



## 业绩符合预期，光伏硅料和电池片成本优势显著

2018.08.22

潘永乐(分析师)	徐超 (研究助理)
电话:	020-88832354
邮箱:	pan.yongle@gzgzs.com.cn
执业编号:	A1310518070002

### 事件：

2018年8月18日公司公布2018年半年度报告，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%。整体来看，符合我们的业绩预期。

### 点评：

#### ● 饲料等农牧业务维持稳定

饲料等农牧业务基本持平。2018H1公司农牧业务营收69.43亿元，同增3.04%，毛利率14.02%，同降0.34PCT，净利润约1.5-2.0亿元。今年起中央政府对各个地方的网箱养殖清除，近期中美贸易战对农业的成本有影响。饲料业务营收60.85亿元，同降1.82%，毛利率14.07%，同降0.42PCT。其中，膨化饲料、虾特饲料、功能饲料等高端产品占水产饲料的比例为55%。

#### ● 电池片成本优势显著，持续扩产打造龙头地位

上半年公司电池片产销量约3GW，同比增长66%，继续保持满产满销，电池片出货量位居全球第一。公司成都3.2GW及合肥2.3GW电池片产能预计将在4季度投产，年底电池片产能将达11GW以上。目前公司电池片非硅成本在0.2-0.3元/W的区间并持续下降，保持行业领先地位，产能扩张后成本有望进一步下降10%左右。上半年电池片毛利率为16.68%，同比下降0.6个百分点，盈利能力维持稳定。上半年合肥与成都电池片合计实现净利润3.3亿元，对应净利润约为0.11元/W。电池片处于硅片与组件的中间环节，电池片价格下降的同时，上游硅片价格亦在下降，公司不断优化工艺保持加工成本低于行业水平，即可获得稳定的收益，政策变化影响并不大。

#### ● 低成本新产线年内投产，巩固硅料领先优势

公司多晶硅产能已达2万吨，乐山、包头一期各2.5万吨多晶硅项目将于2018年内建成投产，届时公司多晶硅产能将达到7万吨。多晶硅生产中，能源成本和原料成本占比最高，能源成本占总成本比例高达39%-46%，尤以电力成本为重，降低用电成本至关重要。通威的四氯化硅冷氢化技术有效节省了电力消耗，现有产线全成本已经低于6万元/吨，新产线全成本可降至5万元/吨，使得公司多晶硅生产的技术、成本和质量等各方面均已接近或代表了国际先进水平。目前国内高成本硅料产能处于停产状态，8.5万元/吨的硅料价格已经低于众多厂家现金成本，公司新增产能投产将借此获得更大市场份额。

#### ● 光伏电站装机容量和发电量稳步提升

截止2018年6月底，建成40个“渔光一体”项目，累计装机规模848MW，2018H1新增361MW；2018H1发电量3.35亿度，较2017年全年发电量提高13.18%。同时光伏电站综合成本已下降至5元/W以内，2019年有望降至4.3元/W以内，公司预计2019年下半年实现光伏平价上网，根据资金情况持续推进建设光伏电站项目。

### 谨慎推荐（首次）

现价: 5.92

电力设备与新能源行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
通威股份	-8.39	-51.51	-42.49
电气设备 (申万)	-8.26	-25.37	-22.21
沪深300	-5.29	-14.18	-16.61

### 基本资料

总市值 (亿元)	224.79
总股本 (亿股)	38.82
流通股比例	71.66%
资产负债率	55.50%
大股东	通威集团有限公司
大股东持股比例	52.45%

### 相关报告

### 盈利预测与估值:

根据公司现有业务，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.49、0.72 和 0.93 元，对应 12.07、8.16 和 6.32 倍 PE，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

### 风险提示:

新能源补贴政策出现重大变化；产能扩产不及预期风险，上游原材料成本波动风险。

主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	26089.24	28408.94	34955.15	39738.04
同比(%)	24.92%	8.89%	23.04%	13.68%
归属母公司净利润	2012.04	1891.10	2797.94	3612.18
同比(%)	96.35%	-6.01%	47.95%	29.10%
毛利率(%)	19.42%	18.30%	19.61%	21.01%
ROE(%)	15.78%	13.17%	18.00%	20.93%
每股收益(元)	0.52	0.49	0.72	0.93
P/E	11.35	12.07	8.16	6.32
P/B	1.71	1.56	1.46	1.27
EV/EBITDA	3.45	6.51	5.10	3.83

数据来源：公司公告、广证恒生



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	26089	28409	34955	39738
现金	2923	3057	3041	4289	营业成本	21024	23209	28100	31388
应收账款	791	827	1014	1171	营业税金及附加	104	64	102	121
其它应收款	257	227	291	259	营业费用	830	1133	1253	1425
预付账款	217	208	288	309	管理费用	1551	1535	1977	2252
存货	1768	1791	2245	2523	财务费用	157	214	196	206
其他	1428	1034	1362	1275	资产减值损失	103	53	63	73
<b>非流动资产</b>	18165	17498	20094	21015	公允价值变动收益	2	-0	1	1
长期投资	149	104	121	125	投资净收益	53	49	53	52
固定资产	12185	12618	14483	15092	<b>营业利润</b>	2437	2250	3317	4325
无形资产	1234	1480	1725	1892	营业外收入	19	67	72	53
其他	4597	3295	3765	3907	营业外支出	13	16	17	15
<b>资产总计</b>	25548	24642	28334	30840	<b>利润总额</b>	2442	2301	3372	4362
<b>流动负债</b>	9297	7476	9936	10042	所得税	401	398	561	732
短期借款	4013	2600	3449	3236	<b>净利润</b>	2041	1904	2812	3631
应付账款	1871	1659	2367	2560	少数股东损益	29	13	14	19
其他	3413	3217	4119	4246	<b>归属母公司净利润</b>	2012	1891	2798	3612
<b>非流动负债</b>	2547	2151	2333	2344	EBITDA	3657	3848	5162	6445
长期借款	1008	1008	1008	1009	EPS (摊薄)	0.52	0.49	0.72	0.93
其他	1539	1143	1324	1335					
<b>负债合计</b>	11843	9627	12268	12386					
少数股东权益	366	378	392	411					
股本	3882	3882	3882	3882					
资本公积	5700	5700	5182	4665					
留存收益	3784	5054	6609	9497					
归属母公司股东权益	13366	14636	15674	18044					
<b>负债和股东权益</b>	25548	24642	28334	30840					

现金流量表					主要财务比率				
	单位:百万元				会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
<b>经营活动现金流</b>	2903	3195	4760	5528	<b>成长能力</b>				
净利润	2041	1891	2798	3612	营业收入增长率	24.9%	8.9%	23.0%	13.7%
折旧摊销	969	1332	1593	1876	营业利润增长率	119.0%	-7.7%	47.4%	30.4%
财务费用	157	214	196	206	归母净利润增长率	96.3%	-6.0%	48.0%	29.1%
投资损失	-53	-49	-53	-52	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-36	-952	406	-21	毛利率	19.4%	18.3%	19.6%	21.0%
其它	-175	760	-180	-93	净利率	14.5%	7.8%	6.7%	8.0%
<b>投资活动现金流</b>	-3988	-1279	-3708	-2437	ROE	15.8%	13.2%	18.0%	20.9%
资本支出	-4328	-1292	-3306	-2305	ROIC	11.3%	10.6%	13.6%	16.0%
长期投资	-90	71	-38	2	<b>偿债能力</b>				
其他	431	-58	-363	-134	资产负债率	46.4%	39.1%	43.3%	40.2%
<b>筹资活动现金流</b>	248	-1783	-1069	-1842	净负债比率	44.29%	42.91%	41.81%	38.08%
短期借款	1345	-1413	849	-214	流动比率	0.79	0.96	0.83	0.98
长期借款	623	0	0	0	速动比率	0.60	0.72	0.60	0.73
普通股本增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积金增加	-28	0	-518	-518	总资产周转率	1.11	1.13	1.32	1.34
其他	-1692	-370	-1400	-1111	应收账款周转率	38.17	35.13	37.99	36.38
<b>现金净增加额</b>	-836	134	-16	1249	应付账款周转率	12.04	13.15	13.96	12.74

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



**广证恒生：**

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。