

投资评级：买入(维持)

通威股份(600438)

新一轮产能规划出炉，双料龙头强者恒强

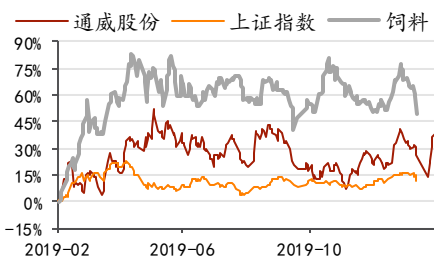
市场数据 2020-02-10

收盘价(元)	14.96
一年内最低/最高(元)	10.61/16.78
市盈率	25.3
市净率	3.63

基础数据

净资产收益率(%)	14.43
资产负债率(%)	60.4
总股本(亿股)	38.83

最近12月股价走势



联系信息

龚斯闻	分析师
SAC 证书编号: S0160518050001	021-68592229
gsw@ctsec.com	
周森顺	联系人
zhoums@ctsec.com	021-68592219
付正浩	联系人
fuzhenghao@ctsec.com	021-68592272
林煜	联系人
liny@ctsec.com	021-68592290

相关报告

- 《通威股份(600438): 电池片盈利低谷, 长期增长可持续》 2019-10-28
- 《通威股份(600438): 半年报业绩高增长, 产能投放助力成长》 2019-08-16

事件:

- 1) 公司发布高纯晶硅和太阳能电池业务 2020-2023 年发展规划: 公司 2020-2023 年多晶硅产能目标分别达到 8、11.5-15、15-22、22-29 万吨, 太阳能电池产能目标分别达到 30-40、40-60、60-80、80-100GW;
- 2) 公司发布投资建设 30GW 高效太阳能电池及配套项目的公告: 计划投资 200 亿元建设年产 30GW 高效太阳能电池及配套项目。

● 多晶硅: 需求激增供给放缓, 成本下行格局优化

从硅料需求端看, 下游硅片企业扩产提速, 终端光伏装机 2020 年大年降至, 多晶硅需求量有望激增。从供应端看, 2020 年国内多晶硅新增产能较少, 高成本产能陆续出清, 海外韩国 OCI 基本退出太阳能多晶硅市场, 多晶硅短期供需缺口显现。成本方面, 根据《规划》, 公司多晶硅新建产能生产成本控制 3—4 万元/吨, 现金成本控制在 2—3 万元/吨, 较现有产能又有大幅降低, 反映公司领先的技术工艺和优秀的成本控制能力。当前, 多晶硅环节龙头企业产能差距较小, 国产替代空间较大, 行业竞争格局未定。公司成本控制优异, 且积极扩建产能, 有望一举成为硅料行业龙头, 尽享行业发展红利。

● 电池片: 龙头地位强化, HJT 曙光初现

公司现有电池片产能约 20GW, 大幅领先于其他电池片厂商。根据《规划》, 公司将年均增加 20GW 产能, 龙头地位将继续强化。此外, 公司在目前主流量产 Perc 电池基础上, 重点布局 Perc+、Topcon、HJT 等新型产品技术。当前, Perc、Topcon 的电池产线单 GW 投资在 3 亿元左右, HJT 电池产线单 GW 投资在 6 亿元左右。从同期发布的总投资 200 亿元建设 30GW 高效太阳能电池计划来看, 公司后续有望加大对 HJT 技术的布局。HJT 具备高效率、低衰减、双面发电等优势, 被视为下一代电池片主流技术。公司目前拥有 HJT 国内最大中试线, 技术实力行业领先, 未来有望继续巩固电池片龙头地位, 实现强者恒强。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.74 元、0.99 元、1.16 元, 对应 PE 分别为 22.3 倍、16.5 倍、14.1 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示: 光伏装机不及预期; 产业链价格波动超出预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	26,089	27,535	36,071	44,007	51,488
增长率	24.9%	5.5%	31.0%	22.0%	17.0%
归属母公司股东净利润(百万)	2,012	2,019	2,860	3,848	4,519
增长率	96.3%	0.3%	41.7%	34.6%	17.4%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.74	0.99	1.16
市盈率(倍)	31.6	31.5	22.3	16.5	14.1

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,089	27,535	36,071	44,007	51,488	成长性					
减: 营业成本	21,024	22,327	29,109	35,161	41,190	营业收入增长率	24.9%	5.5%	31.0%	22.0%	17.0%
营业税费	104	111	144	176	206	营业利润增长率	119.0%	-1.7%	38.3%	35.7%	17.5%
销售费用	830	863	1,262	1,518	1,751	净利润增长率	96.3%	0.3%	41.7%	34.6%	17.4%
管理费用	1,551	1,039	1,804	2,112	2,420	EBITDA 增长率	62.5%	27.0%	17.5%	31.4%	18.4%
财务费用	157	316	469	572	669	EBIT 增长率	88.5%	27.3%	17.4%	34.0%	17.4%
资产减值损失	103	47	50	60	70	NOPLAT 增长率	92.7%	5.9%	39.5%	34.0%	17.4%
加: 公允价值变动收益	2	-1	1	-1	0	投资资本增长率	21.4%	24.8%	41.4%	-0.3%	15.6%
投资和汇兑收益	53	76	80	90	100	净资产增长率	16.1%	11.1%	13.3%	15.6%	15.8%
营业利润	2,437	2,395	3,313	4,496	5,282	利润率					
加: 营业外净收支	6	3	85	88	91	毛利率	19.4%	18.9%	19.3%	20.1%	20.0%
利润总额	2,442	2,398	3,398	4,584	5,373	营业利润率	9.3%	8.7%	9.2%	10.2%	10.3%
减: 所得税	401	367	520	701	822	净利润率	7.7%	7.3%	7.9%	8.7%	8.8%
净利润	2,012	2,019	2,860	3,848	4,519	EBITDA/营业收入	13.4%	16.1%	14.4%	15.6%	15.7%
						EBIT/营业收入	9.7%	11.7%	10.5%	11.5%	11.6%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	2,923	3,412	7,575	9,241	10,812	固定资产周转天数	144	189	184	175	167
交易性金融资产	-	-	0	0	0	流动营业资本周转天数	-3	-47	-32	-24	-28
应收帐款	1,048	1,166	1,543	1,870	2,130	流动资产周转天数	105	105	111	124	125
应收票据	600	1,051	536	1,644	990	应收帐款周转天数	14	14	14	14	14
预付帐款	217	228	304	377	414	存货周转天数	22	22	21	21	21
存货	1,768	1,586	2,549	2,631	3,404	总资产周转天数	324	419	439	442	441
其他流动资产	828	1,302	1,062	1,064	1,143	投资资本周转天数	171	200	205	196	180
可供出售金融资产	149	147	150	149	148	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.1%	13.7%	17.1%	19.8%	20.0%
长期股权投资	149	282	356	438	533	ROA	8.0%	5.3%	5.8%	6.6%	6.7%
投资性房地产	99	95	95	95	95	ROIC	19.3%	16.9%	18.9%	17.9%	21.1%
固定资产	12,185	16,754	20,174	22,698	25,109	费用率					
在建工程	1,420	8,367	11,076	14,236	18,508	销售费用率	3.2%	3.1%	3.5%	3.5%	3.4%
无形资产	1,234	1,394	1,577	1,662	1,778	管理费用率	5.9%	3.8%	5.0%	4.8%	4.7%
其他非流动资产	2,929	2,700	2,451	2,546	2,379	财务费用率	0.6%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
资产总额	25,548	38,484	49,450	58,652	67,445	三费/营业收入	9.7%	8.1%	9.8%	9.6%	9.4%
短期债务	4,013	5,276	14,798	13,938	15,767	偿债能力					
应付帐款	2,294	4,128	2,015	6,189	3,862	资产负债率	46.4%	60.4%	58.6%	61.3%	57.0%
应付票据	909	2,175	284	3,217	1,206	负债权益比	86.4%	152.7%	141.8%	158.7%	132.6%
其他流动负债	2,080	7,179	4,497	5,117	6,271	流动比率	0.79	0.47	0.63	0.59	0.70
长期借款	1,008	690	670	680	700	速动比率	0.60	0.38	0.51	0.50	0.57
其他非流动负债	1,539	3,808	2,212	2,520	2,847	利息保障倍数	16.13	10.20	8.07	8.86	8.89
负债总额	11,843	23,257	24,477	31,661	30,653	分红指标					
少数股东权益	366	489	507	542	574	DPS(元)	0.16	0.16	0.23	0.30	0.36
股本	3,882	3,882	3,883	3,883	3,883	分红比率	30.9%	30.8%	30.7%	30.8%	30.7%
留存收益	9,484	10,880	12,867	15,530	18,660	股息收益率	1.0%	1.0%	1.4%	1.9%	2.2%
股东权益	13,705	15,227	17,257	19,954	23,117	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.52	0.52	0.74	0.99	1.16
净利润	2,041	2,031	2,860	3,848	4,519	BVPS(元)	3.44	3.80	4.31	5.00	5.81
加: 折旧和摊销	969	1,218	1,429	1,782	2,157	PE(X)	31.6	31.5	22.3	16.5	14.1
资产减值准备	103	47	50	60	70	PB(X)	4.8	4.3	3.8	3.3	2.8
公允价值变动损失	-2	1	1	-1	0	P/FCF	118.3	72.6	-22.0	17.3	-16.8
财务费用	241	403	469	572	669	P/S	2.4	2.3	1.8	1.4	1.2
投资收益	-53	-76	-80	-90	-100	EV/EBITDA	18.3	14.9	13.6	10.0	8.5
少数股东损益	29	12	18	35	32	CAGR(%)	23.9%	30.9%	41.2%	23.9%	30.9%
营运资金的变动	-10	5,685	-8,262	6,356	-3,509	PEG	1.3	1.0	0.5	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	2,916	3,100	-3,515	12,562	3,838	ROIC/WACC	2.1	1.8	2.0	1.9	2.3
投资活动产生现金流量	-3,988	-6,442	-7,716	-7,518	-8,926	REP	2.3	2.2	1.5	1.5	1.1
融资活动产生现金流量	248	3,277	15,393	-3,377	6,659						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。