

# 通威股份 (600438)

证券研究报告

2019年01月23日

## 业绩符合预期，扩产产能将支撑 19 年业绩增长

### 事件

公司近日发布业绩预告，公司 2018 年业绩预计 20.12-21.13 亿元，同比增加 0%-5%，扣除非经常性损益后，2018 年业绩预计 18.64-20.60 亿元，同比变动-5%-5%，基本符合此前预期。

### 电池业务对于 2018Q4 业绩有主要贡献

根据公司三季报，实现归属扣非净利润 15.68 亿元，因此估算四季度当季贡献扣非净利润 2.96-4.92 亿元。2018 年 Q4 硅料价格相比 2017 年同期下降明显，预期毛利率有所降低，但公司电池片业务产能利用率在行业普遍减产停产的情况下仍然超 115%，非硅成本进一步下降，维持了较好的盈利能力。根据 PVinfolink 的数据，高效单晶 PERC 电池从十月份以来价格一路上行，而上游硅片价格基本保持稳定，经过测算，当前节点单晶 PERC 电池的毛利率超过 25%，电池的高盈利对于公司 2018Q4 有重要贡献。在保持现有产能、技术、成本优势的同时，公司的成都三期 3.2GW 已经投产，合肥二期 2.3GW 项目主体工程已全部完成，因此预期 2019 年的电池出货量相对于 2018 年还将有大幅度的增长。

### 硅料成本稳中有降，预期 2019 出货量相对于 2018 年将大幅增长

除原有乐山 2 万吨多晶硅料产能之外，新建的包头一期 2.5 万吨、乐山一期 2.5 万吨高纯晶硅产能已经陆续投产，目前处于产能爬坡阶段，预期 2019 年硅料产出相对于 2018 年将大幅提升，公司此前预计硅料新产能的生产成本将低于 4 万元/吨，要低于乐山老产能的成本，因此，即使在多晶硅料均价低于 2018 年同期的前提下，由于成本降低和出货量的大幅增长，我们仍然看好多晶硅料板块业务整体业绩的增长。

### 公司行业地位持续提升，光伏行业长期向上

公司硅料、电池片产品品质优秀、成本优势突出，产能扩张将进一步提升公司的行业地位，公司在多晶硅料，电池片环节的双龙头地位在 2019 年将进一步得到巩固。从行业需求看，预期 2019 年国内的光伏需求保持平稳，海外市场由于平价的刺激，装机量有望进一步增长。由于光伏行业的技术还处于不断的进步中，未来光伏的度电成本将进一步降低，光伏发电的竞争力将持续增强，长期看，光伏行业发展长期向上，公司作为硅料和电池的龙头，具备长期投资价值。

**盈利预测：**预计公司 2018-20 年净利润 20.63 亿元、32.18 亿元、36.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.83、0.94 元，长期看，公司光伏业务行业地位稳定提升，因此维持对公司的“买入”评级。

**风险提示：**硅料价格大幅下行，单晶 PERC 电池跌价超过预期，海外光伏市场需求不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20,884.05	26,089.24	30,599.14	40,577.80	46,586.47
增长率(%)	48.33	24.92	17.29	32.61	14.81
EBITDA(百万元)	2,150.03	3,492.73	3,322.87	4,913.44	5,592.42
净利润(百万元)	1,024.72	2,012.04	2,063.13	3,217.70	3,634.27
增长率(%)	209.46	96.35	2.54	55.96	12.95
EPS(元/股)	0.26	0.52	0.53	0.83	0.94
市盈率(P/E)	35.27	17.96	17.52	11.23	9.95
市净率(P/B)	3.10	2.71	2.44	2.12	1.85
市销率(P/S)	1.73	1.39	1.18	0.89	0.78
EV/EBITDA	11.29	13.54	11.62	8.00	7.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.31 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,882.37
流通 A 股股本(百万股)	2,782.48
A 股总市值(百万元)	36,144.89
流通 A 股市值(百万元)	25,904.90
每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	57.08
一年内最高/最低(元)	13.26/4.96

### 作者

**杨藻** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060001  
yangzao@tfzq.com

**王纪斌** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010001  
wangjibin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《通威股份-季报点评:三季报业绩平稳，回购彰显信心》 2018-10-28
- 《通威股份-公司点评:半年报符合预期，看好公司长期发展》 2018-08-20
- 《通威股份-公司点评:可转债发行申请获批，硅料龙头厚积薄发》 2018-08-01



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,652.98	2,922.90	2,447.93	3,246.22	3,726.92
应收账款	965.48	1,048.14	1,313.56	1,818.31	1,777.32
预付账款	201.78	216.95	282.18	369.70	381.28
存货	1,379.91	1,767.68	1,984.22	2,915.88	2,729.13
其他	1,623.42	1,428.08	1,601.92	1,876.24	1,866.90
<b>流动资产合计</b>	<b>7,823.57</b>	<b>7,383.75</b>	<b>7,629.80</b>	<b>10,226.34</b>	<b>10,481.54</b>
长期股权投资	110.67	149.43	149.43	149.43	149.43
固定资产	8,681.65	12,192.20	16,333.96	19,639.54	22,188.43
在建工程	1,596.25	1,420.19	1,152.12	991.27	894.76
无形资产	1,198.85	1,233.53	1,204.84	1,176.15	1,147.47
其他	1,987.67	3,169.36	3,111.40	3,072.88	3,046.02
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,575.09</b>	<b>18,164.71</b>	<b>21,951.74</b>	<b>25,029.27</b>	<b>27,426.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,398.65</b>	<b>25,548.46</b>	<b>29,581.55</b>	<b>35,255.62</b>	<b>37,907.65</b>
短期借款	2,668.24	4,012.96	5,380.11	6,879.47	8,139.90
应付账款	1,937.51	2,294.22	2,749.96	3,837.90	3,751.45
其他	3,315.30	2,989.33	3,388.26	4,302.36	4,205.20
<b>流动负债合计</b>	<b>7,921.05</b>	<b>9,296.51</b>	<b>11,518.33</b>	<b>15,019.74</b>	<b>16,096.56</b>
长期借款	385.00	1,008.38	1,200.05	1,259.53	303.97
应付债券	0.00	0.00	166.67	55.56	74.07
其他	1,291.11	1,538.57	1,538.57	1,538.57	1,538.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,676.11</b>	<b>2,546.95</b>	<b>2,905.29</b>	<b>2,853.65</b>	<b>1,916.61</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,597.16</b>	<b>11,843.47</b>	<b>14,423.62</b>	<b>17,873.39</b>	<b>18,013.17</b>
少数股东权益	123.44	365.63	365.63	365.63	365.63
股本	3,882.37	3,882.37	3,882.37	3,882.37	3,882.37
资本公积	5,727.76	5,700.02	5,700.02	5,700.02	5,700.02
留存收益	7,810.03	9,483.74	10,909.92	13,134.22	15,646.48
其他	(5,742.11)	(5,726.78)	(5,700.02)	(5,700.02)	(5,700.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,801.49</b>	<b>13,704.99</b>	<b>15,157.93</b>	<b>17,382.23</b>	<b>19,894.48</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>21,398.65</b>	<b>25,548.46</b>	<b>29,581.55</b>	<b>35,255.62</b>	<b>37,907.65</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,023.44	2,041.41	2,063.13	3,217.70	3,634.27
折旧摊销	841.36	968.55	703.60	913.10	1,093.80
财务费用	246.56	241.26	156.94	156.94	156.94
投资损失	(65.14)	(52.62)	(52.62)	(52.62)	(52.62)
营运资金变动	121.35	(3.27)	148.46	208.99	52.21
其它	264.07	(279.50)	7.19	(3.59)	(0.01)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,431.63</b>	<b>2,915.84</b>	<b>3,026.72</b>	<b>4,440.54</b>	<b>4,884.59</b>
资本支出	8,658.56	4,150.08	4,500.00	4,000.00	3,500.00
长期投资	58.28	38.76	0.00	0.00	0.00
其他	(13,109.91)	(8,176.54)	(8,960.02)	(7,939.63)	(6,948.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,393.07)</b>	<b>(3,987.70)</b>	<b>(4,460.02)</b>	<b>(3,939.63)</b>	<b>(3,448.34)</b>
债权融资	4,319.69	5,245.84	6,971.32	8,419.05	8,742.44
股权融资	8,137.24	(197.07)	(130.17)	(156.92)	(156.92)
其他	(8,264.06)	(4,800.86)	(5,882.82)	(7,964.74)	(9,541.08)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,192.87</b>	<b>247.91</b>	<b>958.34</b>	<b>297.39</b>	<b>(955.56)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,231.43</b>	<b>(823.95)</b>	<b>(474.97)</b>	<b>798.29</b>	<b>480.69</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>20,884.05</b>	<b>26,089.24</b>	<b>30,599.14</b>	<b>40,577.80</b>	<b>46,586.47</b>
营业成本	17,598.45	21,023.54	25,059.88	32,729.00	37,704.44
营业税金及附加	52.15	104.25	153.00	223.18	279.52
营业费用	749.15	830.22	1,040.37	1,379.65	1,583.94
管理费用	1,174.58	1,550.73	1,682.95	2,191.20	2,469.08
财务费用	229.95	156.94	156.94	156.94	156.94
资产减值损失	33.79	103.48	103.48	103.48	103.48
公允价值变动收益	1.68	1.61	7.19	(3.59)	(0.01)
投资净收益	65.14	52.62	52.62	52.62	52.62
其他	(133.63)	(170.97)	(119.62)	(98.06)	(105.22)
<b>营业利润</b>	<b>1,112.81</b>	<b>2,436.82</b>	<b>2,462.33</b>	<b>3,843.39</b>	<b>4,341.67</b>
营业外收入	128.63	18.77	18.77	18.77	18.77
营业外支出	20.24	13.24	13.24	13.24	13.24
<b>利润总额</b>	<b>1,221.20</b>	<b>2,442.36</b>	<b>2,467.86</b>	<b>3,848.93</b>	<b>4,347.21</b>
所得税	197.77	400.94	404.73	631.22	712.94
<b>净利润</b>	<b>1,023.44</b>	<b>2,041.41</b>	<b>2,063.13</b>	<b>3,217.70</b>	<b>3,634.27</b>
少数股东损益	(1.29)	29.37	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,024.72</b>	<b>2,012.04</b>	<b>2,063.13</b>	<b>3,217.70</b>	<b>3,634.27</b>
每股收益(元)	0.26	0.52	0.53	0.83	0.94

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	48.33%	24.92%	17.29%	32.61%	14.81%
营业利润	190.67%	118.98%	1.05%	56.09%	12.96%
归属于母公司净利润	209.46%	96.35%	2.54%	55.96%	12.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.73%	19.42%	18.10%	19.34%	19.07%
净利率	4.91%	7.71%	6.74%	7.93%	7.80%
ROE	8.77%	15.08%	13.95%	18.91%	18.61%
ROIC	36.76%	19.34%	16.08%	19.36%	18.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.85%	46.36%	48.76%	50.70%	47.52%
净负债率	4.55%	11.85%	24.24%	28.79%	31.21%
流动比率	0.99	0.79	0.66	0.68	0.65
速动比率	0.81	0.60	0.49	0.49	0.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	29.53	25.91	25.91	25.91	25.91
存货周转率	18.80	16.58	16.31	16.56	16.51
总资产周转率	1.52	1.11	1.11	1.25	1.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.52	0.53	0.83	0.94
每股经营现金流	0.63	0.75	0.78	1.14	1.26
每股净资产	3.01	3.44	3.81	4.38	5.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.27	17.96	17.52	11.23	9.95
市净率	3.10	2.71	2.44	2.12	1.85
EV/EBITDA	11.29	13.54	11.62	8.00	7.00
EV/EBIT	18.07	18.68	14.75	9.82	8.70

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com