

增持

——维持

日期：2019年04月18日

行业：电气设备和新能源



分析师：洪麟翔
Tel: 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 04 月 17 日）

报告日股价（元）	13.83
12mth A 股价格区间（元）	4.96-14.12
总股本（百万股）	3882.37
无限售 A 股/总股本	76.23%
流通市值（百万元）	40929.48
每股净资产（元）	3.80

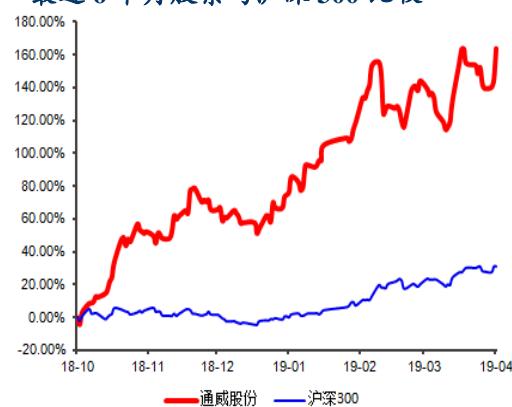
主要股东（2018A）

通威集团	51.47%
------	--------

收入结构（2018A）

农牧业务	61.07%
光伏业务	37.04%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：SKY19-TWGF02

首次报告日期：

通威股份（600438）

证券研究报告/公司研究/公司动态

晶硅、电池片产能扩张，降本增效迎接平价周期

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报和2019年一季报。2018年公司实现营业收入275.35亿元，同比增长5.53%；实现归母净利润20.19亿元，同比增长0.51%。2019年一季度实现营收收入61.69亿元，同比增长18.14%，实现归母净利润4.91亿元，同比增长53.36%。

■ 事项点评

光伏业务以量补价，饲料业务稳步发展

2018年公司光伏业务实现营收102亿元，同比增长8.72%，业务整体毛利率27.74%，同比减少0.95个百分点。主要产品高纯晶硅、光伏电池片及组件产销量同比大幅增长。其中，高纯晶硅实现销量19,189吨，同比增长19.74%；光伏电池片及组件实现销量6,443MW，同比增长61.24%。2018年光伏行业受“5.31”新政影响，产业链各环节价格大幅下降，多晶硅跌幅更是达到40%。随着产品价格下行，行业整体开工率下滑，其中多晶硅环节维持在50%-60%。然而公司光伏业务各制造环节仍保持满负荷状态运行，以量补价，支撑公司毛利水平。

2018年水产养殖受台风影响，畜禽终端受到猪瘟冲击，成品饲料产量连续滞涨。18年公司农牧业务实现营业收入168.16亿元，同比增长3.66%，业务整体毛利率14.05%，同比减少0.26个百分点。公司作为水产饲料的龙头企业，拥有技术研发、市场营销、可复制经营模式等一系列综合竞争优势，国内市场占有率达12%-15%。2019年公司计划饲料及相关产业链业务实现营收同比增长10%以上，超过180亿元。

高纯晶硅业务降本增效，进口替代提速

2018年全球多晶硅产量44.80万吨，同比增长2.05%。国内产量25.90万吨，同比增长7.91%，占全球总产量的57.81%；国内进口13.70万吨，同比下降13.80%，但进口仍占国内需求的30%左右。

2018年，公司乐山、包头两个“5万吨高纯晶硅及配套新能源项目”一期项目于18年四季度先后建成投产，达产后公司高纯晶硅产能将达到8万吨/年，生产成本将降至4万元/吨，规模效应明显。同时，公司有效提升了单晶料的比例，单晶料占比可达70%，N型单晶料在下游客户一次性验证通过。这将有效缓解国内高品质单晶用料供不应求的局面，加速进口替代进程。

高效电池片产能扩张，光伏发电业务迈向平价

2018年，公司已形成3GW多晶、9GW单晶，共12GW光伏电池的产能规模，位列全球太阳能电池制造企业第一位，并已与全球前十大

下游组件商中的九家建立长期战略合作关系。2019年3月公司启动了成都四期及眉山新建项目，预计2019年底公司太阳能电池规模将达到20GW，盈利能力有望回升，竞争优势将进一步增强。

公司光伏发电业务已在全国多个省市开发建设了“渔光一体”基地。2018年公司已建成以“渔光一体”为主的发电项目52个，装机并网规模1151MW，2018年实现发电84,314万度。公司紧紧围绕“543”的成本目标，加快推进光伏平价上网步伐，公司在内蒙古赤峰市敖汉旗100MW光伏电站项目装机成本已下降至4元/W以下。

行业政策基本明晰，稳中有进基调不变

国家能源局综合司发布《关于2019年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知（征求意见稿）》，政策明确优先建设、保障平价项目，加速行业市场化发展；同时提出，2019年度安排新建光伏项目补贴总额度30亿元，其中，7.5亿元用于户用光伏、补贴竞价项目22.5亿元。叠加不需要国家补贴的平价项目及补贴另算的光伏扶贫项目，我们保守预计19年国内装机规模仍将超过40GW，稳中有进，行业最大的不确定性基本落地。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为374.76亿、454.36亿和527.53亿元，增速分别为36.10%、21.24%和16.10%；归属于母公司股东净利润分别为30.30亿、40.62亿和51.21亿元，增速分别为50.61%、34.06%和26.06%；全面摊薄每股EPS分别为0.78、1.05和1.32元，对应PE为17.72、13.22和10.48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，维持公司“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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37475.68	45435.79	52752.53
增长率(%)	5.54%	36.10%	21.24%	16.10%
归属母公司股东净利润	2012.04	3030.26	4062.49	5121.32
增长率(%)	96.35%	50.61%	34.06%	26.06%
每股收益(元)	0.52	0.78	1.05	1.32
市盈率(X)	17.90	17.72	13.22	10.48

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年04月17日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2381	3748	4544	5275
应收和预付款项	2979	2281	4092	3304
存货	1586	2874	2497	3715
其他流动资产	724	724	724	724
长期股权投资	282	282	282	282
投资性房地产	95	81	66	52
固定资产和在建工程	25134	27984	28233	27083
无形资产和开发支出	2029	1865	1701	1537
其他非流动资产	1962	1661	1359	1359
资产总计	37216	41541	43541	43374
短期借款	5276	11849	4567	5725
应付和预收款项	8078	2775	10079	4619
长期借款	690	1301	0	0
其他负债	7944	7944	7944	7944
负债合计	21989	23869	22590	18289
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	5713	5713	5713	5713
留存收益	5143	7569	10821	14921
归属母公司股东权益	14738	17164	20416	24515
少数股东权益	489	509	536	569
股东权益合计	15227	17672	20951	25085
负债和股东权益合计	37216	41541	43541	43374

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	3189	1217	14566	3761
投资活动产生现金流量	-6442	-5957	-3957	-2957
融资活动产生现金流量	3277	6107	-9813	-72
现金流量净额	27	1367	796	732

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535	37476	45436	52753
营业成本	22327	29690	35757	41357
营业税金及附加	111	152	184	213
营业费用	863	1143	1386	1614
管理费用	1039	2099	2522	2912
财务费用	316	594	567	380
资产减值损失	47	62	62	62
投资收益	76	0	0	0
其他收益	64	0	0	0
营业利润	2437	3737	4960	6214
营业外收支净额	5	41	41	41
利润总额	2442	3579	4802	6056
所得税	401	529	712	900
净利润	2041	3050	4089	5155
少数股东损益	29	20	27	34
归属母公司股东净利润	2012	3030	4062	5121
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	18.91%	20.78%	21.30%	21.60%
EBIT/销售收入	9.22%	10.81%	11.49%	11.88%
销售净利率	7.16%	8.14%	9.00%	9.77%
ROE	13.29%	17.66%	19.90%	20.89%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.43	0.50	0.62	0.88
速动比率	0.30	0.31	0.45	0.58
总资产周转率	0.74	0.90	1.04	1.22
应收账款周转率	12.42	27.28	15.25	25.42
存货周转率	14.08	10.33	14.32	11.13

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。