

扩产再提速，规划超预期

买入（维持）

2020年03月19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	0.89	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 万多元，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

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)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		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:营业外净收支	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	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	488.9	504.1	533.3	572.1	每股收益(元)	0.52	0.72	0.89	1.19
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	4.29	4.94
负债和股东权益	38483.6	45445.2	53698.9	63258.3	发行在外股份(百万股)	3882.4	3882.6	4287.9	4287.9
					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	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
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>