

产能释放助推龙头地位稳固，成本优势依旧领先

——通威股份中报点评

半年报点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

丁亚(联系人)

dingya@xsdzq.cn

证书编号: S0280119060013

● 公司发布 2019 年中报，营收同比增长 29.39%，净利润同比增长 58.01%

公司发布 2019 年中报：2019 年上半年实现营业收入 161.24 亿元，同比增长 29.39%；归母净利润 14.51 亿元，同比增长 58.01%；扣非后归母净利润 13.86 亿元，同比增长 55.69%。2019 年 2 季度公司实现营业收入 99.55 亿元，同比增长 37.5%，环比增长 61.37%；归母净利润 9.6 亿元，同比增长 60.27%，环比增长 95.52%；扣非后归母净利润 9.11 亿元，同比增长 56.26%，环比增长 91.79%。分业务板块，2019 年上半年公司光伏板块实现营业收入 81.59 亿元，同比增长 54.12%；农牧板块营收 99.92 亿元，同比增长 43.91%。

● 多晶硅、电池产能持续释放，龙头地位稳固

多晶硅上半年销量 2.28 万吨，同比增长 162.85%，毛利率 16.98%；随着包头工厂到三季度末全面满产，全年多晶硅产量预计可达 6.5 万吨。公司将在四季度根据市场及自身运营情况确定多晶硅二期项目的启动进度。电池片上半年产销量约 6GW（多晶 1.6GW，单晶 4.4GW），同比增长 97%，多晶电池毛利率 20% 左右，单晶电池毛利率略低于 30%。成都四期和眉山一期项目已启动，预计 2019 年底至 2020 年上半年投产，届时公司电池片产能将达 20GW。

● 成本优势依旧保持领先

目前公司乐山、包头新产能的成本低于 4 万/吨，乐山老产能的成本也在同期产能中处于领先地位。公司电池片非硅成本低于 0.25 元/W，处于市场领先地位，随着产能利用率提升带来的成本摊薄，非硅成本有望降至 0.2 元/W，继续保持全市场领先地位。7 月份以来，由于需求面临淡季加上新增 PERC 产能释放较快，PERC 电池价格下降较快。当前 0.91 元/W 已接近价格底部，随着需求启动，电池片价格也将出现明显回升。

● 看好公司多晶硅、电池片龙头地位及降本能力，维持“强烈推荐”评级

考虑到公司未来的产能释放以及持续地通过精细化管理和规模优势降低成本的能力，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 28.67、35.44、46.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.91、1.20 元，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：光伏需求不及预期，产品价格下跌超过预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,089	27,535	35,236	42,538	50,458
增长率(%)	24.9	5.5	28.0	20.7	18.6
净利润(百万元)	2,012	2,019	2,867	3,544	4,674
增长率(%)	96.3	0.3	42.0	23.6	31.9
毛利率(%)	19.4	18.9	20.5	20.7	21.7
净利率(%)	7.7	7.3	8.1	8.3	9.3
ROE(%)	14.9	13.3	16.6	17.4	19.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.52	0.74	0.91	1.20
P/E(倍)	25.1	25.0	17.6	14.2	10.8
P/B(倍)	3.8	3.4	3.0	2.5	2.1

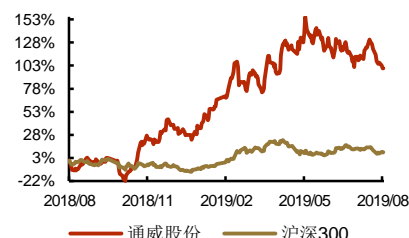
强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.14

收盘价(元):	12.8
一年最低/最高(元):	4.96/16.78
总股本(亿股):	38.82
总市值(亿元):	496.94
流通股本(亿股):	29.59
流通市值(亿元):	378.81
近 3 月换手率:	68.86%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.13	-14.14	88.47
绝对	-0.62	-14.22	96.59

相关报告

《业绩符合预期，新产能逐步释放》
2019-04-17

《业绩符合预期，新产能即将释放，双龙头更加稳固》2018-10-27

《持续扩大产能，深化成本优势，光伏业务实现 24.79% 增长》2018-08-19

《新产能即将释放，“硅料+电池片”双龙头渐已成型》2018-05-23

《深化成本优势，双龙头渐已成型》
2018-03-30

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7384	8745	4213	4302	5438	营业收入	26089	27535	35236	42538	50458
现金	2923	3412	0	0	0	营业成本	21024	22327	28019	33730	39519
应收票据及应收账款合计	1390	2217	0	0	0	营业税金及附加	104	111	143	172	204
其他应收款	259	535	481	745	709	营业费用	830	863	1104	1333	1581
预付账款	217	228	341	346	469	管理费用	1551	1039	1329	1605	1904
存货	1768	1586	2623	2444	3492	研发费用	0	598	765	923	1095
其他流动资产	827	768	768	768	768	财务费用	157	316	436	558	532
非流动资产	18165	29739	32135	34494	37336	资产减值损失	103	47	77	101	129
长期投资	149	282	424	567	710	公允价值变动收益	2	-1	-1	-1	-1
固定资产	12192	16767	19832	22530	25368	其他收益	78	90	42	52	65
无形资产	1234	1394	1557	1747	1926	投资净收益	53	76	50	61	60
其他非流动资产	4590	11297	10323	9650	9332	营业利润	2437	2395	3450	4223	5611
资产总计	25548	38484	36348	38796	42774	营业外收入	19	16	55	55	36
流动负债	9297	18759	14279	13693	13557	营业外支出	13	13	15	16	14
短期借款	4013	5276	8051	6967	6417	利润总额	2442	2398	3489	4262	5633
应付票据及应付账款合计	2780	6304	0	0	0	所得税	401	367	586	689	911
其他流动负债	2504	7179	6228	6726	7141	净利润	2041	2031	2903	3572	4722
非流动负债	2547	4498	4560	4526	4433	少数股东损益	29	12	36	28	48
长期借款	1008	690	753	719	625	归属母公司净利润	2012	2019	2867	3544	4674
其他非流动负债	1539	3808	3808	3808	3808	EBITDA	3633	3879	5422	6666	8375
负债合计	11843	23257	18839	18220	17991	EPS(元)	0.52	0.52	0.74	0.91	1.20
少数股东权益	366	489	525	553	601	主要财务比率					
股本	3882	3882	3882	3882	3882	成长能力					
资本公积	5700	5713	5713	5713	5713	营业收入(%)	24.9	5.5	28.0	20.7	18.6
留存收益	3784	5168	7189	9669	12943	营业利润(%)	119.0	-1.7	44.0	22.4	32.9
归属母公司股东权益	13339	14738	16984	20023	24182	归属于母公司净利润(%)	96.3	0.3	42.0	23.6	31.9
负债和股东权益	25548	38484	36348	38796	42774	获利能力					
						毛利率(%)	19.4	18.9	20.5	20.7	21.7
						净利率(%)	7.7	7.3	8.1	8.3	9.3
						ROE(%)	14.9	13.3	16.6	17.4	19.1
						ROIC(%)	14.5	10.8	11.5	13.4	15.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.4	60.4	51.8	47.0	42.1
						净负债比率(%)	28.0	51.4	72.9	56.8	44.7
						流动比率	0.8	0.5	0.3	0.3	0.4
						速动比率	0.5	0.3	0.0	0.1	0.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2
						应收账款周转率	20.6	15.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	8.3	4.9	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.52	0.52	0.74	0.91	1.20
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	2.45	0.01	1.64	1.74
						每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.80	4.37	5.16	6.23
						估值比率					
						P/E	25.1	25.0	17.6	14.2	10.8
						P/B	3.8	3.4	3.0	2.5	2.1
						EV/EBITDA	15.0	15.2	11.8	9.4	7.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>