通威股份(600438)

公司研究/点评报告

与天合共同投资光伏产业链，深化战略布局

—通威股份点评报告

点评报告/电力设备与新能源行业　　2020 年 11 月 18 日

一、事件概述

事件 1：公司 11 月 18 日发布公告，下属永祥股份、通威太阳能拟分别与天合光能共同投资年产 4 万吨高纯晶硅项目、年产 15GW 拉棒项目、年产 15GW 切片项目、年产 15GW 高效晶硅电池项目。通威在各项目公司中持股比例均为 65%，天合光能持股 35%

事件 2：公司 11 月 18 日发布公告，拟分别与天合光能、美科硅能源签订长单销售框架合同，约定于 2021 年 1 月至 2023 年 12 月期间分别供应多晶硅产品约 7.20、6.88 万吨。

二、分析与判断

➢ 强强联合垂直一体化布局，锁定下游一线组件客户

在今年疫情等各种黑天鹅事件的外部事件冲击下，特别是在下半年产业链价格大涨的行情下，光伏产业链一体化优势凸显。公司为硅料和电池片环节龙头，而天合光能为一线组件厂商，具有良好的品牌和健全的销售网络，2019 年组件出货排名第四。此次双方巨额互相参股上下游产业链，强强合资合作，与公司自身垂直一体化相比，更有利于发挥各自所在环节的领先优势。此外，根据协议，天合光能每年需向合作项目公司采购高效晶硅电池等。天合光能在 2021 年底光伏组件产能规划不低于 50GW，其中绝大部分是 210 组件产能，其庞大的产能将有力支撑公司中长期发展，有利于保障公司光伏产品的产销稳定，巩固公司优势地位。

➢ 合作以 210 大尺寸光伏产品为主，将有助于提升公司竞争力

今年以来大尺寸趋势日益显著，本次双方合资项目将主要生产 210 系列相关光伏产品，加速大尺寸硅片的战略布局。目前 210 硅片主要由中环股份、上机数控、京运通等提供，产能渗透率仍较低。公司强势切入硅片环节，有望利用自产硅料的低成本优势覆盖非硅成本劣势，生产低成本硅片，大大减轻电池环节成本压力，分享上游环节利润的同时，提升公司在电池产业链综合竞争力。

➢ 提前锁定大客户需求，保障硅料中长期出货持续增长

公司今年 2 月发布 2020-2023 年发展规划，计划未来三年多晶硅产能分别扩至 11.5-15 万吨、15-22 万吨和 22-29 万吨。本次公司与天合光能、美科硅能源签订的 3 年长单销售框架合同，平均每年分别供应多晶硅 2.40、2.29 万吨。此前公司与隆基股份、晶科能源签订协议，平均每年分别供应多晶硅料 10.18、3.10 万吨。目前合计基本锁定 17.97 万吨产能。公司加速推进扩产，乐山二期和保山一期合计 8 万吨产能有望在 2021 年底建成投产，预计产能落地后有望实现满产满销。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 47.82、55.11、65.95 亿元，同比增长 82%、15%、20%，EPS 为 1.12、1.29、1.54 元，对应估值 26、23、19 倍 PE，参考 CS 光伏板块 TTM 45 倍估值，考虑到公司的行业龙头地位和长期成长空间，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

推　荐　　维持评级

当前价格：　29.48

交易数据	2020-11-17
近 12 个月最高/最低(元)	32.8/11.56
总股本（百万股）	4287.86
流通股本（百万股）	4287.86
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	1264.06
流通市值（亿元）	1264.06

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

相关研究

1. 通威股份 2020 三季报点评：硅料利润大幅增长，电池片盈利改善

2. 通威股份（600438）点评：签订重大销售框架合同，锁定硅料需求

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,555	44,943	55,518	66,606
增长率（%）	36.4%	19.7%	23.5%	20.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,635	4,782	5,511	6,595
增长率（%）	30.5%	81.5%	15.2%	19.7%
每股收益（元）	0.68	1.12	1.29	1.54
PE（现价）	43	26	23	19
PB	6.5	4.8	4.1	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	37,555	44,943	55,518	66,606
营业成本	30,536	35,958	43,404	52,270
营业税金及附加	123	148	183	220
销售费用	975	1,169	1,332	1,532
管理费用	1,514	1,820	2,054	2,331
研发费用	1,001	1,195	1,388	1,599
EBIT	3,406	4,652	7,157	8,655
财务费用	708	699	739	928
资产减值损失	(5)	(45)	(40)	(70)
投资收益	118	1,700	100	120
营业利润	3,123	5,707	6,580	7,878
营业外收支	28	0	0	0
利润总额	3,152	5,727	6,600	7,898
所得税	469	859	990	1,185
净利润	2,682	4,868	5,610	6,713
归属于母公司净利润	2,635	4,782	5,511	6,595
EBITDA	5,402	7,241	10,250	12,273

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2693	2584	3684	5080
应收账款及票据	2129	3595	5552	6661
预付款项	390	467	521	627
存货	2420	6583	7241	7965
其他流动资产	918	1008	1087	2728
流动资产合计	13743	22203	26284	31695
长期股权投资	440	2190	2290	2410
固定资产	24536	28736	33236	38036
无形资产	1710	1652	1595	1541
非流动资产合计	33078	37618	43126	49429
资产合计	46821	59821	69410	81124
短期借款	3623	4500	6542	8000
应付账款及票据	8904	8990	9983	11499
其他流动负债	1124	1124	1124	1124
流动负债合计	17843	19357	23194	27052
长期借款	4089	6589	7589	9589
其他长期负债	4899	4899	4899	4899
非流动负债合计	10889	13389	14389	16389
负债合计	28733	32747	37583	43442
股本	3883	4288	4288	4288
少数股东权益	511	597	696	815
股东权益合计	18088	27075	31827	37682
负债和股东权益合计	46821	59821	69410	81124

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	36.4%	19.7%	23.5%	20.0%
EBIT 增长率	31.1%	36.6%	53.8%	20.9%
净利润增长率	30.5%	81.5%	15.2%	19.7%
盈利能力				
毛利率	18.7%	20.0%	21.8%	21.5%
净利润率	7.0%	10.6%	9.9%	9.9%
总资产收益率 ROA	5.6%	8.0%	7.9%	8.1%
净资产收益率 ROE	15.0%	18.1%	17.7%	17.9%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.2
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	13.6	15.0	14.0	14.0
存货周转天数	23.6	45.0	45.0	40.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标（元）				
每股收益	0.7	1.1	1.3	1.5
每股净资产	4.5	6.2	7.3	8.6
每股经营现金流	0.6	(0.4)	1.9	2.6
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	43.4	26.4	22.9	19.2
PB	6.5	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	21.4	16.6	12.2	10.4
股息收益率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,682	4,868	5,610	6,713
折旧和摊销	2,001	2,493	3,003	3,497
营运资金变动	(2,962)	(7,990)	(1,096)	5
经营活动现金流	2,314	(1,782)	8,153	11,027
资本开支	4,137	5,208	8,480	9,780
投资	(61)	(48)	(1)	(1)
投资活动现金流	(4,291)	(5,349)	(8,560)	(11,421)
股权募资	48	4,977	0	0
债务募资	4,116	2,500	1,000	500
筹资活动现金流	1,441	6,932	1,427	149
现金净流量	(535)	(199)	1,021	(246)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。