

2020年2月13日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

19.3

公司基本信息

產業別	电气设备		
A 股价 (2020/2/12)	16.39		
上证指数 (2020/2/12)	2926.90		
股價 12 個月高/低	16.6/10.62		
總發行股數(百萬)	3882.59		
A 股數(百萬)	3882.59		
A 市值(億元)	636.36		
主要股東	通威集團有限公司 (51.47%)		
每股淨值(元)	4.21		
股價/賬面淨值	3.89		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌 (%)	7.9	38.5	52.4

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

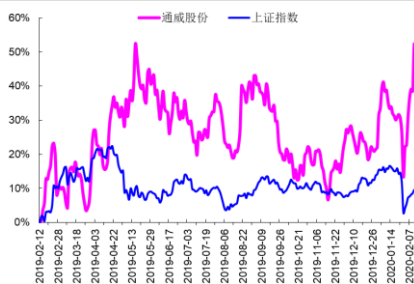
产品组合

光伏业务	68.97%
农牧业务	31.37%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.3%
一般法人	47.9%

股价相对大盘走势



通威股份 (600438.SH)

BUY 买入

发布硅料、电池扩产规划，龙头地位稳固

结论与建议：

公司发布扩产公告，拟在成都市金堂县投资建设年产30GW高效太阳能电池及配套项目，总投资预计为200亿元，其中一期项目7.5GW将于2020年3月前启动，在2021年前建成投产，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。

我们预计公司2019/2020/2021年实现净利润26.87/37.48/48.56亿元，yoy+33.10%/39.50%/29.55%，折合EPS为0.692/0.966/1.251元，目前A股股价对应的PE为24/17/13倍。看好公司硅料和电池片环节的龙头地位，给予“买入”评级。

■ **多技术大手笔扩产电池片产能：**本次扩产 30GW 高效太阳能电池项目预计总投资约 200 亿元，分四期实施，其中一期计划投资 40 亿建设 7.5GW 将于 2020 年 3 月前启动，根据规划 2020 年将形成 30GW 产能，此后保持每年 20GW 以内的建设速度，在 2023 年乐观情况下将达到 100GW，对应全球总需求 200GW 市占率将达到 50%。公司短期扩产仍然围绕 PERC 技术以量产的性价比为前提决定附加 PERC+或者 Topcon 产线，兼容 210mm 及以下尺寸，非硅成本下降至 0.18 元/W（下降超 20%）。同时公司预留了 15GW 异质结项目空间，视日后技术发展情况而定。

■ **硅料持续扩产，成本优势显著：**公司硅料目前 2020 年产能 8GW，规划在 2020-2022 年三年平均投 1-2 个项目，到 2023 年底形成 22-29 万吨产能。规划成本进一步从“5-4-3”下降到“4-3-2”（生产成本控制在 3-4 万元/吨，现金成本控制在 2-3 万元/吨）。2019 年硅料投产高峰价格持续低迷，海外高成本产能在逐步退出，OCI 韩国 5 万吨 2 月已停产，瓦克 2019 年底计提 50 亿人民币减值、美国工厂 2 万吨产能转为电子级，随着单晶硅片上半年产能释放和高成本产能持续出清，硅料价格有望回升。现有有效产能仅剩通威、大全、新特、协鑫和东方希望五家，此次扩产规划公司计划将市占率提升至 30%-40%。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 26.87/37.48/48.56 亿元，yoy+33.10%/39.50%/29.55%，折合 EPS 为 0.692/0.966/1.251 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 24/17/13 倍。看好公司硅料和电池片环节的龙头地位，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1、海外需求不及预期；2、国内政策波动。

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2012.04	2018.75	2686.89	3748.12	4855.65
	同比增减	2.51%	0.33%	33.10%	39.50%	29.55%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.518	0.520	0.692	0.966	1.251
	同比增减	168.23%	0.33%	33.10%	39.50%	29.55%
A 股市盈率(P/E)	X	31.62	31.52	23.68	16.98	13.10
股利 (DPS)	RMB 元	0.080	0.156	0.208	0.290	0.375
股息率 (Yield)	%	0.49%	0.95%	1.27%	1.77%	2.29%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

表: 公司高纯晶硅和太阳能电池业务 2020-2023 年发展规划

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
硅料 (万吨)	8	11.5-15	15-22	22-29
电池片 (GW)	30-40	40-60	60-80	80-100

来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,089	27,535	36,013	45,204	53,190
经营成本	21,024	22,327	29,145	36,299	42,444
研发费用	0	353	540	678	798
营业税金及附加	104	111	144	181	213
销售费用	830	863	1,260	1,582	1,862
管理费用	1,551	1,284	1,260	1,582	1,862
财务费用	157	316	540	452	532
资产减值损失	103	47	50	100	100
投资收益	53	76	200	200	400
营业利润	2,437	2,395	3,272	4,530	5,781
营业外收入	19	16	20	20	20
营业外支出	13	13	50	50	1
利润总额	2,442	2,398	3,242	4,500	5,800
所得税	401	367	486	675	870
少数股东损益	29	12	69	76	74
归属于母公司股东权益	2,012	2,019	2,687	3,748	4,856

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,923	3,412	4,094	4,709	5,179
应收账款	1,648	2,751	3,026	3,480	3,828
存货	1,768	1,586	1,871	2,152	2,367
流动资产合计	7,384	8,745	9,253	10,641	11,705
长期股权投资	149	282	338	405	446
固定资产	12,185	16,754	20,105	23,121	25,433
在建工程	1,420	8,367	10,041	11,547	13,279
非流动资产合计	4,410	4,336	6,444	7,393	7,555
资产总计	25,548	38,484	46,180	53,107	58,418
流动负债合计	9,297	18,759	21,385	24,379	27,792
非流动负债合计	2,547	4,498	4,678	4,865	5,060
负债合计	11,843	23,257	26,063	29,244	32,852
少数股东权益	366	489	421	499	499
股东权益合计	13,339	14,738	19,696	23,364	25,067
负债及股东权益合计	25,548	38,484	46,180	53,107	58,418

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	2,916	3,100	4,536	6,090	8,991
投资活动产生的现金流量净额	-3,988	-6,442	-1,013	-2,480	-3,901
筹资活动产生的现金流量净额	248	3,277	-498	-2,996	-4,619
现金及现金等价物净增加额	-824	-65	682	614	471

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。