

## 硅料扩产提速，龙头脱颖而出 买入（维持）

2020 年 03 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27,535	36,578	45,042	53,112
同比（%）	5.5%	32.8%	23.1%	17.9%
归母净利润（百万元）	2019	2805	3827	5103
同比（%）	0.3%	38.9%	36.5%	33.3%
每股收益（元/股）	0.52	0.72	0.99	1.31
P/E（倍）	33.17	23.88	17.50	13.12

### 投资要点

- **乐山二期 3.5 万吨项目签约：**根据公司官网：2 月 28 日，通威股份乐山高纯晶硅二期项目正式签订。乐山二期计划总投资约 35 亿元，建设年产 3.5 万吨高纯晶硅项目，预计今年 3 月开工建设，于 2021 年 9 月底前竣工。
- **国产化进程加速，龙头脱颖而出：**2019 年底通威已经具备 8 万吨产能，其中：乐山老产能 2 万吨，乐山一期和包头一期各 3 万吨。根据此前的三年规划，2020-2023 年硅料产能分别达到 8、11.5-15、15-22、22-29 万吨。本次乐山二期项目签约，是公司此前公布三年规划的具体落实，公司朝着未来硅料行业绝对龙头迈出了坚实的一步。
- **海外产能陆续退出，供需短期趋紧：**根据外媒 BusinessKorea 报道，韩国多晶硅制造商 OCI 和韩华正在考虑退出市场。OCI 计划在今年 2 月份关停其在韩国的 5.2 万吨工厂。而根据行业的消息，瓦克在美国的 5 万吨产能今年上半年也有关停的计划。海外产能预计将退出 10 万吨，而 2019 年中国进口多晶硅料近 14 万吨，硅料供给 20 年出现明显的缺口，随着下游硅片企业产能逐步释放（20 年行业新增 70GW+单晶硅片），硅料价格供需将偏紧，价格将企稳回升。
- **宏大规划，双料龙头：**公司 2 月 12 日出台未来三年硅料、电池产能规划，1) 2020-2023 年硅料产能分别达到 8、11.5-15、15-22、22-29 万吨。新扩产能单晶料占比维持在 85% 以上，N 型料占比 40-80%，可生产电子级高纯晶硅，生产成本控制在 3-4 万元/吨，现金成本控制在 2-3 万元/吨。2) 2020-2023 年电池产能分别达到 30-40、40-60、60-80、80-100GW。公司在多个技术领域具备领先的研发能力和积累。新增产能重点布局 PERC+、TOPCon 等新型产品，兼容 210 及以下所有系列。PERC 产品非硅成本控制在 0.18 元/W 以下，新技术产品非硅成本持续降低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 19-21 年业绩为：28.05、38.27、51.03 亿元，对应 EPS 为 0.72、0.99、1.31 元。目标价 19.8 元，对应 20 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.25
一年最低/最高价	10.98/20.10
市净率(倍)	3.89
流通 A 股市值(百万元)	66974.76

### 基础数据

每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	59.58
总股本(百万股)	3882.59
流通 A 股(百万股)	3882.59

### 相关研究

- 1、《通威股份 (600438)：大象起舞》2020-02-12
- 2、《通威股份 (600438) 三季报点评：电池盈利底部，硅料爬坡尾声》2019-10-25
- 3、《通威股份 (600438)：价格底部，旺季在即》2019-08-15

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>8744.9</b>	<b>9895.7</b>	<b>11402.9</b>	<b>14292.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>27535.2</b>	<b>36577.7</b>	<b>45041.9</b>	<b>53112.3</b>
现金	3412.1	3000.0	3000.0	3000.0	减:营业成本	22326.9	29519.0	35961.5	41825.7
应收账款	2751.2	3006.4	3702.1	5820.5	营业税金及附加	111.4	146.3	180.2	212.4
存货	1585.9	2426.2	2955.7	3437.7	营业费用	862.7	987.6	1126.0	1221.6
其他流动资产	995.7	1463.1	1745.1	2034.3	管理费用	1082.2	2241.1	2591.3	2914.5
<b>非流动资产</b>	<b>29738.7</b>	<b>35549.4</b>	<b>42295.9</b>	<b>48965.7</b>	财务费用	316.0	470.3	745.8	998.9
长期股权投资	281.6	413.8	545.9	678.1	资产减值损失				
固定资产	25121.5	30846.5	37507.3	44091.3	加:投资净收益	75.5	120.0	130.0	150.0
在建工程					其他收益	-516.1	-3.5	-3.5	-3.5
无形资产	1393.5	1347.1	1300.6	1254.2	<b>营业利润</b>	<b>2395.3</b>	<b>3329.9</b>	<b>4563.5</b>	<b>6085.7</b>
其他非流动资产	2942.1	2942.1	2942.1	2942.1	加:营业外净收支	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>资产总计</b>	<b>38483.6</b>	<b>45445.2</b>	<b>53698.9</b>	<b>63258.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>2398.3</b>	<b>3332.9</b>	<b>4566.5</b>	<b>6088.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>18758.8</b>	<b>22662.6</b>	<b>27782.3</b>	<b>33196.2</b>	减:所得税费用	367.3	499.9	685.0	913.3
短期借款	6785.0	11269.9	15914.8	19429.5	少数股东损益	12.3	28.3	54.3	72.5
应付账款	6303.7	4852.4	3941.0	4583.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2018.7</b>	<b>2804.6</b>	<b>3827.2</b>	<b>5102.9</b>
其他流动负债	5670.1	6540.2	7926.5	9183.1	EBIT	3195.3	3730.1	5229.3	6984.6
<b>非流动负债</b>	<b>4498.2</b>	<b>5998.2</b>	<b>6998.2</b>	<b>8298.2</b>	EBITDA	4407.2	4889.1	6891.8	9102.7
长期借款	690.5	690.5	690.5	690.5					
其他非流动负债	3807.7	5307.7	6307.7	7607.7					
<b>负债合计</b>	<b>23257.0</b>	<b>28660.8</b>	<b>34780.4</b>	<b>41494.4</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	488.9	504.1	533.3	572.1	每股收益(元)	0.52	0.72	0.99	1.31
归属母公司股东权益	14737.7	16280.2	18385.2	21191.8	每股净资产(元)	3.80	4.19	4.74	5.46
<b>负债和股东权益</b>	<b>38483.6</b>	<b>45445.2</b>	<b>53698.9</b>	<b>63258.3</b>	发行在外股份(百万股)	3882.4	3882.6	3882.6	3882.6
					ROIC(%)	13.1%	12.5%	14.0%	15.5%
					ROE(%)	13.7%	17.2%	20.8%	24.1%
					毛利率(%)	18.5%	18.9%	19.8%	20.9%
					销售净利率(%)	7.3%	7.7%	8.5%	9.6%
					资产负债率(%)	60.4%	63.1%	64.8%	65.6%
					收入增长率(%)	5.5%	32.8%	23.1%	17.9%
					净利润增长率(%)	0.3%	38.9%	36.5%	33.3%
					P/E	33.17	23.88	17.50	13.12
					P/B	4.54	4.11	3.64	3.16
					EV/EBITDA	20.47	19.56	14.76	11.92
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	3099.6	3337.3	5536.4	7119.4					
投资活动现金流	-6441.6	-6972.3	-8459.0	-8837.9					
筹资活动现金流	3277.4	3222.9	2922.6	1718.4					
现金净增加额	-61.8	-412.1	0.0	0.0					
折旧和摊销	1211.9	1159.0	1662.5	2118.1					
资本开支	-12459.0	-6840.1	-8326.8	-8705.7					
营运资本变动	8368.8	-691.4	-32.4	-190.4					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>