



业绩稳步增长 成本控制+新产能 助力未来发展

2018年08月20日

推荐/首次

通威股份

财报点评

——通威股份（600438）中报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn 010-66554024	

事件：

公司披露2018年半年报。上半年公司实现营业收入124.61亿元，同比增长12.24%；实现归属于上市公司股东的净利润为9.19亿元，同比增长16.14%；基本每股收益0.2368元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	5186.89	4209.19	6892.39	8511.82	6475.84	5221.29	7239.38
增长率（%）	16.79%	44.47%	14.94%	25.41%	24.85%	24.04%	5.03%
毛利率（%）	16.01%	19.24%	18.54%	18.66%	21.46%	18.33%	20.46%
期间费用率（%）	13.67%	11.18%	8.37%	7.77%	12.80%	10.77%	10.33%
营业利润率（%）	2.77%	6.96%	10.32%	11.18%	7.44%	7.30%	10.58%
净利润（百万元）	119.46	266.27	539.68	761.10	474.37	320.99	611.39
增长率（%）	-39.17%	110.12%	45.38%	87.44%	297.10%	20.55%	13.29%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.07	0.14	0.19	0.12	0.08	0.15
资产负债率（%）	44.85%	47.74%	48.93%	47.40%	46.36%	48.54%	55.50%
净资产收益率（%）	1.01%	2.20%	4.35%	5.76%	3.46%	2.28%	4.34%
总资产收益率（%）	0.56%	1.15%	2.22%	3.03%	1.86%	1.17%	1.93%

观点：

1. 光伏产品销量提升助推业绩稳步增长

公司上半年实现营收124.61亿元，其中饲料业务收入60.85亿，占总营收比重49%，同比下滑1.82%。光伏业务占总营收比重51%，多晶硅、电池片销量增长以及保持高利润率是公司业绩增长的主要驱动力。

多晶硅实现销量0.87万吨，同比增长6.73%，并且由于成本控制优势实现43.52%的毛利率，成为抬升公司利润率中枢的重要业务板块。

电池片产销量约3GW，同比增长66%，在5.4GW电池产能规模的基础上，继续保持满产满销，产能利用率超过100%，电池片毛利率达到16.68%。2018年上半年，公司出货量位于行业第一位。

2. 高品质硅料凭借成本优势将受益于行业整合

公司目前具备2万吨/年的多晶硅生产能力，上半年销量良好。硅料业务不断推进产品结构优化，提升单价更高的单晶料占比，截止报告期末单晶料占比已达70%。

同时，公司正在推进开发位于乐山、包头的各2.5万吨高纯晶硅项目，预计将于2018年内建成投产，届时多晶硅总产能将达到7万吨/年，生产成本将降至4万元/吨以下。在经历了531新政导致的产业链大幅降价后，硅料价格率先企稳，目前用于多晶的菜花料、用于单晶的致密料价格稳定在8.9万/吨、9.6万/吨的水平，而公司目前生产成本可以保持在6万元/吨以下，按当前硅料价格可保持40%以上高利润率。

在硅料制造过程中，电费可以占到总成本的30%左右，而公司位于乐山和包头的制造厂因为可以享受到当地的低电价，从而实现较低的生产成本。在光伏产业过剩、补贴退坡加速的背景下，产品价格仍然承压，产能出清是所有处于产业链上的公司需要面对的挑战，最终能够生存下来的必将是成本控制优秀、产能规模突出、议价能力强的龙头企业。公司有望受益于行业整合，在硅料领域继续扩大市占比，成为该领域的龙头企业。

3. 电池片“成本+产能”双重优势保证盈利能力

公司在电池片领域最大的优势在于成本控制能力，硅片制造成本近30%是非硅成本，行业非硅成本平均为0.45元/W，公司可以将该部分成本降至0.3元/W以下的水平，从而在电池片价格大幅下降的情况下仍保持稳定的盈利能力。

同时公司亦在积极扩产，成都三期3.2GW以及合肥二期2.3GW高效单晶电池项目预计将在18Q4建成投产，届时总产能将达到11GW。规模产能以及良好的成本控制能力将拉动加工成本10%左右的降幅，将进一步提高公司盈利能力，并且在电池片价格下降、行业整合趋势加速的情况下夯实龙头地位。

4. “渔光一体”模式产生协同效应

公司充分利用农业和光伏两个主业，整合形成“渔光一体”模式增加效益。光伏电站成本已降为5元/W以下，毛利率接近30%。在2018年上半年实现发电量3.3亿度，按照当前光伏补贴电价售电收入约为2亿。公司在上游硅料、中游电池片具备的领先优势，以及光伏电站与鱼塘分享水上、水下空间，都将有助于进一步降低光伏电站建设及运营成本，体现差异化竞争优势。

结论：

公司是国内硅料和电池片的龙头企业，在光伏行业整体产能过剩、正在进行来产能出清的背景下，公司将通过成本控制能力和规模化优势，进一步提高市场份额和盈利能力。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为294.5亿元、379.6亿元和449.1亿元，归属于上市公司股东净利润分别为20.2亿元、28.9亿元和36.1亿元，每股收益分别为0.52元、0.75元和0.93元，对应PE分别为11、8、6。首次关注给予“推荐”评级。

风险提示：

光伏政策支持力度不足、光伏产品价格大幅下跌

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
流动资产合计	7824	7384	8457	11655	16948	营业收入	20884	26089	29450	37959	44910				
货币资金	3653	2923	3534	5607	9985	营业成本	17598	21024	23810	30538	35895				
应收账款	576	791	893	1151	1361	营业税金及附加	52	104	177	228	269				
其他应收款	389	257	290	374	443	营业费用	749	830	937	1208	1501				
预付款项	202	217	234	256	282	管理费用	1175	1551	1750	2256	2669				
存货	1380	1768	2002	2568	3018	财务费用	230	157	277	186	182				
其他流动资产	1057	827	827	827	827	资产减值损失	33.79	103.48	52.57	52.57	52.57				
非流动资产合计	13575	18165	17134	16117	15115	公允价值变动收益	1.68	1.61	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	111	149	149	149	149	投资净收益	65.14	52.62	2.00	2.00	2.00				
固定资产	8681.1	12185.	12894.	12022.	11150.	营业利润	1113	2437	2448	3493	4343				
无形资产	1199	1234	1233	1133	1043	营业外收入	128.63	18.77	19.00	19.00	19.00				
其他非流动资产	541	1466	1466	1466	1466	营业外支出	20.24	13.24	14.00	14.00	14.00				
资产总计	21399	25548	25591	27772	32063	利润总额	1221	2442	2453	3498	4348				
流动负债合计	7921	9297	7253	6528	7263	所得税	198	401	403	574	714				
短期借款	2668	4013	1634	0	0	净利润	1023	2041	2050	2923	3635				
应付账款	1623	1871	2090	2680	3150	少数股东损益	-1	29	29	29	29				
预收款项	943	962	984	1012	1045	归属母公司净利润	1025	2012	2021	2894	3605				
一年内到期的非流	1266	224	224	224	224	EBITDA	3316	4760	3720	4674	5510				
非流动负债合计	1676	2547	3228	4135	5208	EPS (元)	0.32	0.52	0.52	0.75	0.93				
长期借款	385	1008	1712	2619	3692	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	9597	11843	10481	10663	12471	成长能力									
少数股东权益	123	366	395	424	454	营业收入增长	48.33%	24.92%	12.88%	28.89%	18.31%				
实收资本(或股本)	3882	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	190.67	118.98	0.47%	42.66%	24.36%				
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700	归属于母公司净利润	0.45%	43.19%	0.45%	43.19%	24.57%				
未分配利润	1833	3454	4498	5993	7855	盈利能力									
归属母公司股东权	11678	13339	14742	16711	19165	毛利率 (%)	15.73%	19.42%	19.15%	19.55%	20.07%				
负债和所有者权	21399	25548	25591	27772	32063	净利率 (%)	4.90%	7.82%	6.96%	7.70%	8.09%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					ROE (%)	8.77%	15.08%	13.71%	17.32%	18.81%
经营活动现金流	2432	2916	3281	3984	4712	偿债能力									
净利润	1023	2041	2050	2923	3635	资产负债率 (%)	45%	46%	41%	38%	39%				
折旧摊销	1973.0	2166.7	0.00	871.86	871.86	流动比率	0.99	0.79	1.17	1.79	2.33				
财务费用	230	157	277	186	182	速动比率	0.81	0.60	0.89	1.39	1.92				
应收账款减少	0	0	-102	-258	-211	营运能力									
预收帐款增加	0	0	22	28	33	总资产周转率	1.52	1.11	1.15	1.42	1.50				
投资活动现金流	-4393	-3988	-63	-74	-74	应收账款周转率	42	38	35	37	36				
公允价值变动收益	2	2	0	0	0	应付账款周转率	20.59	14.94	14.87	15.92	15.41				
长期股权投资减少	0	0	149	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	65	53	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.52	0.52	0.75	0.93				
筹资活动现金流	4193	248	-2608	-1838	-261	每股净现金流(最新)	0.57	-0.21	0.16	0.53	1.13				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.01	3.44	3.80	4.30	4.94				
长期借款增加	0	0	704	907	1073	估值比率									
普通股增加	3065	0	0	0	0	P/E	18.09	11.23	11.18	7.81	6.27				
资本公积增加	5273	-28	0	0	0	P/B	1.93	1.69	1.53	1.35	1.18				
现金净增加额	2231	-824	611	2073	4378	EV/EBITDA	7.02	5.23	6.08	4.24	3.00				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。