

强烈推荐-A (维持)

通威股份 600438.SH

目标估值: 34-35 元
 当前股价: 26.78 元
 2020 年 09 月 29 日

与隆基在硅料领域深度合作, 有望带来很强的业绩弹性

基础数据

上证综指	3218
总股本 (万股)	428786
已上市流通股 (万股)	428786
总市值 (亿元)	1148
流通市值 (亿元)	1148
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	10.0
资产负债率	56.8%
主要股东	通威集团有限公司
主要股东持股比例	46.61%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通威股份 (600438) 一季报符合预期, 硅料与电池片涨价将加大业绩弹性》2020-08-10
- 2、《通威股份 (600438) 一季报、电池加速出清, 疫情后盈利水平有望快速恢复》2020-04-22
- 3、《通威股份 (600438) 一季报扩产, 硅料和电池龙头地位愈加稳固》2020-02-12

游家训

021-68407937
 youjx@cmschina.com.cn
 S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn
 S1090520060001

公司公告, 公司与隆基将以每年 10.18 万吨为多晶硅料供需合作基础目标, 隆基优先采购通威, 通威优先供应隆基。按通威今年初规划, 21 年底通威将达到 11.5-15 万吨多晶硅产能, 此次 10.18 万吨合作将占通威 70% 的产能。公司硅料业务成本优势突出, 产能利用率、生产成本均处于行业最优水平, 目前, 由于硅料目前供给偏紧, 同时未来 1 年行业基本没有新增产能, 硅料价格有望维持在较高位置, 将给公司带来很强的业绩弹性。维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 34-35 元。

- 公司与隆基在多晶硅料领域深度合作。公司公告, 公司与隆基将以每年 10.18 万吨为多晶硅料供需合作基础目标, 隆基优先采购通威; 通威优先供应隆基。其中, 隆基持有永祥新能源 (年产 7.5 万吨多晶硅) 15% 股权, 永祥股份持股 85%; 云南保山通威 (年产 4 万吨多晶硅), 通威持股 51%, 隆基持股 49%。
- 大幅度锁定公司多晶硅产能。按通威今年初规划, 21 年底通威将达到 11.5-15 万吨多晶硅产能, 此次 10.18 万吨合作将占通威 70% 的产能。按隆基 21 年底 100GW 的产能测算, 此次合作将占隆基 30% 左右的硅料需求 (1W 硅片需要约 3g 硅料, 10.18 万吨硅料对应大约 35GW 硅片)。
- 硅料业务成本优势突出, 具备很强的竞争力。公司硅料业务成本优势突出, 并且由于公司持续满负荷生产, 产能利用率达 116%, 单晶料占比达 90.86%, 平均生产成本 3.95 万元/吨, 其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨, 处于行业最优水平。20 年上半年, 公司实现高纯晶硅销量 4.50 万吨, 同比增长 97.04%, 在单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4% 和 41.2% 的情况下, 公司高纯晶硅产品平均毛利率达到 27.70%, 保持了较好的竞争力。
- 硅料业务带来很强业绩弹性。由于硅料目前供给偏紧, 同时未来 1 年行业基本没有新增产能, 硅料价格有望维持在较高位置。目前公司硅料生产成本已经在 4 万元以下, 同时, 公司多晶硅月度产量已经超过 8000 吨, 估算公司 20 年下半年, 21 年将多晶硅产量将达 4-5、9-10 万吨, 目前, 硅料价格稳定在较高位置, 将给公司硅料业务带来很强的业绩弹性。
- 投资建议: 维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 34-35 元。
- 风险提示: 光伏装机低于预期, 硅料价格持续性低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	27535	37555	45066	55882	70970
同比增长	6%	36%	20%	24%	27%
营业利润(百万元)	2395	3123	4165	6711	9006
同比增长	-2%	30%	33%	61%	34%
净利润(百万元)	2019	2635	3468	5561	7452
同比增长	0%	31%	32%	60%	34%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.81	1.30	1.74
PE	51.5	39.5	33.1	20.6	15.4
PB	7.1	5.9	4.8	4.0	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、与隆基在多晶硅料领域深度合作	3
2、公司硅料业务有很强业绩弹性	3

图表目录

图 1 硅料价格连续上涨（单位，元/kg）	4
图 2：通威股份历史 PE Band	5
图 3：通威股份历史 PB Band	5
表 1：隆基投资通威多晶硅料制造公司	3
表 2：多晶硅业务盈利能力对比	4
表 3：通威硅料产能明细	4
表 4：通威硅料成本测算	4
附：财务预测表	6

1、与隆基在多晶硅料领域深度合作

公司与隆基在多晶硅料领域深度合作。公司公告，公司与隆基将以每年 10.18 万吨为多晶硅料供需合作基础目标，隆基优先采购通威；通威优先供应隆基。其中，隆基持有永祥新能源（年产 7.5 万吨多晶硅）15% 股权，永祥股份持股 85%；云南保山通威（年产 4 万吨多晶硅），通威持股 51%，隆基持股 49%。

大幅度锁定公司多晶硅产能。按通威今年初规划，21 年底通威将达到 11.5-15 万吨多晶硅产能，此次 10.18 万吨合作将占通威 70% 的产能。按隆基 21 年底 100GW 的产能测算，此次合作将占隆基 30% 左右的硅料需求（1W 硅片需要约 3g 硅料，10.18 万吨硅料对应大约 35GW 硅片）。

表 1：隆基投资通威多晶硅料制造公司

合作公司	产能情况	股权情况
四川永祥新能源有限公司	目前 3.5 万吨，扩产后 7.5 万吨	永祥股份 85%，隆基 15%
云南保山 4 万吨高纯晶硅项目	4 万吨	通威 51%，隆基 49%

资料来源：公司公告、招商证券

注：永祥新能源注册资本拟将由 12 亿元增加至 28 亿元，隆基保持 15% 持股比例同步增资

2、公司硅料业务有很强业绩弹性

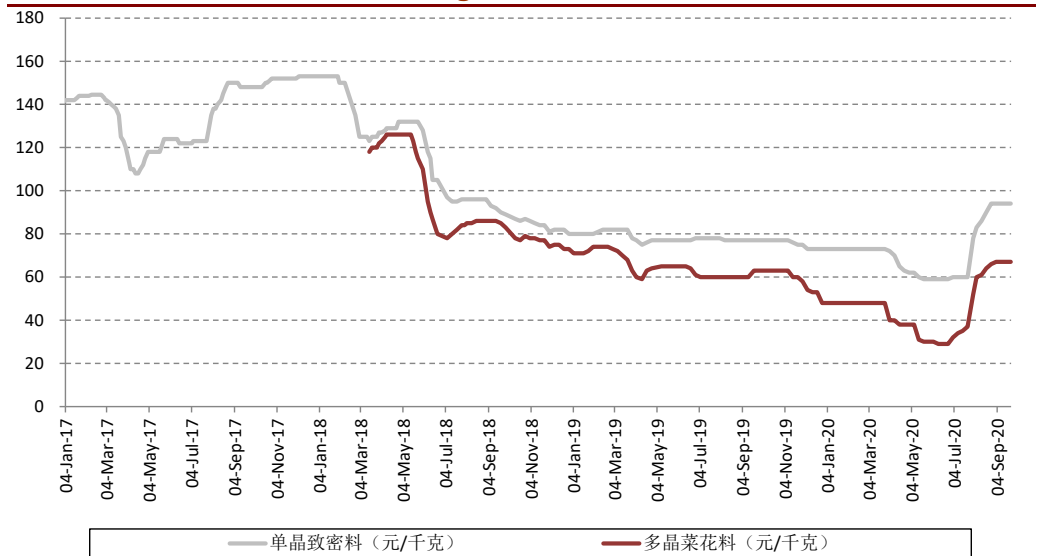
硅料业务成本优势突出，具备很强的竞争力。公司硅料业务成本优势突出，并且由于公司持续满负荷生产，产能利用率达 116%，单晶料占比达 90.86%，平均生产成本 3.95 万元/吨，其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨，处于行业最优水平。20 年上半年，公司实现高纯晶硅销量 4.50 万吨，同比增长 97.04%，在单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4% 和 41.2% 的情况下，公司高纯晶硅产品平均毛利率达到 27.70%，保持了较好的竞争力。

硅料价格有望稳定在较高位置。目前单晶硅致密料价格在 94 元/公斤左右，菜花料在 67 元/公斤，较今年低点上涨 50% 以上。硅料价格向上显著修复主要系光伏需求持续向好，同时部分硅料厂计划外检修，导致硅料供给偏紧，目前，在二三线硅料企业持续退出的背景下，我们判断本轮硅料有望维持在较高位置。

同时，过去几年由于硅料产能扩张较快，叠加了行业技术进步降低了每瓦硅耗的影响，硅料价格出现了连续的下滑，目前多晶硅料价格反弹后主要系供给偏紧情况下的盈利能力修复。

公司硅料业务带来很强业绩弹性。由于公司目前硅料生产成本已经在 4 万元以下，同时，公司多晶硅月度产量已经超过 8000 吨，估算公司 20 年下半年，21 年将多晶硅产量将达 4-5、9-10 万吨，目前，硅料价格稳定在较高位置，将给公司硅料业务带来很强的业绩弹性。

图 1 硅料价格连续上涨 (单位, 元/kg)



资料来源: 硅业分会、招商证券

表 2: 多晶硅业务盈利能力对比

		2015	2016	2017	2018	19H1	2019	20H1
通威	毛利率	32.8	41.0	46.8	33.88	16.98	28.4	27.7
大全	毛利率	18.8	36.1	43.8	32.53	18.29	22.89	
新特	毛利率	32.1	33.9	40.7	31	-	17.85	
瓦克	EBITDA/收入	37.8	26.1	26.3	8.80	-7.97	7.3	
OCI	EBITDA/收入	10.1	15.4	19.3	10.79	0.79	-	

资料来源: Wind、彭博、招商证券

注: OCI 未单独披露多晶硅业务, 其数据未 basic chemicals 业务类数据

表 3: 通威硅料产能明细

单位: 万吨	投资金额-亿	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
乐山老厂		1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
乐山一期	27.5				3.5	3.5	3.5
包头一期	27.8				3.5	3.5	3.5
乐山二期	40.0						4.0
保山一期	40.0						4.0
合计		1.5	2.0	2.0	9.0	9.0	17.0

资料来源: wind、招商证券

表 4: 通威硅料成本测算

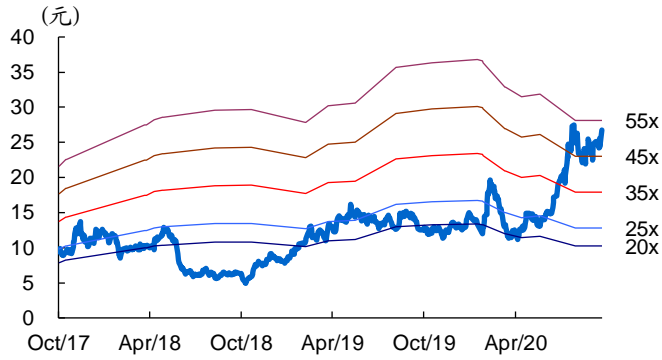
	通威包头一期	通威乐山一期	通威乐山二期	通威保山一期	乐山老厂
工业硅粉单耗-千克/千克	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
工业硅粉价格-元/千克	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
硅粉成本-元/千克	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
综合电耗-度/千克	58.0	58.0	54.0	54.0	60.0
含税电价-元/度	0.23	0.30	0.30	0.25	0.38
电力成本-元/千克	11.8	15.4	14.3	11.9	20.2
其他能源&辅料-元/千克	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0
人工薪酬-元/千克	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0
检修&配件-元/千克	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2
折旧-元/千克	8.6	8.6	8.0	8.0	9.0
生产成本-元/千克	36.1	39.7	38.1	35.7	46.6

	通威包头一期	通威乐山一期	通威乐山二期	通威保山一期	乐山老厂
三费附加-元/千克	6.0	6.0	5.0	5.0	6.5
完全成本-元/千克	42.1	45.7	43.1	40.7	53.1

资料来源: wind、招商证券

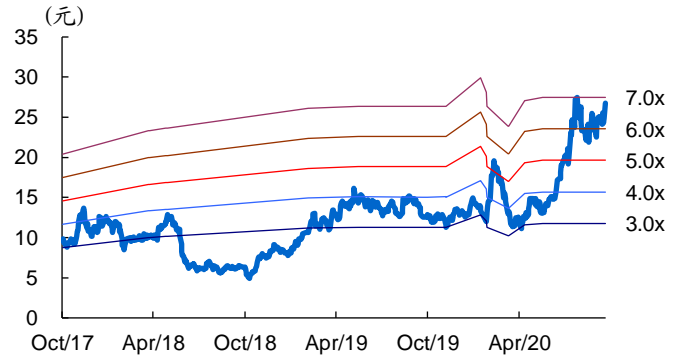
注: 上述成本为估算数据, 20 年上半年, 公司多晶硅平均生产成本 3.95 万元/吨, 其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨

图 2: 通威股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 通威股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	17966	21152	25877
现金	3412	2693	4780	4929	5307
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1051	457	548	680	864
应收款项	1166	1672	1983	2459	3123
其它应收款	535	805	966	1198	1522
存货	1586	2416	2854	3428	4326
其他	996	5700	6835	8457	10736
非流动资产	29739	33078	37152	41600	46192
长期股权投资	282	440	440	440	440
固定资产	16754	24531	28862	33518	38278
无形资产	2042	2348	2113	1902	1712
其他	10661	5759	5737	5740	5763
资产总计	38484	46821	55118	62752	72070
流动负债	18759	17843	19531	22543	25942
短期借款	5276	3623	4304	4548	3623
应付账款	6304	8904	10553	12678	15998
预收账款	1187	1571	1863	2238	2824
其他	5992	3745	2811	3079	3498
长期负债	4498	10889	10889	10889	10889
长期借款	690	4089	4089	4089	4089
其他	3808	6800	6800	6800	6800
负债合计	23257	28733	30420	33432	36832
股本	3882	3883	4288	4288	4288
资本公积金	5713	6527	10327	10327	10327
留存收益	5143	7168	9510	14030	19813
少数股东权益	489	511	574	675	810
归属于母公司所有者权益	14738	17577	24124	28645	34428
负债及权益合计	38484	46821	55118	62752	72070

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3100	2357	6429	8665	11185
净利润	2019	2635	3468	5561	7452
折旧摊销	1218	1996	2650	3007	3401
财务费用	403	754	436	432	410
投资收益	(76)	(118)	(204)	(171)	(193)
营运资金变动	(459)	(3051)	8	(276)	(34)
其它	(6)	143	71	112	149
投资活动现金流	(6442)	(4291)	(6523)	(7286)	(7804)
资本支出	(7124)	(4208)	(6727)	(7457)	(7997)
其他投资	683	(83)	204	171	193
筹资活动现金流	3277	1441	2182	(1229)	(3003)
借款变动	1952	(2)	(461)	244	(925)
普通股增加	0	0	405	0	0
资本公积增加	13	814	3800	0	0
股利分配	(621)	(1553)	(1126)	(1040)	(1668)
其他	1934	2182	(436)	(432)	(410)
现金净增加额	(65)	(492)	2087	150	377

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27535	37555	45066	55882	70970
营业成本	22327	30536	36193	43482	54867
营业税金及附加	111	123	147	183	232
营业费用	863	975	1352	1676	2129
管理费用	1039	1514	1803	2124	2697
研发费用	598	1001	1127	1397	1774
财务费用	316	708	436	432	410
资产减值损失	(47)	(48)	(48)	(48)	(48)
公允价值变动收益	(1)	0	0	(0)	(0)
其他收益	90	214	95	80	87
投资收益	73	258	108	92	105
营业利润	2395	3123	4165	6711	9006
营业外收入	16	42	42	42	42
营业外支出	13	14	14	14	14
利润总额	2398	3152	4193	6740	9035
所得税	367	469	662	1078	1448
少数股东损益	12	48	63	101	135
归属于母公司净利润	2019	2635	3468	5561	7452

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	6%	36%	20%	24%	27%
营业利润	-2%	30%	33%	61%	34%
净利润	0%	31%	32%	60%	34%
获利能力					
毛利率	18.9%	18.7%	19.7%	22.2%	22.7%
净利率	7.3%	7.0%	7.7%	10.0%	10.5%
ROE	13.7%	15.0%	14.4%	19.4%	21.6%
ROIC	10.1%	11.9%	11.6%	15.8%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	61.4%	55.2%	53.3%	51.1%
净负债比率	19.4%	18.9%	15.2%	13.8%	10.7%
流动比率	0.5	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	13.3	15.3	13.7	13.8	14.2
应收帐款周转率	15.3	17.3	19.3	19.7	19.9
应付帐款周转率	4.9	4.0	3.7	3.7	3.8
每股资料 (元)					
EPS	0.52	0.68	0.81	1.30	1.74
每股经营现金	0.80	0.61	1.50	2.02	2.61
每股净资产	3.80	4.53	5.63	6.68	8.03
每股股利	0.40	0.29	0.24	0.39	0.52
估值比率					
PE	51.5	39.5	33.1	20.6	15.4
PB	7.1	5.9	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	36.2	24.4	19.4	13.8	11.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷和沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源汽车产业链。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。