

## 通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

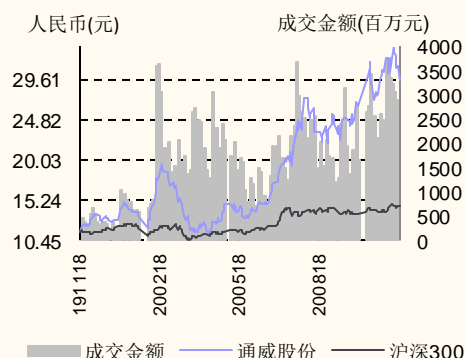
公司点评

市场价格 (人民币): 29.48 元

目标价格 (人民币): 40.00 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	42.88
已上市流通 A 股(亿股)	42.88
总市值(亿元)	1,264.06
年内股价最高最低(元)	33.56/11.14
沪深 300 指数	4895
上证指数	3340



## 相关报告

- 1.《电池片盈利领先同业, Q4 硅料出货迎量价齐升-通威股份 2020...》, 2020.10.23
- 2.《盈利能力回归, 硅料电池高景气中释放弹性-通威股份 2020 半...》, 2020.8.10
- 3.《景气波动促行业洗牌, 静待硅料电池盈利回暖-通威股份 2019&...》, 2020.4.21
- 4.《拥成本优势坚定扩产, 稳坐硅料电池龙头宝座-通威扩产规划点评》, 2020.2.12

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人  
yuwendian@gjzq.com.cn

## 一体化合作落地, 硅料长单锁定出货

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.679	1.154	1.325	1.755
每股净资产(元)	3.80	4.53	5.69	7.00	8.77
每股经营性现金流(元)	0.80	0.60	2.59	2.63	3.67
市盈率(倍)	15.92	19.35	25.54	22.26	16.80
净利润增长率(%)	0.33%	30.51%	87.83%	14.77%	32.50%
净资产收益率(%)	13.70%	14.99%	22.38%	20.91%	22.09%
总股本(百万股)	3,882	3,883	4,288	4,288	4,288

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 通威股份发布合作投资及重大销售合同公告, 具体内容包括: 1) 公司拟与天合光能签署《合资协议》, 共同合作投资光伏产业链项目, 包括年产 4 万吨高纯晶硅项目、年产 15GW 拉棒项目、年产 15GW 电池及切片项目, 各项目公司持股比例均为 65%; 2) 公司将在 2021-2023 年分别向天合光能和包头美科硅能源销售硅料约 7.2 万吨和 6.88 万吨, 产品价格随行就市。

## 评论

- 各环节降本需精细管理, 上下游错位合作的“虚拟一体化”有望实现双赢:
- 今年 9 月 10 日, 通威股份与天合光能已公开签署战略合作协议, 本次公告为预期内合作事项落地。根据公告, 通威-天合合作项目需优先保证合资公司(硅料、硅片)或天合光能(电池)的供应, 4 万吨/15GW 的扩产结构也基本符合 1:1 配套。我们认为这是公司对行业一体化大趋势的积极应对, 与天合的错位合作, 也避开了和下游客户的直接竞争, 符合双方利益。
- 随着光伏各环节技术进步趋缓(绝对差距缩小、成本曲线平坦化), 未来一体化企业之间的竞争, 将很大程度上体现为各环节综合实力的比拼, 很难再去精确区分组件企业的盈利是由硅片、电池、还是组件环节贡献的, 上下游紧密关联互不可缺, 只有在各环节都具备相对优势的企业才有可能获得持续稳定的超额利润。公司在硅料和电池片环节的成本管理能力突出, 未来有望将先进经验平移至硅片生产中, 而天合有完整的组件销售渠道, 双方通过股权合作各取所长, 能实现彼此利益最大化。
- 硅料长单锁定需求, 为扩产保驾护航: 根据公司 2020-2023 年发展规划, 未来三年硅料产能将分别扩至 11.5-15 万吨、15-22 万吨和 22-29 万吨(本次新增 4 万吨硅料扩产项目, 2022 年有望提前完成规划目标)。考虑到公司之前已与隆基、晶科签订硅料销售长单, 至此公司未来三年平均每年已锁定近 18 万吨硅料订单, 有力保证了新产能的消纳, 一定程度平滑了供需周期波动对硅料销量的影响。

## 盈利调整与投资建议

- 根据公告, 新增一/二期 7.5GW 拉棒、切片项目拟于 2021 年 9 月底前/2022 年 3 月底前投产, 15GW 电池项目拟于 2021 年 10 月底前投产, 4 万吨硅料拟于 2022 年 9 月底前投产, 我们调整公司 2020-22E 净利润预期至 49.5, 56.8 (+5%), 75.3 (+14%) 亿元, 对应 EPS 分别为 1.15, 1.33, 1.76 元, 同时上调目标 PE 至对应 2021E 年 30 倍, 对应目标价上调至 40 元 (+25%), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情超预期恶化, 产品价格表现不及预期, 合同履行风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	26,089	27,535	37,555	46,209	59,183	79,341	货币资金	2,923	3,412	2,693	5,083	5,326	7,141
增长率		5.5%	36.4%	23.0%	28.1%	34.1%	应收款项	1,648	2,751	2,935	3,649	4,503	6,023
主营业务成本	-21,024	-22,327	-30,536	-37,080	-46,943	-62,741	存货	1,768	1,586	2,416	3,017	3,800	5,054
% 销售收入	80.6%	81.1%	81.3%	80.2%	79.3%	79.1%	其他流动资产	1,045	996	1,308	1,300	1,347	1,519
毛利	5,066	5,208	7,019	9,130	12,240	16,600	流动资产	7,384	8,745	13,743	13,048	14,977	19,737
% 销售收入	19.4%	18.9%	18.7%	19.8%	20.7%	20.9%	% 总资产	28.9%	22.7%	29.4%	22.4%	23.1%	26.1%
营业税金及附加	-104	-111	-123	-143	-183	-246	长期投资	397	523	547	558	568	579
% 销售收入	0.40%	0.40%	0.33%	0.31%	0.31%	0.31%	固定资产	13,734	25,134	28,277	39,641	44,418	50,475
营业费用	-830	-863	-975	-1,109	-1,420	-1,904	% 总资产	53.8%	65.3%	60.4%	68.1%	68.5%	66.8%
% 销售收入	3.2%	3.1%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	2,368	2,633	2,953	3,509	3,434	3,363
管理费用	-1,551	-1,039	-1,514	-1,617	-2,071	-2,777	非流动资产	18,165	29,739	33,078	45,180	49,826	55,810
% 销售收入	5.9%	3.8%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	% 总资产	71.1%	77.3%	70.6%	77.6%	76.9%	73.9%
息税前利润（EBIT）	2,581	3,195	4,407	5,360	7,615	10,673	资产总计	25,548	38,484	46,821	58,228	64,803	75,547
% 销售收入	9.9%	11.6%	11.7%	11.6%	12.9%	13.5%	短期借款	4,237	6,785	4,765	6,643	5,370	3,697
财务费用	-157	-316	-708	-664	-796	-746	应付款项	4,165	8,078	11,033	10,909	12,581	15,960
% 销售收入	0.6%	1.1%	1.9%	1.4%	1.3%	0.9%	其他流动负债	894	3,896	2,045	2,345	2,672	3,268
资产减值损失	-103	-47	-5	-87	-50	-88	流动负债	9,297	18,759	17,843	19,897	20,624	22,925
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0	长期贷款	1,008	690	4,089	5,089	5,589	6,089
投资收益	53	76	118	1,350	200	200	其他长期负债	1,539	3,808	6,800	10,504	10,546	10,574
% 税前利润	2.2%	3.1%	3.8%	22.6%	2.9%	2.0%	负债	11,843	23,257	28,733	35,490	36,759	39,587
营业利润	2,437	2,395	3,123	5,959	6,969	10,038	普通股股东权益	13,339	14,738	17,577	22,106	27,164	34,068
营业利润率	9.3%	8.7%	8.3%	12.9%	11.8%	12.7%	少数股东权益	366	489	511	632	880	1,892
营业外收支	6	3	28	5	5	5	负债股东权益合计	25,548	38,484	46,821	58,228	64,803	75,547
税前利润	2,442	2,398	3,152	5,964	6,974	10,043	比率分析						
利润率	9.4%	8.7%	8.4%	12.9%	11.8%	12.7%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-401	-367	-469	-895	-1,046	-1,506	每股指标						
所得税率	16.4%	15.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.518	0.520	0.679	1.154	1.325	1.755
净利润	2,041	2,031	2,682	5,069	5,928	8,537	每股净资产	3.436	3.796	4.527	5.693	6.996	8.774
少数股东损益	29	12	48	121	248	1,012	每股经营现金净流	0.751	0.798	0.596	2.594	2.635	3.669
归属于母公司的净利润	2,012	2,019	2,635	4,948	5,679	7,525	每股股利	0.080	0.160	0.160	0.160	0.160	0.160
净利率	7.7%	7.3%	7.0%	10.7%	9.6%	9.5%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	15.08%	13.70%	14.99%	22.38%	20.91%	22.09%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	7.88%	5.25%	5.63%	8.50%	8.76%	9.96%
净利润	2,041	2,031	2,682	5,069	5,928	8,537	投入资本收益率	11.37%	9.67%	9.26%	10.67%	13.71%	16.81%
少数股东损益	29	12	48	121	248	1,012	增长率						
非现金支出	1,072	1,265	2,001	2,558	3,394	4,142	主营业务收入增长率	24.92%	5.54%	36.39%	23.04%	28.08%	34.06%
非经营收益	180	316	594	-776	634	604	EBIT增长率	97.03%	0.66%	31.14%	57.35%	42.06%	40.16%
营运资金变动	-378	-512	-2,962	3,221	275	963	净利润增长率	96.35%	0.33%	30.51%	87.83%	14.77%	32.50%
经营活动现金净流	2,916	3,100	2,314	10,073	10,230	14,245	总资产增长率	19.39%	50.63%	21.66%	24.36%	11.29%	16.58%
资本开支	-4,307	-7,095	-4,137	-14,616	-7,976	-10,042	资产管理能力						
投资	138	585	-61	-11	-11	-11	应收账款周转天数	9.6	13.0	13.8	13.0	12.0	12.0
其他	182	68	-93	1,350	200	200	存货周转天数	27.3	27.4	23.9	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-3,988	-6,442	-4,291	-13,277	-7,787	-9,853	应付账款周转天数	30.3	49.0	46.2	65.0	55.0	50.0
股权募资	171	92	48	0	0	0	固定资产周转天数	170.6	222.3	238.5	276.9	245.0	210.2
债权募资	997	4,771	4,116	6,719	-731	-1,148	偿债能力						
其他	-937	-1,582	-2,716	-1,124	-1,469	-1,430	净负债/股东权益	16.95%	26.69%	57.35%	65.36%	49.37%	30.19%
筹资活动现金净流	231	3,280	1,448	5,595	-2,200	-2,578	EBIT利息保障倍数	16.4	8.2	4.8	8.1	9.6	14.3
现金净流量	-841	-62	-528	2,390	243	1,814	资产负债率	46.36%	60.43%	61.37%	60.95%	56.72%	52.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-18	买入	13.83	16.80
2	2019-07-05	买入	13.86	17.20
3	2019-08-15	买入	12.80	15.40
4	2019-10-25	买入	12.25	17.28
5	2020-02-12	买入	14.90	17.64
6	2020-04-21	买入	12.75	N/A
7	2020-08-10	买入	25.60	32.00
8	2020-10-23	买入	27.68	32.00

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH