/W的中位数水平低40%。此次公告于金堂县投资建设的30GW电池片将分四期建设，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。

公司在电池片多个技术领域具有领先的研发能力和深厚的技术积累。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,处于行业领先地位。公司此次规划投资的30GW产线也预留了15GW的HJT及配套设施的空间。同时,公司目前规划产线都按照M12硅片尺寸设计,未来公司新型技术产品的非硅成本还将持续下降。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为377.33亿元、467.09亿元和568.35亿元,增速分别为37.04%、23.79%和21.68%;归属于母公司股东净利润分别为27.02亿元、38.14亿元和52.32亿元,增速分别为33.85%、41.15%和37.18%;全面摊薄每股EPS分别为0.70、0.98和1.35元,对应PE为21.41、15.17和11.06倍。我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

光伏装机不及预期,国际贸易形势变化,硅料和电池片价格下跌超预期、产能爬坡不及预期。

■ 数据预测与估值:

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37733.37	46709.45	56835.33
增长率(%)	5.54%	37.04%	23.79%	21.68%
归属母公司股东净利润	2018.75	2702.06	3813.96	5231.87
增长率(%)	0.51%	33.85%	41.15%	37.18%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.98	1.35
市盈率(X)	17.90	21.41	15.17	11.06

数据来源: Wind 上海证券研究所 (2020年02月11日收盘价)

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2381	3773	4671	5684
应收和预付款项	2979	2326	4231	3733
存货	1586	2975	2595	4071
其他流动资产	724	724	724	724
长期股权投资	282	382	482	582
投资性房地产	95	81	66	52
固定资产和在建工程	25134	27984	32733	39133
无形资产和开发支出	2029	1865	1701	1537
其他非流动资产	1962	1661	1359	1359
资产总计	37216	41814	48606	56917
短期借款	5276	12170	9870	18141
应付和预收款项	8078	2949	10306	5397
长期借款	690	1343	0	726
其他负债	7944	7944	7944	7944
负债合计	21989	24406	28120	32209
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	5713	5713	5713	5713
留存收益	5143	7306	10359	14547
归属母公司股东权益	14738	16901	19954	24142
少数股东权益	489	507	532	566
股东权益合计	15227	17408	20486	24709
负债和股东权益合计	37216	41814	48606	56917

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	3189	824	14328	4714
投资活动产生现金流量	-6442	-5957	-8457	-10957
融资活动产生现金流量	3277	6526	-4973	7256
现金流量净额	27	1393	898	1013

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535	37733	46709	56835
营业成本	22327	30363	37080	44377
营业税金及附加	111	153	189	230
营业费用	863	1246	1542	1876
管理费用	1039	2075	2569	3183
财务费用	316	604	720	881
资产减值损失	47	62	62	62
投资收益	76	100	100	100
其他收益	22	0	0	0
营业利润	2395	3331	4648	6327
营业外收支净额	3	41	41	41
利润总额	2398	3173	4490	6169
所得税	367	453	651	902
净利润	2031	2720	3839	5266
少数股东损益	12	18	25	35
归属母公司股东净利润	2019	2702	3814	5232

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	18.91%	19.53%	20.62%	21.92%
EBIT/销售收入	9.22%	9.69%	10.83%	12.08%
销售净利率	7.16%	7.21%	8.22%	9.27%
ROE	13.29%	15.99%	19.11%	21.67%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.43	0.50	0.49	0.51
速动比率	0.30	0.31	0.36	0.34
总资产周转率	0.74	0.90	0.96	1.00
应收账款周转率	12.42	26.98	15.18	23.99
存货周转率	14.08	10.21	14.29	10.90

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。