

通威股份 (600438.SH)

与隆基战略合作，光伏龙头强强联合

核心观点:

- 公司 9 月 25 日公告与隆基股份签订战略合作协议，每年双向优先保障 10.18 万吨多晶硅料交易量并进行股权合作，隆基股份参股通威旗下四川乐山一期、二期共 7.5 万吨产能的 15% 股权，拟参股云南保山 4 万吨硅料产能的 49% 股权。双方通过战略合作，充分发挥各自领域领先优势，实现强强联合，合作有利于保障通威股份硅料产能扩张及产品稳定销售，进一步夯实公司全球硅料龙头地位。
- 2021 年硅料供需偏紧格局仍将持续，隆基股份锁定 2021 年 64.8% 以上硅料需求，通威约占 32.3%。根据我们测算，2018 年以来，隆基股份与 OCI/新特/大全/亚硅/通威等多家企业签订重大硅料采购合同，涉及 2021 年硅料采购量超过 20.4 万吨，锁定行业现金成本低于 70 元/kg 的硅料产能的 46%。隆基锁定的硅料产能占上述合作企业 2021 年底产能比例分别为 4.8%/50%/53.7%/31.2%/63.6%；按 1W 硅片耗硅 3g 计算，隆基股份 2021 年底硅料需求量约 31.5 万吨，上述硅料企业供应比例分别为 1.2%/11.4%/11.9%/7.9%/32.3%。通威股份对隆基股份硅料供给比例最高，合作最为紧密。
- 公司公告规划 2021-2023 年硅料产能区间分别为 11.5-15 万吨/15-22 万吨/22-29 万吨；2020-2023 年电池累计产能区间分别 30-40/40-60/60-80/80-100GW。2020 年 6 月底公司硅料和光伏电池产能分别为 8 万吨和 27.5GW，产品规模、质量、成本、效率全球领先，新规划实施后，有望进一步提升公司核心竞争力，持续扩大领先优势。
- 预计 20-22 年业绩分别为 1.20/1.23/1.52 元/股，9 月 25 日收盘价对应 PE 为 20.6X/20.2X/16.3X。公司为全球硅料和电池片龙头，新产能扩张将继续扩大领先优势，分别给予其 2021 年光伏和农牧业务 26 倍和 21 倍 PE 估值，对应合理价值 31.12 元/股，继续给予“买入”评级。
- 风险提示。行业政策变化风险，项目拓展不及预期，盈利不及预期等。

盈利预测:

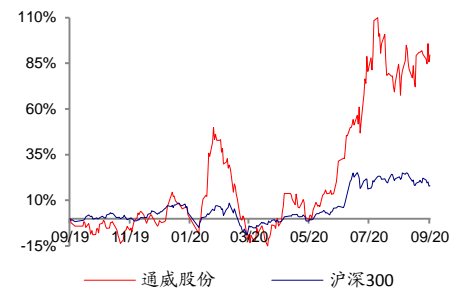
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	27,535	37,555	46,389	55,966	69,015
增长率 (%)	5.5	36.4	23.5	20.6	23.3
EBITDA (百万元)	3,816	5,402	6,629	8,004	9,824
归母净利润 (百万元)	2,019	2,635	5,165	5,257	6,506
增长率 (%)	0.5	30.5	96.0	1.8	23.7
EPS (元/股)	0.52	0.68	1.20	1.23	1.52
市盈率 (P/E)	15.92	19.35	20.60	20.23	16.35
ROE (%)	13.7	15.0	19.1	16.4	16.8
EV/EBITDA	9.49	11.36	16.62	13.95	11.52

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	24.81 元
合理价值	31.12 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-28

相对市场表现



分析师：陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001

SFC CE No. BOI548



jjchengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 通威股份 (600438.SH): 中报 2020-08-09
业绩符合预期，下半年有望量价齐升
- 通威股份 (600438.SH): 创新 2020-07-27
推动降本增效，龙头扩大领先优势
- 通威股份 (600438.SH): 行业 2020-04-21
格局加速优化，公司盈利修复可期

请务必阅读末页的免责声明

一、与隆基战略合作，光伏龙头强强联合

公司9月25日发布《通威股份关于与隆基绿能科技股份有限公司战略合作的进展公告》，与隆基股份签订战略合作协议，每年双向优先保障10.18万吨多晶硅料交易量并进行股权合作，隆基股份参股通威旗下四川乐山一期、二期共7.5万吨产能的15%股权，拟参股云南保山4万吨硅料产能的49%股权。双方通过战略合作，充分发挥各自领域领先优势，实现强强联合，合作有利于保障通威股份硅料产能扩张及产品稳定销售，进一步夯实公司全球硅料龙头地位。

2021年硅料供需偏紧格局仍将持续，隆基股份锁定2021年64.8%以上硅料需求，通威约占32.3%。根据我们测算，2018年以来，隆基股份与OCI/新特/大全/亚硅/通威等多家企业签订重大硅料采购合同，涉及2021年硅料采购量超过20.4万吨，锁定行业现金成本低于70元/kg的硅料产能的46%。隆基锁定的硅料产能占上述合作企业2021年底产能比例分别为4.8%/50%/53.7%/31.2%/63.6%；按1W硅片耗硅3g计算，隆基股份2021年底硅料需求量约31.5万吨，上述硅料企业供应比例分别为1.2%/11.4%/11.9%/7.9%/32.3%。通威股份对隆基股份硅料供给比例最高，合作最为紧密。

根据公司2020年2月发布的《通威股份高纯晶硅和太阳能电池业务2020-2023年发展规划》，公司计划2021-2023年硅料产能区间分别为11.5-15万吨/15-22万吨/22-29万吨；2020-2023年电池累计产能区间分别30-40/40-60/60-80/80-100GW。2020年6月底公司硅料和光伏电池产能分别为8万吨和27.5GW，产品规模、质量、成本、效率全球领先，新规划实施后，有望进一步提升公司核心竞争力，持续扩大领先优势。

二、盈利预测和投资建议

根据公司产能扩张计划及核心产品供需情况，我们对公司业务发展做如下假设：

(1) 2020-2022年，预计公司硅料销量分别为8.8万吨、9万吨和16.5万吨，硅料不含税价格分别为6.76万元/吨、7.37万元/吨和7万元/吨，精益化管理及新产能释放带动成本进一步下降，硅料业务毛利率有望维持在40%以上；

(2) 2020-2022年，预计公司电池销量分别为20GW、30GW和40GW，行业竞争及技术革新等因素带动下，光伏电池毛利率呈小幅回落，2022年毛利率16%左右。

(3) 光伏电站及发电业务稳步发展，预计发电业务毛利率基本稳定在63%左右，化工及农牧业务保持平稳。

在上述假设下，我们预计20-22年公司业绩分别为1.21/1.23/1.52元/股，9月25日收盘价对应PE为20.6X/20.2X/16.3X。公司为全球硅料和电池片龙头，新产能扩张将继续扩大领先优势，预计公司2021年光伏部分实现业绩46.07亿元，农业部分业绩6.5亿元，参考光伏及农业可比公司估值，分别给予其2021年光伏和农牧业务26倍和21倍PE估值，对应合理价值31.12元/股，继续给予“买入”评级。

风险提示。行业政策变化风险，项目拓展不及预期，盈利不及预期等。

表1: 通威股份业务拆分 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、多晶硅业务					
年底产能 (万吨)	2	8	8	15.5	15.5
产量 (万吨)	1.93	6.44	9	10	16.5
销量 (万吨)	1.92	6.38	8.8	9	16.5
多晶硅平均价格(不含税) (万元/吨)	8.35	5.78	6.76	7.37	7.00
单位销量生产成本 (万元/吨)	5.53	4.30	3.95	3.99	3.77
生产成本 (亿元)	10.61	27.43	34.76	35.91	62.21
单位销量毛利润 (万元/吨)	2.82	1.48	2.81	3.38	3.23
硅料收入 (亿元)	16.03	36.88	59.49	66.31	115.50
多晶硅业务毛利率	33.8%	25.6%	41.6%	45.8%	46.1%
二、电池及组件业务					
光伏电池价格 (元/W)	1.19	0.92	0.85	0.79	0.73
年底产能 (GW)	9.2	20	30	40	60
销量 (GW)	6.44	13.3	20	30	40
硅片成本 (元/W)	0.71	0.51	0.50	0.46	0.44
非硅成本 (元/W)	0.25	0.23	0.19	0.18	0.17
生产成本 (元/W)	0.96	0.74	0.69	0.64	0.61
生产成本 (亿元)	62.14	97.91	138.00	192.60	244.80
电池收入 (亿元)	76.42	122.71	169	235.5	292
毛利润 (亿元)	14.28	24.80	31.00	42.90	47.20
毛利润 (元/W)	0.22	0.19	0.16	0.14	0.12
毛利率	18.69%	20.21%	18.34%	18.22%	16.16%
三、光伏发电					
期末光伏电站规模 (MW)	1151	1469	1769	2119	2469
yoy	136.34%	27.63%	20.42%	19.79%	16.52%
发电量 (万 kwh)	84314.00	172259.00	207437.83	248479.80	289521.76
销售量 (万 kwh)	82263.61	104991.52	126432.95	151447.95	176462.95
yoy	190.86%	27.63%	20.42%	19.79%	16.52%
电站收入 (亿元)	6.20	10.93	12.57	14.45	16.62
yoy	137.33%	76.19%	15.00%	15.00%	15.00%
占全部营收比重	2.25%	2.91%	2.71%	2.58%	2.41%
毛利率	61.48%	63.49%	63.49%	63.49%	63.49%
毛利润 (亿元)	4.41	6.94	7.98	9.18	10.55
成本 (亿元)	3.74	3.99	4.59	5.28	6.07
四、化工业务					
化工业务营收 (亿元)	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14
化工业务成本 (亿元)	10.73	10.97	10.97	10.97	10.97
化工毛利润 (亿元)	6.41	6.17	6.17	6.17	6.17
毛利率	37.42%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%

五、农牧合计

营收 (亿元)	168.16	186.99	205.69	226.26	248.88
yoy	3.68%	11.20%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	144.53	163.48	180.90	198.99	218.89
毛利率	14.05%	12.57%	12.05%	12.05%	12.05%
收入合计 (亿元)	275.35	375.55	463.89	559.66	690.15
成本合计 (亿元)	223.27	305.36	369.22	443.75	542.94
毛利润 (亿元)	52.08	70.19	94.67	115.91	147.21
毛利率	18.91%	18.69%	20.41%	20.71%	21.33%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值情况

	股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
						2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
光伏	601012.SH	隆基股份	71.12	37.72	2682.52	1.40	2.11	2.71	17.74	33.69	26.20
	002129.SZ	中环股份	21.81	30.33	661.48	0.32	0.47	0.65	36.40	46.16	33.32
可比光伏公司平均									39.93	29.76	
农业	002311.SZ	海大集团	59.20	15.80	935.47	1.04	1.61	2.05	34.51	36.75	28.89
	002385.SZ	大北农	8.99	41.95	377.16	0.12	0.62	0.69	40.70	14.45	13.04
可比农业公司平均									25.60	20.96	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 除通威股份业绩外, 其他公司业绩均来源于万得一致预测

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,745	13,743	16,134	17,600	19,410	经营活动现金流	3,100	2,357	5,133	8,686	10,655
货币资金	3,412	2,693	4,378	4,579	4,625	净利润	2,031	2,682	5,259	5,344	6,624
应收及预付	2,445	2,519	3,156	3,805	4,686	折旧摊销	1,218	1,996	1,624	1,634	1,847
存货	1,586	2,416	2,419	2,908	3,557	营运资金变动	-512	-2,962	-945	1,336	1,712
其他流动资产	1,302	6,116	6,181	6,309	6,542	其它	363	642	-805	372	473
非流动资产	29,739	33,078	33,710	42,133	52,333	投资活动现金流	-6,442	-4,291	-1,143	-9,923	-11,913
长期股权投资	282	440	450	450	450	资本支出	-7,095	-4,137	-1,816	-8,083	-10,083
固定资产	16,754	24,534	24,914	25,284	29,444	投资变动	585	-61	-110	0	0
在建工程	8,367	3,587	4,587	10,587	14,587	其他	68	-93	783	-1,840	-1,830
无形资产	1,394	1,710	1,766	1,822	1,865	筹资活动现金流	3,277	1,441	-2,304	1,437	1,304
其他长期资产	2,942	2,807	1,993	3,990	5,987	银行借款	4,771	4,116	77	1,700	1,500
资产总计	38,484	46,821	49,844	59,733	71,743	股权融资	92	48	4,977	0	0
流动负债	18,759	17,843	14,639	17,940	21,916	其他	-1,585	-2,723	-7,358	-263	-196
短期借款	5,276	3,623	1,800	2,500	3,000	现金净增加额	-65	-492	1,686	200	46
应付及预收	7,491	10,475	11,045	13,284	16,275	期初现金余额	2,490	2,428	2,693	4,378	4,579
其他流动负债	5,992	3,745	1,793	2,156	2,641	期末现金余额	2,428	1,943	4,378	4,579	4,625
非流动负债	4,498	10,889	7,623	8,966	10,377						
长期借款	690	4,089	5,989	6,989	7,989						
应付债券	0	4,212	399	399	399						
其他非流动负债	3,808	2,588	1,235	1,578	1,989						
负债合计	23,257	28,733	22,261	26,906	32,293						
股本	3,882	3,883	4,288	4,288	4,288						
资本公积	5,713	5,673	10,244	10,244	10,244						
留存收益	5,168	7,181	12,346	17,604	24,109						
归属母公司股东权益	14,738	17,577	26,978	32,135	38,641						
少数股东权益	489	511	605	691	809						
负债和股东权益	38,484	46,821	49,844	59,733	71,743						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,535	37,555	46,389	55,966	69,015
营业成本	22,327	30,536	36,922	44,375	54,294
营业税金及附加	111	123	152	183	226
销售费用	863	975	1,206	1,455	1,794
管理费用	1,039	1,514	1,869	2,127	2,781
研发费用	598	1,001	1,234	1,456	1,942
财务费用	316	708	385	425	529
资产减值损失	-47	-5	-20	-30	-40
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	76	118	120	160	170
营业利润	2,395	3,123	6,170	6,275	7,778
营业外收支	3	28	9	4	4
利润总额	2,398	3,152	6,179	6,279	7,782
所得税	367	469	920	935	1,159
净利润	2,031	2,682	5,259	5,344	6,624
少数股东损益	12	48	94	87	118
归属母公司净利润	2,019	2,635	5,165	5,257	6,506
EBITDA	3,816	5,402	6,629	8,004	9,824
EPS (元)	0.52	0.68	1.20	1.23	1.52

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	5.5%	36.4%	23.5%	20.6%	23.3%
营业利润增长	-1.6%	30.4%	97.6%	1.7%	24.0%
归母净利润增长	0.5%	30.5%	96.0%	1.8%	23.7%
获利能力					
毛利率	18.9%	18.7%	20.4%	20.7%	21.3%
净利率	7.4%	7.1%	11.3%	9.5%	9.6%
ROE	13.7%	15.0%	19.1%	16.4%	16.8%
ROIC	11.5%	10.2%	13.6%	14.3%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	61.4%	44.7%	45.0%	45.0%
净负债比率	19.4%	27.9%	16.4%	16.6%	15.9%
流动比率	0.47	0.77	1.10	0.98	0.89
速动比率	0.37	0.61	0.90	0.79	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.88	0.96	1.02	1.05
应收账款周转率	15.27	17.28	17.28	17.28	17.28
存货周转率	13.32	15.26	15.26	15.26	15.26
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.68	1.20	1.23	1.52
每股经营现金流	0.80	0.61	1.20	2.03	2.48
每股净资产	3.80	4.53	6.29	7.49	9.01
估值比率					
P/E	15.92	19.35	20.60	20.23	16.35
P/B	2.18	2.90	3.94	3.31	2.75
EV/EBITDA	9.49	11.36	16.62	13.95	11.52

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。
纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
李蒙：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
张秀俊：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。