



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 020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002 A1310518060001

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。目前国内外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

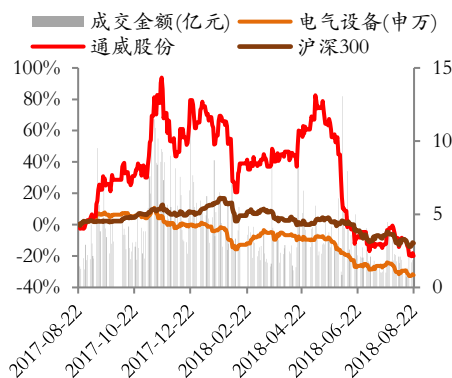
截止2018年6月底，建成40个“渔光一体”项目，累计装机规模848MW，2018H1新增361MW；2018H1发电量3.35亿度，较2017年全年发电量提高13.18%。同时光伏电站综合成本已下降至5元/W以内，2019年有望降至4-3元/W以内，公司预计2019年下半年实现光伏平价上网，根据资金情况持续推进建设光伏电站项目。

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 |
| 流动资产 | 7384 | 7144 | 8240 | 9826 | 营业收入 | 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 |
| 非流动资产 | 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 | 营业利润 | 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 |
| 资产总计 | 25548 | 24642 | 28334 | 30840 | 利润总额 | 2442 | 2301 | 3372 | 4362 |
| 流动负债 | 9297 | 7476 | 9936 | 10042 | 所得税 | 401 | 398 | 561 | 732 |
| 短期借款 | 4013 | 2600 | 3449 | 3236 | 净利润 | 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 | 归属母公司净利润 | 2012 | 1891 | 2798 | 3612 |
| 非流动负债 | 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 | | | | | |
| 负债合计 | 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 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 25548 | 24642 | 28334 | 30840 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2020E |
| 经营活动现金流 | 2903 | 3195 | 4760 | 5528 | 成长能力 | | | | |
| 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 | 获利能力 | | | | |
| 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% |
| 投资活动现金流 | -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 | 偿债能力 | | | | |
| 其他 | 431 | -58 | -363 | -134 | 资产负债率 | 46.4% | 39.1% | 43.3% | 40.2% |
| 筹资活动现金流 | 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 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 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 |
| 现金净增加额 | -836 | 134 | -16 | 1249 | 应付账款周转率 | 12.04 | 13.15 | 13.96 | 12.74 |

| 每股指标 (元) | | | | | 估值比率 | | | | |
|---------------|------|------|------|------|-----------|-------|-------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.52 | 0.49 | 0.72 | 0.93 | P/E | 11.35 | 12.07 | 8.16 | 6.32 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.75 | 0.82 | 1.23 | 1.42 | P/B | 1.71 | 1.56 | 1.46 | 1.27 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.44 | 3.77 | 4.04 | 4.65 | EV/EBITDA | 3.45 | 6.51 | 5.10 | 3.83 |

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。