通威股份（600438）

证券研究报告
2018 年 08 月 20 日

半年报符合预期，看好公司长期发展

事件：通威股份于近日发布半年报，上半年实现营收 124.61 亿元，同比增长 12.24%，实现归母净利润 9.19 亿元，同比增长 16.14%，实现扣非净利润 8.90 亿元，同比增长 15.85%。

多晶硅业务平稳增长，预期明年产量大幅增加，成本将持续下降

根据公司半年报，四川永祥股份公司上半年实现净利润 3.76 亿元，公司上半年实现多晶硅销售 0.87 万吨，同比增长 6.73%，毛利率为 43.52%，我们预计多晶硅料业务上半年约贡献净利润 2.6 亿元左右，化工业务贡献 1.1 亿元左右。光伏 531 新政后，多晶硅料价格有较大程度调整，预计公司多晶硅料的毛利率相比上半年将有所下滑，但公司在报告期内进一步优化了产品结构，单晶料比例达到近 70%，有效的提高了产品的性价比，并且公司在乐山、包头的两个一期 2.5 万吨多晶硅料的扩产正有条不紊进行，预计年内建成投产，届时生产成本有望降低到 4 万元/吨以下，明年多晶硅料业务仍具有较好的盈利水平。

电池片产量同比提升，毛利率水平有望维持

公司上半年实现电池片出货约 3 GW，同比增长 66%，毛利率为 16.68%，毛利率水平同比去年同期略有下降，电池片单瓦净利水平在 0.10-0.11 元，即使面对 531 新政后的不利局面，公司电池仍然保持满产满销，电池业务的产能利用率超过 100%。公司电池的非硅成本处于行业领先水平，当前节点的非硅成本在 0.2-0.3 元/W。公司现有单晶产能已经完成了向 PERC 的升级，随着高效单晶 PERC 电池出货占比的提升，将在一定程度修复电池环节的毛利率。公司成都 3.2 GW 和合肥 2.3GW 高效单晶电池有望在 4 季度建成投产，有望进一步降低 10%左右的加工成本，公司在电池片环节的批量制造成本优势将进一步得到提升。

电站业务聚焦于渔光一体项目：公司已经建成渔光一体项目 40 项，累计装机 848 MW，报告期内实现发电 33513 万度，公司强调差异化竞争力的打造，围绕“543”降本目标，有序发展电站项目。

饲料等产业链业务保持平稳：公司饲料业务实现 60.85 亿营收，毛利率为 14.07%，预计上半年农业板块贡献利润约 2 亿左右，比去年同期有所增长，预期全年饲料等产业链业务维持平稳增长。

盈利预测：预计公司 2018-20 年净利润 20.63 亿元、32.17 亿元、36.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.83、0.94 元，长期看，公司光伏业务发展确定，行业地位稳定提升，因此我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示：光伏行业复苏不及预期，硅料价格下跌幅度超预期，海外装机需求不达预期

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	3,114.07	4,515.96	5,027.73
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)	22.05	11.23	10.95	7.02	6.22
市净率(P/B)	1.93	1.69	1.53	1.33	1.16
市销率(P/S)	1.08	0.87	0.74	0.56	0.49
EV/EBITDA	11.29	13.54	6.69	3.98	2.97

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	5.82 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)	22,595.41
流通 A 股市值(百万元)	16,194.04
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	55.50
一年内最高/最低(元)	14.68/5.78

作者

杨藻 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001
yangzao@tfzq.com
王纪斌 联系人
wangjibin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《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
2 《通威股份-公司点评:与中环签订销售框架合同，产品接连获得龙头认可》2018-05-28
3 《通威股份-季报点评:一季报利润符合预期，员工持股彰显领导层经营信心》2018-04-18

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	5,922.08
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
流动资产合计	**7,823.57**	**7,383.75**	**7,629.80**	**10,226.34**	**12,676.71**
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	12,366.76	12,296.22	12,065.64
在建工程	1,596.25	1,420.19	888.12	580.87	378.52
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
非流动资产合计	**13,575.09**	**18,164.71**	**17,720.54**	**17,275.55**	**16,787.07**
资产总计	**21,398.65**	**25,548.46**	**25,350.35**	**27,501.90**	**29,463.78**
短期借款	2,668.24	4,012.96	2,348.96	385.28	0.00
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
流动负债合计	**7,921.05**	**9,296.51**	**8,487.18**	**8,525.54**	**7,956.65**
长期借款	385.00	1,008.38	0.00	0.00	0.00
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
非流动负债合计	**1,676.11**	**2,546.95**	**1,705.24**	**1,594.13**	**1,612.65**
负债合计	**9,597.16**	**11,843.47**	**10,192.42**	**10,119.67**	**9,569.30**
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)
股东权益合计	**11,801.49**	**13,704.99**	**15,157.93**	**17,382.23**	**19,894.48**
负债和股东权益总	**21,398.65**	**25,548.46**	**25,350.35**	**27,501.90**	**29,463.78**

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	494.80	515.62	529.12
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)
经营活动现金流	**2,431.63**	**2,915.84**	**2,817.92**	**4,043.06**	**4,319.91**
资本支出	8,658.56	4,150.08	60.00	80.00	50.00
长期投资	58.28	38.76	0.00	0.00	0.00
其他	(13,109.91)	(8,176.54)	(80.02)	(99.63)	(48.34)
投资活动现金流	**(4,393.07)**	**(3,987.70)**	**(20.02)**	**(19.63)**	**1.66**
债权融资	4,319.69	5,245.84	2,740.12	665.33	298.57
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)	(3,733.54)	(1,787.36)
筹资活动现金流	**4,192.87**	**247.91**	**(3,272.86)**	**(3,225.13)**	**(1,645.71)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**2,231.43**	**(823.95)**	**(474.97)**	**798.29**	**2,675.85**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**20,884.05**	**26,089.24**	**30,599.14**	**40,577.80**	**46,586.47**
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)
营业利润	**1,112.81**	**2,436.82**	**2,462.33**	**3,843.39**	**4,341.67**
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
利润总额	**1,221.20**	**2,442.36**	**2,467.86**	**3,848.93**	**4,347.21**
所得税	197.77	400.94	404.73	631.22	712.94
净利润	**1,023.44**	**2,041.41**	**2,063.13**	**3,217.70**	**3,634.27**
少数股东损益	(1.29)	29.37	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**1,024.72**	**2,012.04**	**2,063.13**	**3,217.70**	**3,634.27**
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%	25.64%	30.31%
偿债能力					
资产负债率	44.85%	46.36%	40.21%	36.80%	32.48%
净负债率	4.55%	11.85%	24.24%	28.79%	31.21%
流动比率	0.99	0.79	0.90	1.20	1.59
速动比率	0.81	0.60	0.67	0.86	1.25
营运能力					
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	1.20	1.54	1.64
每股指标（元）					
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	0.73	1.04	1.11
每股净资产	3.01	3.44	3.81	4.38	5.03
估值比率					
市盈率	22.05	11.23	10.95	7.02	6.22
市净率	1.93	1.69	1.53	1.33	1.16
EV/EBITDA	11.29	13.54	6.69	3.98	2.97
EV/EBIT	18.07	18.68	7.96	4.50	3.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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