通威股份(600438)

公司研究/点评报告

签订重大销售框架合同，锁定硅料需求

—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 9 日

一、事件概述

11 月 6 日，公司发布签订重大销售框架合同的公告，公司下属永祥多晶硅等子公司拟与晶科能源及其子公司四川晶科签订 2020-2023 年的《多晶硅购销框架协议》，规定合同交易对方于 2020 年 11 月至 2023 年 12 月期间向公司旗下子公司合计采购多晶硅 9.3 万吨；合同锁量不锁价，产品价格随行就市。按照当前市场价格及公司目前成本水平测算，公司预计本次合同约定的多晶硅销售量将产生净利润合计约 25 亿元。

二、分析与判断

➢ 2021 年新增硅料产能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。本次公司与晶科签订的长单销售框架合同，平均每年需向晶科供应多晶硅料 3.1 万吨。此前公司于 9 月 25 日公告与隆基股份签订战略合作协议，双方每年以 10.18 万吨多晶硅交易量为基础目标，双向优先保障采购和供应。通威与晶科及隆基已合计基本锁定 13.28 万吨多晶硅需求。目前公司加速推进扩产，乐山二期和保山一期合计 8 万吨产能有望在 2021 年建成投产，预计产能落地后有望满产满销。

➢ 成本优势全球领先，多晶硅龙头地位巩固

公司目前硅料产能 8 万吨，其中单晶料占比 95%以上，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。随着新产能逐步释放，公司成本有望进一步下降。从行业格局来看，国内头部公司过去两年大规模投建低成本新产能，已具备明显的成本优势，硅料行业向头部集中趋势明显。2019 年通威、协鑫、特变、东方希望、大全合计出货在国内占比约 78%，2020 年有望提升至近 90%。公司 2021 年产能有望升至国内第一，多晶硅龙头地位进一步巩固。

➢ 硅料供需仍偏紧，将保持较高盈利水平

光伏需求侧来看，Q4 装机需求持续旺盛，单季装机有望达到近 40GW，或为近些年最旺装机季。光伏降本路径明确，全球加速进入平价时代，受低利率叠加政策刺激影响，明年内需、外需有望迎来共振向上，预计明年全球光伏装机有望达到 160-170GW。光伏供给侧来看，受 7 月新疆地区硅料企业事故等影响，下半年硅料价格快速上涨，而未来一年国内基本没有大规模新增有效产能投放，供需格局仍偏紧，硅料价格有望维持高位。我们预计公司硅料业务将保持强劲增长，明年具有较大的业绩弹性。

三、投资建议

我们预计公司 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 27、24、20 倍 PE，参考 CS 太阳能板块 TTM 估值 48 倍，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：　30.60

交易数据	2020-11-06
近 12 个月最高/最低(元)	33.57/11.19
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）	1312.08
流通市值（亿元）	1312.08

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(600438)2020 三季报点评：硅料利润大幅增长，电池片盈利改善

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）	45	27	24	20
PB	6.8	5.0	4.2	3.6

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	45.1	27.4	23.8	19.9
PB	6.8	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	22.1	17.2	12.6	10.7
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。