

增持

——首次

通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2019年01月25日

行业：电气设备和新能源



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师：洪麟翔

021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070001

研究助理：孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC证书编号：S0870118050004

### 基本数据（截至 2019 年 01 月 22 日）

报告日股价（元）	9.31
12mth A 股价格区间（元）	4.96-13.26
总股本（百万股）	3882.37
无限售 A 股/总股本	71.67%
流通市值（百万元）	25904.90
每股净资产（元）	3.70

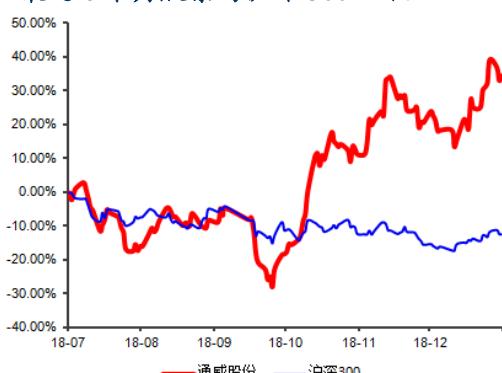
### 主要股东（2018Q3）

通威集团	52.45%
------	--------

### 收入结构（2018H1）

农牧业务	55.72%
光伏业务	42.49%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：SKY18-TWGF01

首次报告日期：2019年01月25日

# 政策急冻期业绩平稳，产能扩张迎接平价新周期

## ■ 公司动态事项

公司发布2018年度业绩预告。2018年预计实现归属于上市公司股东的净利润20.12亿元-21.13亿元，同比增加0%-5%。

## ■ 事项点评

### 高效电池片产能扩张，迎接平价上网新周期

2018年受“5.31”光伏新政影响，产业链各环节价格大幅下降。高性价比叠加欧洲“MIP”如期终止等因素，海外需求持续高涨。同时，受益于国内领跑者项目新增装机的支撑，2018年底海内外电池片价格持续调涨，高效PERC电池片更是供不应求。

公司下属合肥太阳能已形成合肥及成都两个基地共5.4GW的高效太阳能电池产能，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对全球专业太阳能电池厂商统计，合肥太阳能2018年上半年电池产能、产量均保持行业排名第一。随着成都太阳能三期3.2GW高效晶硅电池项目于18年11月中旬正式投产，合肥太阳能二期2.3GW高效晶硅电池项目于19年初正式完工，公司太阳能电池产能翻翻，盈利能力和竞争优势将进一步增强。2019年，公司将再开工8GW高效晶硅电池项目，累计产能规模将超过20GW，迎接平价上网新周期的到来。

### 高纯晶硅业务降本增效，进口替代提速

2017年全球多晶硅产量43.9万吨，同比增长13.7%。国内产量24万吨，同比增长23.1%，进口量15.89万吨，同比增长12.7%，国内对多晶硅特别是高品质多晶硅的需求缺口仍然较大。国内多晶硅产业受益于技术革新以及规模效应的影响，后来居上，成本为海外平均成本的80%以下。此番产能扩张多向低电价地区转移，成本优势将更加明显。

公司乐山一期年产5万吨高纯晶硅项目于2018年12月底正式投产，累计产能7万吨。项目达产后超过70%的产品能满足P型单晶和N型单晶的需要，逐步实现进口替代，进一步缓解国内高纯晶硅依赖进口的局面。

### 平价进程提速，2019 行业有望回温

光伏告别补贴、回归市场化是大势所趋。2019年1月初，发改委、能源局联合发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出12大要求，降低非技术成本，积极推进平价上网，鼓励行业向市场主导过度，并从项目指标、融资环境、消纳保障和市场化交易等逐个方面保驾护航。18年产业链价格的大幅下滑，

加速了平价上网进程，同时海外需求复苏、新兴市场高歌猛进，19年行业有望迅速回暖。

### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为302.00亿、371.48亿和455.91亿元，增速分别为15.76%、23.01%和22.73%；归属于母公司股东净利润分别为20.63亿、29.09亿和37.45亿元，增速分别为2.53%、41.03%和28.73%；全面摊薄每股EPS分别为0.53、0.75和0.96元，对应PE为17.52、12.42和9.65倍。我们认为，光伏行业经2018年的洗礼之后有望迎来复苏，公司进入产能扩张的新周期，降本增效助力公司光伏业务高速增长。首次覆盖，未来六个月内，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，产品价格持续下跌，行业政策调整等。

### ■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26089.24	30199.74	37148.34	45590.52
增长率(%)	24.92%	15.76%	23.01%	22.73%
归属母公司股东净利润	2012.04	2062.97	2909.35	3745.22
增长率(%)	96.35%	2.53%	41.03%	28.73%
每股收益(元)	0.52	0.53	0.75	0.96
市盈率(X)	17.90	17.52	12.42	9.65

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年01月22日收盘价）

## ■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1966	3020	3715	4559
应收和预付款项	1865	1613	2471	2759
存货	1768	1933	2588	2950
其他流动资产	827	827	827	827
长期股权投资	149	149	149	149
投资性房地产	99	84	69	55
固定资产和在建工程	13734	14837	15208	16406
无形资产和开发支出	1872	1728	1584	1440
其他非流动资产	2111	1863	1615	1615
<b>资产总计</b>	<b>24391</b>	<b>26055</b>	<b>28227</b>	<b>30760</b>
短期借款	4013	5931	3846	5177
应付和预收款项	4165	2229	5415	3764
长期借款	1008	1130	0	20
其他负债	1499	1499	1499	1499
<b>负债合计</b>	<b>10686</b>	<b>10789</b>	<b>10760</b>	<b>10459</b>
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	5700	5700	5700	5700
留存收益	3757	5287	7445	10223
归属母公司股东权益	13339	14870	17028	19806
少数股东权益	366	396	440	495
<b>股东权益合计</b>	<b>13705</b>	<b>15266</b>	<b>17467</b>	<b>20301</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>24391</b>	<b>26055</b>	<b>28227</b>	<b>30760</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	2923	2825	7463	4284
投资活动产生现金流量	-3988	-2985	-2553	-3637
融资活动产生现金流量	248	1214	-4215	197
<b>现金流量净额</b>	<b>-833</b>	<b>1054</b>	<b>695</b>	<b>844</b>

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26089	30200	37148	45591
营业成本	21024	24718	30197	36987
营业税金及附加	104	121	148	182
营业费用	830	960	1122	1368
管理费用	1551	1601	1913	2348
财务费用	157	302	259	199
资产减值损失	103	53	53	53
投资收益	53	0	0	0
其他收益	64	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2437</b>	<b>2446</b>	<b>3456</b>	<b>4454</b>
营业外收支净额	5	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>2442</b>	<b>2451</b>	<b>3462</b>	<b>4460</b>
所得税	401	357	509	659
<b>净利润</b>	<b>2041</b>	<b>2094</b>	<b>2953</b>	<b>3801</b>
少数股东损益	29	31	43	56
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2012</b>	<b>2063</b>	<b>2909</b>	<b>3745</b>
<b>财务比率分析</b>				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	19.42%	18.15%	18.71%	18.87%
EBIT/销售收入	9.69%	9.09%	9.99%	10.19%
销售净利率	7.66%	6.93%	7.95%	8.34%
ROE	14.77%	13.87%	17.09%	18.91%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.76	0.88	1.01	1.21
速动比率	0.45	0.55	0.65	0.80
总资产周转率	1.07	1.16	1.32	1.48
应收账款周转率	18.76	35.67	21.66	27.66
存货周转率	11.89	12.79	11.67	12.54

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。