

扩产再提速，规划超预期 买入（维持）

2020年03月19日

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	0.89	1.19
P/E (倍)	25.92	18.66	15.10	11.33

投资要点

- 拟投资保山4万吨硅料项目：**3月19日晚公司公告拟投资云南保山高纯晶硅项目，项目总投资预计40亿元，建设年产能4万吨高纯晶硅项目，预计2020年上半年启动，于2021年11月底前建成投产。
- 产能规划超预期，龙头地位加速提升：**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。根据通威三年规划，2020-2023年硅料产能分别达到8、11.5-15、15-22、22-29万吨。此前乐山二期3.5万吨项目、本次保山4万吨项目如期达产，公司2021年将达成15.5万吨硅料产能，超上限完成规划。达产后公司硅料产能规模进一步扩大，生产工艺将进一步提升，按照行业目前扩产进度来看，公司硅料市占率将成为全球第一，龙头地位加速提升。
- 新项目低成本、高单晶占比双优势：**公司乐山二期、保山新产能达产后预计单晶料占比达90%以上，同时可实现N型料的批量供应，新产能全成本4万元多，生产成本3万多，现金成本2万多。公司原有老产能单晶料占比85-90%，全成本5万多，生产成本4万多，现金成本3万多，新老产能成本均存在下降空间。单晶时代下，公司高单晶占比、低成本产能极具竞争优势，盈利能力超强。
- 行业供给收缩，供需短期趋紧：**据硅业分会统计，2019年中国进口多晶硅料13.5万吨，国内产量34.4万吨，总需求45万吨。供给端来看，20年新增供给仅东方希望3万吨产能，且单晶比例不高，同时，OCI已于2月20日关停群山工厂5.2万吨产能，而瓦克美国5万吨硅料产能已连续2个季度亏现金（扣除3季度保险赔偿），业内消息瓦克20年上半年也有关停计划。21年新增供给仅通威下半年投产产能，且考虑产能爬坡效应有效供给有限，同时，韩华化学确认关闭1.5万吨硅料产能。需求端来看，20年硅料需求预计近50万吨，且20年下游硅片行业新增单晶硅片70GW+产能，预计硅料价格供需将偏紧，价格将企稳回升。
- 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、0.89、1.19元。目标价17.8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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.48
一年最低/最高价	10.98/20.10
市净率(倍)	3.36
流通A股市值(百万元)	57800.29

基础数据

每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	59.58
总股本(百万股)	4287.86
流通A股(百万股)	4287.86

相关研究

1、《通威股份 (600438)：硅料扩产提速，龙头脱颖而出》

2020-03-01

2、《通威股份 (600438)：大象起舞》2020-02-12

3、《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

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8744.9	9895.7	11402.9	14292.6	营业收入	27535.2	36577.7	45041.9	53112.3
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
非流动资产	29738.7	35549.4	42295.9	48965.7	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	营业利润	2395.3	3329.9	4563.5	6085.7
其他非流动资产	2942.1	2942.1	2942.1	2942.1	加: 营业外收支	3.0	3.0	3.0	3.0
资产总计	38483.6	45445.2	53698.9	63258.3	利润总额	2398.3	3332.9	4566.5	6088.7
流动负债	18758.8	22662.6	27782.3	33196.2	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	归属母公司净利润	2018.7	2804.6	3827.2	5102.9
其他流动负债	5670.1	6540.2	7926.5	9183.1	EBIT	3195.3	3730.1	5229.3	6984.6
非流动负债	4498.2	5998.2	6998.2	8298.2	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					
负债合计	23257.0	28660.8	34780.4	41494.4					
少数股东权益	488.9	504.1	533.3	572.1					
归属母公司股东权益	14737.7	16280.2	18385.2	21191.8					
负债和股东权益	38483.6	45445.2	53698.9	63258.3					
<hr/>									
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3099.6	3337.3	5536.4	7119.4	每股收益(元)	0.52	0.72	0.89	1.19
投资活动现金流	-6441.6	-6972.3	-8459.0	-8837.9	每股净资产(元)	3.80	4.19	4.29	4.94
筹资活动现金流	3277.4	3222.9	2922.6	1718.4	发行在外股份(百万股)	3882.4	3882.6	4287.9	4287.9
现金净增加额	-61.8	-412.1	0.0	0.0	ROIC(%)	13.1%	12.5%	14.0%	15.5%
折旧和摊销	1211.9	1159.0	1662.5	2118.1	ROE(%)	13.7%	17.2%	20.8%	24.1%
资本开支	-12459.0	-6840.1	-8326.8	-8705.7	毛利率(%)	18.5%	18.9%	19.8%	20.9%
营运资本变动	8368.8	-691.4	-32.4	-190.4	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	25.92	18.66	15.10	11.33
					P/B	3.55	3.21	2.85	2.47
					EV/EBITDA	17.15	16.57	12.64	10.31

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>