通威股份（600438）重大事项点评

# 进击的光伏巨头——“高纯晶硅和太阳能电池业务 2020-2023 发展规划”点评

**强推**（维持）

目标价：21.56 元

当前价：16.39 元

## 事项：

- 2 月 11 日公司发布“高纯晶硅和太阳能电池业务 2020-2023 发展规划”，同时公司公告“关于投资建设年产 30GW 高效太阳能电池及配套项目”。

## 评论：

- **降本增效推动产能扩张，剑指全球硅料龙头。**公司公布 2020-2023 高纯多晶硅业务规划：计划 2020 实现产能 8 万吨，2021 年实现产能 11.5-15 万吨，2022 年实现产能 15-22 万吨，2023 年实现产能 22-29 万吨。预计单晶料占比维持 85%以上，N 型料占比 40%-80%。同时公司对于成本规划也提全新要求，预计生产成本控制在 3-4 万元/吨；现金成本控制在 2-3 万元/吨。随着公司乐山/包头新投硅料业务的跑通，公司积极推动新一轮产能扩张，剑指全球光伏硅料龙头。
- **推动新技术应用，打造光伏电池全新基地。**公司同时公告了电池扩张计划：预计 2020 年实现电池产能 30-40GW，2021 年实现电池产能 40-60GW，2022 年实现电池产能 60-80GW，2023 年实现电池产能 80-100GW。技术方面公司预计将推动 Perc+、Topcon 以及 HJT 等技术路线的应用，产品尺寸兼容 210mm 及以下硅片。对于非硅成本，公司预计 Perc 将降低至 0.18 元/W 以下。基于此规划，公司同时公告了计划在四川金堂县投资 200 亿元新建 30GW 的光伏电池基地。预计一期、二期各投资 40 亿元，分别建设 7.5GW；三期、四期各投资 60 亿元，分别建设 7.5GW。
- **外资加速退出硅料环节，龙头份额持续提升。**根据 2 月 11 日韩国 OCI 公布 2019 年年报，计划计提多晶硅料板块减值损失 7505 亿韩元（44.28 亿人民币），对于群山基地 5 万吨产能进行资产重组。而根据彭博新能源的报道，预计 OCI 将在 2 月 20 日对群山工厂进行关停，进行升级改造。其中 P1 线计划在 5 月 1 日复产，以生产半导体用多晶硅料，P2 以及 P3 复工时间尚未确定。根据 OCI 披露的财务数据，2018 年 Q4 毛利率为-6%，2019Q3 毛利率为-8%，2019 年 Q4 毛利率为-10%，呈现持续恶化。而 EBITEA 2018 年 Q4 毛利率为 5%，2019Q3 毛利率为 3%，2019 年 Q4 毛利率为 2%，基本处于现金成本水平，退出已成必然。此次 OCI 群山硅料厂重组标志着海外硅料企业相对于国内企业已并无优势，而国内硅料厂预计后续向头部 5 家企业集中，竞争格局持续向好。
- **维持公司“强推”评级。**公司作为全球领先的光伏电池及多晶硅料供应商，积极推动新技术应用及产能扩张，抢占市场份额。我们看好光伏行业迈入平价之后的长期成长空间以及相关公司的盈利能力。由于 2019 年 Q4 硅料价格下滑超出此前预期，以及此轮价格下滑后产业链出清带来的 2020 年产业链价格上扬，我们小幅调整公司 2019-2021 年盈利预测至 27.62 亿/37.87 亿/46.07 亿（前值 28.75 亿/36.10 亿/44.36 亿），对应 EPS 分别为 0.71 元/0.98 元/1.19 元，考虑到平价以后的成长性，我们给予公司 2020 年 22 倍估值对应目标价 21.56 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**产业链价格不及预期，光伏装机需求不及预期。

**主要财务指标**

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入(百万) | 27,535 | 33,414 | 40,781 | 47,286 |
| 同比增速(%) | 5.5% | 21.3% | 22.0% | 15.9% |
| 归母净利润(百万) | 2,019 | 2,762 | 3,787 | 4,607 |
| 同比增速(%) | 0.3% | 36.8% | 37.1% | 21.6% |
| 每股盈利(元) | 0.52 | 0.71 | 0.98 | 1.19 |
| 市盈率(倍) | 32 | 23 | 17 | 14 |
| 市净率(倍) | 4 | 4 | 3 | 3 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 02 月 12 日收盘价*

**华创证券研究所**

**证券分析师：胡毅**

电话：0755-82027731
邮箱：huyi@hcyjs.com
执业编号：S0360517060005

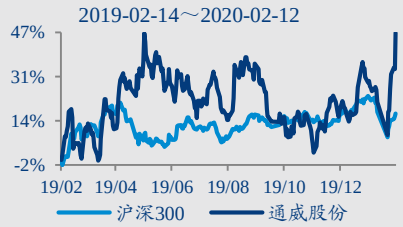
**联系人：杨达伟**

电话：021-20572572
邮箱：yangdawei@hcyjs.com

**公司基本数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(万股) | 388,259 |
| 已上市流通股(万股) | 388,259 |
| 总市值(亿元) | 636.36 |
| 流通市值(亿元) | 636.36 |
| 资产负债率(%) | 59.6 |
| 每股净资产(元) | 4.4 |
| 12 个月内最高/最低价 | 16.6/10.62 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**




**相关研究报告**

《通威股份（600438）2019 年中报预增公告点评：电池片出货同比大增，盈利预告高增长》 2019-07-11

《通威股份（600438）2019 年中报点评：电池、硅料产能加速扩张，光伏龙头业绩高增长》 2019-08-16

《通威股份（600438）2019 年三季报点评：成本管控优秀，盈利修复在即》 2019-10-28


未经许可，禁止转载

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 3,412 | 2,898 | 4,147 | 5,138 |
| 应收票据 | 1,051 | 1,275 | 1,557 | 1,805 |
| 应收账款 | 1,166 | 1,250 | 1,525 | 1,769 |
| 预付账款 | 228 | 275 | 334 | 384 |
| 存货 | 1,586 | 1,911 | 2,321 | 2,672 |
| 其他流动资产 | 1,302 | 1,580 | 1,929 | 2,237 |
| 流动资产合计 | 8,745 | 9,189 | 11,813 | 14,005 |
| 其他长期投资 | 242 | 242 | 242 | 242 |
| 长期股权投资 | 282 | 282 | 282 | 282 |
| 固定资产 | 16,754 | 19,303 | 25,497 | 32,173 |
| 在建工程 | 8,247 | 12,247 | 15,247 | 18,247 |
| 无形资产 | 1,394 | 1,254 | 1,129 | 1,016 |
| 其他非流动资产 | 2,820 | 2,700 | 2,602 | 2,525 |
| 非流动资产合计 | 29,739 | 36,028 | 44,999 | 54,485 |
| **资产合计** | **38,484** | **45,217** | **56,812** | **68,490** |
| 短期借款 | 5,276 | 9,276 | 13,276 | 17,276 |
| 应付票据 | 2,175 | 2,621 | 3,184 | 3,666 |
| 应付账款 | 4,128 | 4,975 | 6,042 | 6,957 |
| 预收款项 | 1,187 | 1,441 | 1,758 | 2,039 |
| 其他应付款 | 587 | 587 | 587 | 587 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,509 | 1,509 | 1,509 | 1,509 |
| 其他流动负债 | 3,897 | 4,819 | 5,778 | 6,651 |
| 流动负债合计 | 18,759 | 25,228 | 32,134 | 38,685 |
| 长期借款 | 690.00 | 2,190.00 | 3,690.00 | 5,190.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 3,808 | 389 | 389 | 389 |
| 非流动负债合计 | 4,498 | 2,579 | 4,079 | 5,579 |
| **负债合计** | **23,257** | **27,807** | **36,213** | **44,264** |
| 归属母公司所有者权益 | 14,738 | 16,904 | 20,070 | 23,669 |
| 少数股东权益 | 489 | 506 | 529 | 557 |
| **所有者权益合计** | **15,227** | **17,410** | **20,599** | **24,226** |
| **负债和股东权益** | **38,484** | **45,217** | **56,812** | **68,490** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **3,654** | **6,183** | **7,754** | **9,015** |
| 现金收益 | 4,163 | 4,870 | 6,171 | 7,656 |
| 存货影响 | 182 | -325 | -410 | -351 |
| 经营性应收影响 | -885 | -476 | -746 | -682 |
| 经营性应付影响 | 3,913 | 1,546 | 1,947 | 1,677 |
| 其他影响 | -3,719 | 567 | 791 | 716 |
| **投资活动现金流** | **-6,442** | **-8,000** | **-11,000** | **-12,000** |
| 资本支出 | -12,774 | -8,015 | -10,841 | -11,802 |
| 股权投资 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 6,320 | 15 | -159 | -198 |
| **融资活动现金流** | **3,277** | **1,303** | **4,495** | **3,976** |
| 借款增加 | 2,230 | 5,500 | 5,500 | 5,500 |
| 股利及利息支付 | -936 | -877 | -1,015 | -1,234 |
| 股东融资 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 其他影响 | 1,891 | -3,412 | -82 | -382 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **27,535** | **33,414** | **40,781** | **47,286** |
| 营业成本 | 22,327 | 26,906 | 32,678 | 37,624 |
| 税金及附加 | 111 | 135 | 165 | 191 |
| 销售费用 | 863 | 1,069 | 1,183 | 1,371 |
| 管理费用 | 1,039 | 1,437 | 1,590 | 1,797 |
| 财务费用 | 316 | 485 | 588 | 782 |
| 资产减值损失 | 47 | 120 | 130 | 140 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -50 | -35 | -10 |
| 投资收益 | 76 | 50 | 60 | 70 |
| 其他收益 | 90 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **2,993** | **3,259** | **4,470** | **5,438** |
| 营业外收入 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 营业外支出 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| **利润总额** | **2,996** | **3,262** | **4,473** | **5,441** |
| 所得税 | 367 | 483 | 662 | 806 |
| **净利润** | **2,629** | **2,779** | **3,811** | **4,635** |
| 少数股东损益 | 610 | 17 | 24 | 28 |
| **归属母公司净利润** | **2,019** | **2,762** | **3,787** | **4,607** |
| NOPLAT | 2,906 | 3,192 | 4,312 | 5,301 |
| EPS(摊薄)（元） | 0.52 | 0.71 | 0.98 | 1.19 |

### 主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.5% | 21.3% | 22.0% | 15.9% |
| EBIT 增长率 | 27.4% | 13.1% | 35.1% | 23.0% |
| 归母净利润增长率 | 0.3% | 36.8% | 37.1% | 21.6% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 18.9% | 19.5% | 19.9% | 20.4% |
| 净利率 | 9.5% | 8.3% | 9.3% | 9.8% |
| ROE | 17.2% | 15.9% | 18.4% | 19.0% |
| ROIC | 13.5% | 12.9% | 13.4% | 13.3% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 60.4% | 61.5% | 63.7% | 64.6% |
| 债务权益比 | 74.1% | 76.8% | 91.6% | 100.6% |
| 流动比率 | 46.6% | 36.4% | 36.8% | 36.2% |
| 速动比率 | 38.2% | 28.8% | 29.5% | 29.3% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转天数 | 13 | 13 | 12 | 13 |
| 应付账款周转天数 | 48 | 61 | 61 | 62 |
| 存货周转天数 | 27 | 23 | 23 | 24 |
| **每股指标(元)** | | | | |
| 每股收益 | 0.52 | 0.71 | 0.98 | 1.19 |
| 每股经营现金流 | 0.94 | 1.59 | 2.00 | 2.32 |
| 每股净资产 | 3.80 | 4.35 | 5.17 | 6.10 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 32 | 23 | 17 | 14 |
| P/B | 4 | 4 | 3 | 3 |
| EV/EBITDA | 19 | 16 | 12 | 10 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测*

## 电力设备与新能源组团队介绍

**首席分析师：胡毅**

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富上榜团队核心成员。

**分析师：于潇**

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富团队成员。

**分析师：邱迪**

中国矿业大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

**研究员：杨达伟**

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017 年加入华创证券研究所。

# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职　务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenying@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 汪莉琼 | 销售助理 | 021-20572591 | wangliqiong@hcyjs.com |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

**公司投资评级说明:**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明:**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
| --- | --- | --- |
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-50581170 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572500 |