

大幅规划扩产，龙头地位加强

——通威股份（600438）跟踪报告

买入（上调）

日期：2020年02月12日

事件：近日，公司发布扩产计划，2020-2023年底多晶硅产能将分别达8、11.5-15、15-22、22-29万吨，电池片产能将分别达到30-40、40-60、60-80、80-100GW。

投资要点：

- **硅料规划产能大增，海外同行产能退出，行业格局将变化：**21-23年，硅料新增产能3.5-7万吨/年，新增产能采用全新设计理念，单晶料占比维持85%以上，N型料占比40%-80%，可生产电子级高纯晶硅，成本有望从现有的5/4/3万元/吨降低至4/3/2万元/吨。根据BusinessKorea报道，韩国多晶硅制造商OCI计划在今年2月份关停其在韩国的5.2万吨工厂，其与韩华正在考虑退出该市场，瓦克在美国的5万吨产能20年上半年也有关停的计划，海外产能预计退出10万吨，2019年中国多晶硅料进口量近14万吨，国内高成本产能也望相继退出，随着下游不完全统计单晶硅片企业高达58GW的产能逐步释放，硅料供给20年出现明显的缺口，可能伴随着价格上涨。
- **电池片继续大幅扩产，多条技术并进未来可期：**公司19年底电池产能20GW，已经成为全球电池环节的绝对龙头。此次规划每年新增电池产能将达到15-20GW，且新产线兼容210mm及以下所有尺寸硅片，龙头地位进一步强化。公司成本控制能力突出，已经显著高于同行，新产能有望将非硅成本进一步降至0.18元/W。在技术路径的选择上，PERC往PERC+、TOPCon、HJT三路并进，对技术动向保持紧密跟踪和技术经济性综合研判，保证公司不会错失未来。
- **盈利预测与投资建议：**预计19-21年归母净利润至28.48、40.69、51.30亿元，对应EPS分别为0.73/1.05/1.32元，考虑公司加大产能规划后，硅料和电池世界龙头地位进一步巩固，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**硅料及电池片价格波动风险；新技术迭代风险，产能投产不及预期，股权质押风险等。

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	275.35	363.09	469.11	576.47
增长比率(%)		31.86	29.20	22.88
净利润(亿元)	20.19	28.48	40.69	51.30
增长比率(%)		41.10	42.85	26.08
每股收益(元)	0.52	0.73	1.05	1.32
市盈率(倍)	15.92	22.34	15.64	12.40

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业

公司网址

大股东/持股

通威集团有限公司

/52.45%

实际控制人/持股

总股本(百万股)

3,882.59

流通A股(百万股)

3,882.59

收盘价(元)

14.90

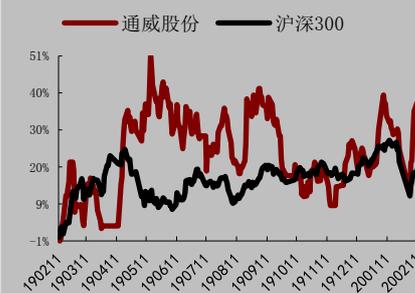
总市值(亿元)

578.51

流通A股市值(亿元)

578.51

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年02月12日

相关研究

万联证券研究所 20191025_通威股份(600438) 季报点评_硅料将迎来全面满产，电池片盈利处于底部

万联证券研究所 20190815_通威股份(600438) 半年报点评_AAA_电池片贡献主要利润，期待旺季量利齐升

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

1、疫情导致多晶硅短期供需偏紧、价格存在上涨预期

行业受疫情影响，短期供需偏紧。随着疫情持续，国内大部分在产硅料企业特别是新疆工厂面临原材料硅粉紧缺的问题。一方面是由于疫情严重，工作人员返工受限，硅粉企业开工率较低；另一方面由于省际间交通不畅，物流环节出现障碍，硅粉产能运输存在一定问题。原材料的供应不足迫使部分多晶硅企业特别是新疆企业降低硅料厂负荷、造成短期供需偏紧，目前硅料价格存在上涨预期。

公司生产经营独善其身。通威硅料工厂地处内蒙古包头和四川乐山，其中，眉山产能的原料主要依靠本地供给，从物流或原料来源上受疫情的影响极小。同时，通威硅料的下游客户也主要集中在非疫情区域，受影响较小。

2、单晶硅片迎来扩产周期，硅料停产多于扩产

不完全统计，20年单晶硅片新投产产能58GW。近两年多家硅片厂开工建设新产能，20年仅隆基一家就有47GW硅片、硅棒投产，下游硅片的大幅扩产也将提升对硅料特别是单晶硅料的需求。

图表 1：2020 年单晶硅片预计投产情况

企业	项目类型	规模 (GW)	地区	规划进度
隆基	单晶硅片	10	楚雄	3月投产
	单晶硅棒	6	丽江	5月投产
	单晶硅棒	6	保山	7月投产
	单晶硅片	15	银川	下半年
	单晶硅棒	10	腾冲	年底投产
晶科	单晶硅片	5	乐山	Q2 满产
上机数控	单晶硅片	5	包头	Q1 达产
海泰新能	单晶硅片	1	乌兰察布	7月投产
合计		58		

资料来源：集邦新能源，万联证券研究所

19年国内硅料扩产高峰已过，20年新增产能6万吨左右。19年国内硅料投产达到高峰，通威、新特、大全等企业新增产能逾15万吨，国内硅料产能达到50万吨。硅料产能的增长速度超过需求的增长，导致自2019年年初开始硅料价格便一直下跌。硅业分会预计20年国内新增硅料产能6万吨，主要是东方希望4万吨和新疆协鑫技改新增的2万吨。

海外硅料宣布停产5.2万吨，存在关停计划产能5万吨。根据BusinessKorea报道，韩国多晶硅制造商OCI计划在今年2月份关停其在韩国的5.2万吨工厂，其与韩华正在考虑退出该市场，瓦克在美国的5万吨产能20年上半年也有关停的计划，海外产能预计退出10万吨。2019年中国多晶硅料进口量近14万吨，国产替代趋势显著。

国内高成本产能也望相继退出，导致供需偏紧。2020年国内多晶硅扩产有限，海外叠加国内部分落后产能继续退出，预计今年多晶硅市场供应偏紧，价格有望回暖。

图表 2：2019 年以来我国硅料产能投放情况（单位：万吨）

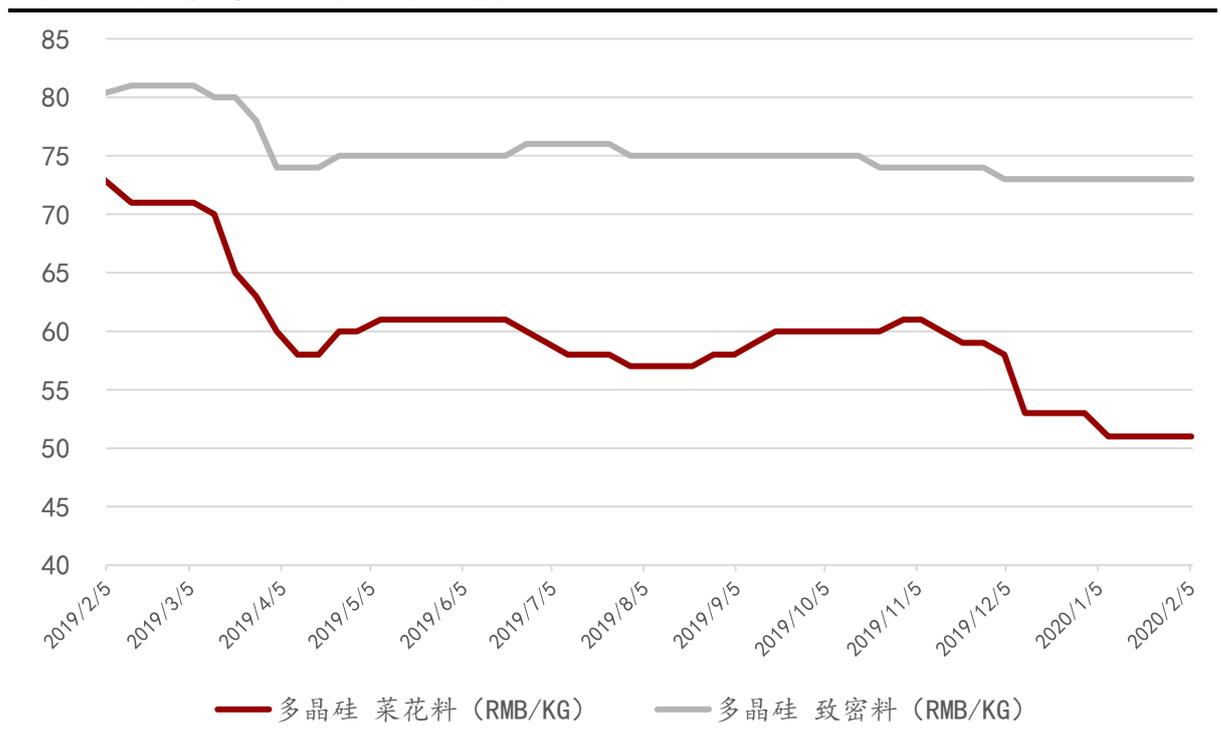
企业	2019新增产能计划	2019年底预期产能
江苏中能		6
新疆协鑫		6
新特能源	3.6	7.2
四川永祥		2
内蒙通威		3
四川通威		3
新疆大全	4	6.5
洛阳中硅		2
亚洲硅业		2
东方希望		3
内蒙盾安	0.5	1.5
赛维LDK	1	2
江苏康博		1
其他	1.48	6.68
总计	10.48	51.88

资料来源：硅业分会，万联证券研究所

3、单晶替代多晶加快，落后产能相继退出

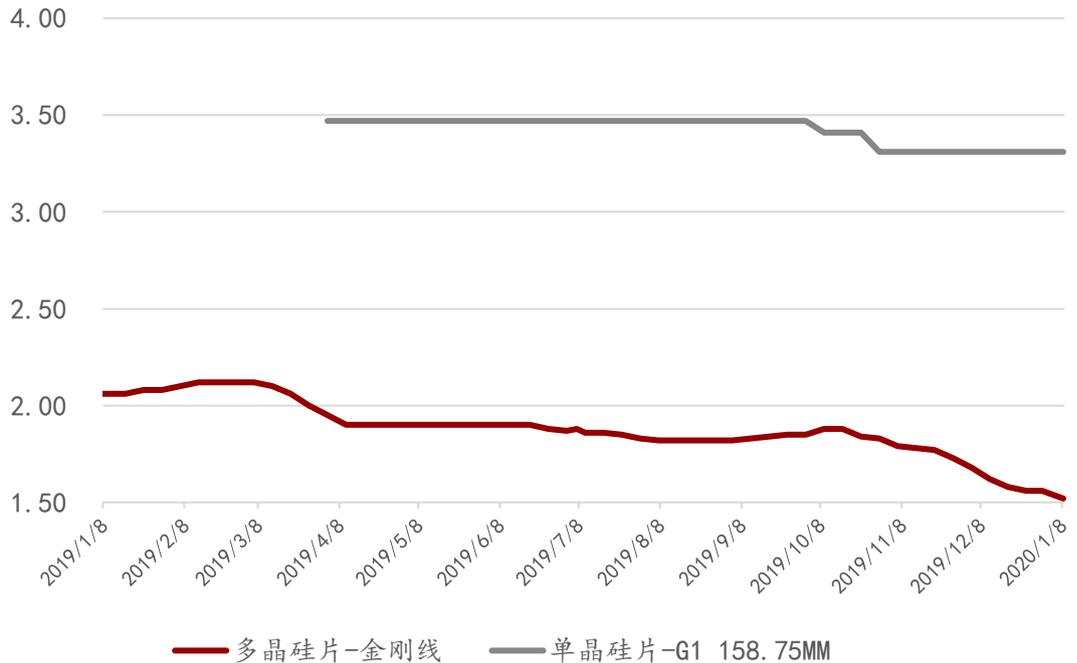
单晶替代多晶进程加快，促进单晶硅料消费量。随着光伏市场的不断发展，高效电池渐渐主导市场。近年来单晶电池市场份额逐渐增大，2018年单晶硅片市场份额就已超过40%。随着单晶硅片市占率的不断提升，用于生产多晶硅片的菜花料与生产单晶硅片的致密料价差也随之增大，单晶硅料占比较低的企业由于盈利能力差将相继退出市场。落后产能的退出，更加有利于硅料价格的回升。

图表3：近一年来多晶硅料价格变化趋势



资料来源: PV-Infolink, 万联证券研究所

图表4:近一年来多晶、单晶硅片价格



资料来源: PV-Infolink, 万联证券研究所

公司单晶硅料占比超过85%，处于行业领先地位。几个生产基地中，乐山老产能单晶占比达到了90%，乐山新产能接近90%，包头产能超过了85%。在高单晶占比情况下，全成本仍然低于5万元，无论是老产能还是新产能都处于盈利状态。在未来单晶硅料价格很有可能上涨的背景之下，公司硅料板块盈利水平将有巨大提升。

4、投资建议与风险提示

预计19-21年归母净利润至28.48、40.69、51.30亿元，对应EPS分别为0.73/1.05/1.32元，考虑公司加大产能规划后，硅料和电池世界龙头地位进一步巩固，同时考虑硅料环节国内外的投产以及退出计划，硅料环节竞争格局将重塑，公司作为龙头充分受益。上调至“买入”评级。

风险因素：硅料及电池片价格波动风险；新技术迭代风险，产能投产不及预期，股权质押风险等。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8745	8558	9312	11431	营业收入	27535	36309	46911	57647
货币资金	3412	2916	2033	2669	营业成本	22327	29257	37261	45664
应收及预付	2445	2248	3044	3764	营业税金及附加	111	137	183	224
存货	1586	2020	2684	3267	销售费用	863	1172	1497	1841
其他流动资产	1302	1374	1552	1731	管理费用	1039	1509	1877	2314
非流动资产	29739	30854	37153	42893	财务费用	316	194	324	376
长期股权投资	282	282	282	282	研发费用	598	631	900	1095
固定资产	16754	24882	29181	32921	资产减值损失	47	0	0	0
在建工程	8367	1367	3367	5367	公允价值变动收益	(1)	0	0	0
无形资产	1394	1394	1394	1394	投资净收益	76	0	0	0
其他长期资产	2942	2930	2930	2930	营业利润	2395	3410	4870	6133
资产总计	38484	39412	46465	54324	营业外收入	16	0	0	0
流动负债	18759	12269	14920	17409	营业外支出	13	0	0	0
短期借款	5276	0	0	0	利润总额	2398	3410	4870	6133
应付及预收	7491	5980	8063	10031	所得税	367	540	768	964
其他流动负债	5992	6289	6857	7378	净利润	2031	2870	4103	5169
非流动负债	4498	9626	10626	11626	少数股东损益	12	22	34	40
长期借款	690	1690	2690	3690	归属母公司净利润	2019	2848	4069	5130
应付债券	0	4128	4128	4128	EBITDA	3816	5477	7895	9769
其他非流动负债	3808	3808	3808	3808	EPS (元)	0.52	0.73	1.05	1.32
负债合计	23257	21895	25546	29035	主要财务比率				
股本	3882	3882	3882	3882	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	5713	5713	5713	5713	成长能力				
留存收益	9025	11293	14662	18992	营业收入	5.53%	31.86%	29.20%	22.88%
归属母公司股东权益	14738	17006	20375	24705	营业利润	-1.56%	42.37%	42.81%	25.93%
少数股东权益	489	511	545	584	归属于母公司净利润	0.51%	41.10%	42.85%	26.08%
负债和股东权益	38484	39412	46465	54324	获利能力				
现金流量表					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率	18.91%	19.42%	20.57%	20.79%
经营活动现金流	3100	3453	8172	9842	净利率	8.71%	9.39%	10.38%	10.64%
净利润	2031	2848	4069	5130	ROE	13.70%	16.75%	19.97%	20.76%
折旧摊销	1265	1873	2700	3260	ROIC	11.49%	13.93%	16.17%	17.25%
营运资金变动	-512	-1523	1014	1007	偿债能力				
其它	316	255	389	445	资产负债率	60.43%	55.55%	54.98%	53.45%
投资活动现金流	-6442	-2988	-9000	-9000	净负债比率	152.74%	124.99%	122.12%	114.81%
资本支出	-7095	-2988	-9000	-9000	流动比率	0.47	0.70	0.62	0.66
投资变动	585	0	0	0	速动比率	0.37	0.51	0.42	0.44
其他	68	0	0	0	营运能力				
筹资活动现金流	3277	-962	-55	-205	总资产周转率	0.86	0.93	1.09	1.14
银行借款	4771	-4276	1000	1000	应收账款周转率	15.27	18.70	17.65	17.52
债券融资	0	4128	0	0	存货周转率	13.32	14.49	13.88	13.98
股权融资	92	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1585	-813	-1055	-1205	每股收益	0.52	0.73	1.05	1.32
现金净增加额	-65	-496	-883	637	每股经营现金流	0.80	0.89	2.10	2.54
期初现金余额	2490	3412	2916	2033	每股净资产	3.80	4.38	5.25	6.36
期末现金余额	2428	2916	2033	2669	估值比率				
					P/E	15.92	22.34	15.64	12.40
					P/B	2.18	3.74	3.12	2.58
					EV/EBITDA	9.49	12.42	8.86	7.20

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场