

增持

——维持

通威股份 (600438)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2019年08月16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 08 月 14 日）

报告日股价（元）	12.80
12mth A 股价格区间（元）	4.96-16.78
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）	37881.22
每股净资产（元）	4.01

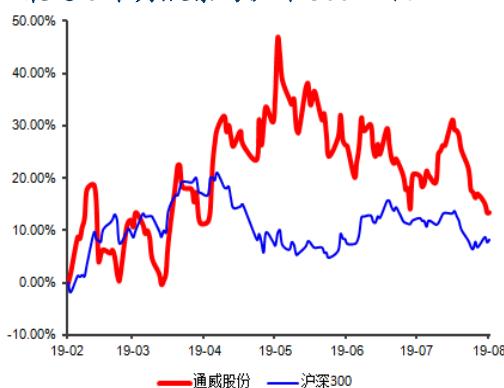
主要股东（2019H1）

通威集团	51.47%
------	--------

收入结构（2019A）

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-TWGF04

首次报告日期：

业绩高速增长，静待旺季来临

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年报。2019年上半年，公司实现营业收入161.24亿元，同比增长29.39%；实现归属于上市公司股东净利润14.51亿元，同比增长58.01%；实现扣非后净利润13.86亿元，同比增长55.69%。

■ 事项点评

Q2 业绩同环比高增，光伏业务整体量利齐升

2019年二季度公司实现营业收入99.55亿元，同比增38%，环比增61%；实现归母净利润9.6亿元，同比增60%，环比增96%。Q2整体毛利率21.86%，同比增加1.4个百分点，环比下滑0.39个百分点。公司上半年光伏业务实现营收81.59亿元，同比增长54%；光伏业务毛利率达29.17%，同比提升2.13个百分点。

电池片贡献主要业绩增量，下半年价格有望企稳回升

2019年上半年，公司太阳能电池满产满销，实现电池产销量约6GW，同比增长约97%。上半年公司太阳能电池片贡献净利润9.77亿元，是上半年公司利润的主要增长点。我们预计上半年公司电池业务毛利率超30%，处于行业领先。公司电池产能产能高速扩张，预计2019年底至2020年上半年整体产能将达20GW，目前新建产能的产能利用率已超110%，规模效应显著。目前由于需求空窗期，电池片价格持续下跌，均价位于每瓦0.91-0.93元附近，已跌破老旧电池产能的成本线，公司盈利能力领先，目前仍能保持15%-20%左右的毛利率。随着下半年国内需求启动及海外旺季的来临，我们预计电池片价格有望企稳回升。

硅料价格低位盈利承压，低成本新产能释放、盈利能力将回暖

公司上半年实现高纯晶硅销量2.28万吨，同比增长162.85%，业务毛利率约16.98%。在市场价格比去年同期下降40%-50%的情况下，公司硅料产能依旧保持满产满销，单晶比例已超80%。公司包头和乐山各2.5万吨新建产能目前产量已达100吨/天，产能利用率超140%，且生产成本压缩至4万元/吨。随着新增产能产量爬坡及单晶用料占比持续提升（Q3、Q4将达80%-85%），公司高纯晶硅业务盈利能力将回暖。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为379.85、454.58和536.58亿元，增速分别为37.95%、19.67%和18.04%；归属于母公司股东净利润分别为30.18、41.44和52.95亿元，增速分别为50.01%、37.31%和27.76%；全面摊薄每股EPS分别为0.78、1.07和1.36元，对应

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

PE为16.46、11.99和9.39倍。公司产能高速扩张，龙头地位显著。随着国内光伏装机需求启动，电池片价格有望止跌回升，叠加公司成本优势卓越，我们看好公司未来成长性，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，硅料和电池片价格下跌超预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37984.73	45457.97	53657.79
增长率(%)	5.54%	37.95%	19.67%	18.04%
归属母公司股东净利润	2012.04	3018.26	4144.47	5294.79
增长率(%)	96.35%	50.01%	37.31%	27.76%
每股收益(元)	0.52	0.78	1.07	1.36
市盈率(X)	17.90	16.46	11.99	9.39

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年08月14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	3798	4546	5366
应收和预付款项	2979	2358	4020	3504
存货	1586	2975	2415	3919
其他流动资产	724	724	724	724
长期股权投资	282	382	482	582
投资性房地产	95	81	66	52
固定资产和在建工程	25134	26984	27333	26283
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	40870	42690	43369
短期借款	5276	11077	3821	5100
应付和预收款项	8078	2968	9917	5037
长期借款	690	1218	0	6
其他负债	7944	7944	7944	7944
负债合计	21989	23207	21682	18087
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	5713	5713	5713	5713
留存收益	5143	7559	10877	15115
归属母公司股东权益	14738	17154	20472	24710
少数股东权益	489	509	536	571
股东权益合计	15227	17663	21008	25281
负债和股东权益合计	37216	40870	42690	43369

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	1098	14381	3721
投资活动产生现金流量	-6442	-4957	-3957	-2957
融资活动产生现金流量	3277	5277	-9677	56
现金流量净额	27	1418	747	820

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535	37985	45458	53658
营业成本	22327	30363	35886	42170
营业税金及附加	111	154	184	217
营业费用	863	1140	1364	1610
管理费用	1039	2089	2500	2951
财务费用	316	572	524	346
资产减值损失	47	62	62	62
投资收益	76	100	100	100
其他收益	64	0	0	0
营业利润	2437	3706	5039	6401
营业外收支净额	5	41	41	41
利润总额	2442	3547	4881	6243
所得税	401	509	709	914
净利润	2041	3038	4172	5330
少数股东损益	29	20	27	35
归属母公司股东净利润	2012	3018	4144	5295
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	18.91%	20.06%	21.06%	21.41%
EBIT/销售收入	9.22%	10.52%	11.57%	11.96%
销售净利率	7.16%	8.00%	9.18%	9.93%
ROE	13.29%	17.60%	20.24%	21.43%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.43	0.53	0.64	0.92
速动比率	0.30	0.33	0.47	0.60
总资产周转率	0.74	0.93	1.07	1.24
应收账款周转率	12.42	26.70	15.50	24.30
存货周转率	14.08	10.21	14.86	10.76

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。