

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 通威股份（600438.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.04.22

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326706

邮箱：chenleia@cindasc.com

#### 相关研究

《通威股份（600438.SH）：光伏龙头盈利能力回升，产能释放推动未来业绩增长》2019.04

《通威股份（600438）：低谷期显真金，新周期再成长》2019.01

《通威股份（600438.SH）光伏新周期的龙头，综合优势迸发的前夜》2018.11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 光伏龙头成长进行时，显著受益下半年旺季

2019年09月09日

#### 事件：

1、公司发布2019年半年度报告，2019年上半年公司实现营业收入161.24亿元，同比增长29.39%；归属于上市公司股东的净利润14.51亿元，同比增长58.01%；归母扣除非经常性损益的净利润13.86亿元，同比增长55.69%；基本每股收益0.37元/股，同比增长58.01%。

2、公司控股股东通威集团持有公司的4119.5万股流通股解除质押，占公司总股本的1.06%

#### 点评：

- **主要产品销量放量推动公司业绩增长、盈利能力提升。**公司业务涉及光伏板块硅料、电池片、电站等环节及农业板块饲料等产品，目前竞争力较好的硅料、电池片产能持续释放，正处于较好的成长阶段。2019年上半年，得益新增产能释放，公司实现硅料销量2.28万吨，同比增长162.85%；电池片产销约6GW，同比增长约97%；饲料销量同比增长17%，其中主要产品水产饲料销量同比增长25%，特种饲料销量同比增长61%。主要产品销量增长推动公司实现营业收入161亿元，同比增长29%。得益成本持续优化，上半年公司实现毛利率22.01%，同比增长2.44个百分点，职工薪酬规模下降推动公司销售费用率同比下降0.77个百分点至2.70%。最终公司实现归母净利14.5亿元，同比增长58%，净资产收益率（摊薄）8.83%，达近年来半年度最高水平。
- **单晶用硅料占比提升将推动硅料业务盈利改善。**2019年上半年，公司2万吨硅料老产能实现满产满销，截至目前，老产能单晶用料比例已超80%。包头和乐山新产能预计在2019年下半年单晶用料占比提升至80%-85%。公司目前新产能生产成本已降至4万元/吨，我们测算，在当前价格水平下，公司新产能单晶用料占比由50%提升至80%，将使毛利率提升约5个百分点。从目前运行情况看，公司实际产量可达设计产能的140%左右，下半年公司硅料业务有望迎来量利双增的良好局面。
- **旺季来临，电池片价格有望触底回升，公司加强产能建设进一步巩固竞争优势。**上半年，公司太阳能电池业务平均产能利用率达100%左右，实现电池产销量约6GW，同比增长约97%。在上半年电池片价格下行背景下，公司通过工艺及成本管控，进一步优化非硅成本，电池片业务子公司通威太阳能（合肥）实现净利润9.8亿元。7-8月，受国内外光伏需求阶段性淡季影响，电池片价格进一步下降，但随着三季度起国内外装机启动，需求刺激有望推动电池片价格触底回升。

依托领先的成本优势，公司上半年启动成都四期和眉山一期高效电池片项目，预计 2019 年底-2020 年中陆续投产，公司电池片产能将达 20GW，竞争优势将得到进一步巩固。

- **国内外需求共振支撑行业高景气度，龙头有望持续成长。**上半年，受国内光伏政策未落地影响，国内实现光伏装机 11.4GW，同比下降 53%，目前相关政策已全部落地，在全年装机 40GW 预期下，下半年国内装机有望实现环比两倍左右增长。同时，随着政策基调确立及产业链价格下降带来的经济性进一步凸显、平价项目放量，看好未来国内光伏装机需求。海外方面，上半年国内组件出口 32GW，同比增长 86%，随着贸易政策对光伏装机影响逐步淡化以及新兴市场光伏发电经济性显现，海外需求具备较强持续性，国内外需求共振将支撑行业高景气度。在这样的国内外背景下，通威积极利用自身优势拓展先进产能，在 2019 年下半年将进一步布局新技术、新产品，公司未来有望强者恒强，持续成长。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 349.46、445.32 和 519.36 亿元，同比增长 26.91%、27.43% 和 16.63%，归母净利润 29.92、37.36 和 46.44 亿元，同比增长 48.20%、24.88% 和 24.30%，摊薄每股收益为 0.77、0.96 和 1.20 元/股，以 2019 年 9 月 6 日收盘价计算，对应 2019-2021 年 PE 为 19x、15x 和 12x。随着下半年国内装机启动及海外阶段性淡季结束，光伏制造端供需向好，公司持续推进工艺优化与成本降低，未来盈利能力有望改善，基于此，维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**政策支持不及预期风险；不可抗力风险；海外市场需求不及预期风险；产能投放进程不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

#### ➤ 公司财务数据

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	26,089.24	27,535.17	34,945.78	44,531.88	51,936.39
增长率 YoY %	24.92%	5.54%	26.91%	27.43%	16.63%
归属母公司净利润(百万元)	2,012.04	2,018.75	2,991.75	3,736.08	4,644.01
增长率 YoY%	96.35%	0.33%	48.20%	24.88%	24.30%
毛利率%	19.42%	18.91%	20.22%	20.49%	21.18%
净资产收益率 ROE%	16.09%	14.38%	18.79%	19.69%	20.05%
EPS(摊薄)(元)	0.52	0.52	0.77	0.96	1.20
市盈率 P/E(倍)	29	29	19	15	12
市净率 P/B(倍)	4.33	3.92	3.38	2.77	2.27

➤ 资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 09 月 06 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	7,383.75	8,744.89	11,467.42	15,696.66	17,535.81
货币资金	2,922.90	3,412.05	5,803.33	8,845.78	9,791.48
应收票据	599.62	1,051.08	873.64	1,113.30	1,298.41
应收账款	790.84	1,165.52	1,223.10	1,558.62	1,817.77
预付账款	216.95	228.05	284.77	361.66	418.13
存货	1,767.68	1,585.86	1,980.26	2,514.99	2,907.69
其他	1,085.76	1,302.32	1,302.32	1,302.32	1,302.32
<b>非流动资产</b>	18,164.71	29,738.74	35,364.33	41,526.05	50,311.47
长期股权投资	149.43	281.59	281.59	281.59	281.59
固定资产(合计)	12,185.00	16,754.36	23,623.52	33,554.26	41,030.02
无形资产	1,233.53	1,393.50	1,479.14	1,553.55	1,650.40
其他	4,596.75	11,309.29	9,980.08	6,136.66	7,349.46
<b>资产总计</b>	25,548.46	38,483.63	46,831.75	57,222.71	67,847.29
<b>流动负债</b>	9,296.51	18,758.82	20,718.18	23,350.35	25,302.67
短期借款	4,012.96	5,276.19	5,276.19	5,276.19	5,276.19
应付票据	909.01	2,175.27	2,716.24	3,449.71	3,988.38
应付账款	1,870.77	4,128.42	5,155.14	6,547.18	7,569.51
其他	2,503.77	7,178.95	7,570.61	8,077.26	8,468.60
<b>非流动负债</b>	2,546.95	4,498.17	8,498.17	12,498.17	16,498.17
长期借款	1,008.38	690.47	4,690.47	8,690.47	12,690.47
其他	1,538.57	3,807.70	3,807.70	3,807.70	3,807.70
<b>负债合计</b>	11,843.47	23,256.99	29,216.35	35,848.51	41,800.84
少数股东权益	365.63	488.92	507.11	529.83	558.06
归属母公司股东权益	13,339.36	14,737.72	17,108.29	20,844.37	25,488.38
<b>负债和股东权益</b>	25,548.46	38,483.63	46,831.75	57,222.71	67,847.29

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26,089.24	27,535.17	34,945.78	44,531.88	51,936.39
同比(%)	24.92%	5.54%	26.91%	27.43%	16.63%
归属母公司净利润	2,012.04	2,018.75	2,991.75	3,736.08	4,644.01
同比(%)	96.35%	0.33%	48.20%	24.88%	24.30%
毛利率(%)	19.42%	18.91%	20.22%	20.49%	21.18%
ROE%	16.09%	14.38%	18.79%	19.69%	20.05%
EPS(摊薄)(元)	0.52	0.52	0.77	0.96	1.20
P/E	29	29	19	15	12
P/B	4.33	3.92	3.38	2.77	2.27
EV/EBITDA	17.26	16.24	12.48	10.07	8.42

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	26,089.24	27,535.17	34,945.78	44,531.88	51,936.39
营业成本	21,023.54	22,326.90	27,879.47	35,407.80	40,936.62
营业税金及附加	104.25	111.40	141.38	180.16	210.12
销售费用	830.22	862.70	1,094.89	1,395.23	1,627.22
管理费用	1,550.73	1,038.90	1,318.51	1,680.19	1,959.56
研发费用	0.00	597.63	758.47	966.53	1,127.24
财务费用	156.94	316.04	349.51	569.20	684.75
减值损失合计	103.48	47.42	49.51	101.98	87.55
投资净收益	52.62	75.50	64.42	64.18	68.03
其他	64.12	85.64	83.66	86.61	85.13
<b>营业利润</b>	2,436.82	2,395.31	3,502.12	4,381.58	5,456.50
营业外收支	5.53	3.02	38.98	40.53	40.27
<b>利润总额</b>	2,442.36	2,398.33	3,541.11	4,422.12	5,496.76
所得税	400.94	367.31	531.17	663.32	824.51
<b>净利润</b>	2,041.41	2,031.02	3,009.94	3,758.80	4,672.25
少数股东损益	29.37	12.27	18.19	22.72	28.24
<b>归属母公司净利润</b>	2,012.04	2,018.75	2,991.75	3,736.08	4,644.01
EBITDA	3,652.17	4,019.13	5,553.67	7,275.16	9,179.79
EPS(当年)(元)	0.52	0.52	0.77	0.96	1.20

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2,915.84	3,099.62	6,579.87	7,977.69	9,333.56
净利润	2,041.41	2,031.02	3,009.94	3,758.80	4,672.25
折旧摊销	968.55	1,217.89	1,711.82	2,348.42	3,045.00
财务费用	241.26	402.91	300.74	504.62	638.02
投资损失	-52.62	-75.50	-64.42	-64.18	-68.03
营运资金变动	-35.73	89.11	1,578.60	1,343.39	971.33
其它	-247.04	-565.80	43.18	86.63	74.99
<b>投资活动现金流</b>	-3,987.70	-6,441.57	-7,266.67	-8,430.61	-11,749.84
资本支出	-4,307.05	-7,094.69	-7,331.09	-8,494.79	-11,817.87
长期投资	6,828.61	657.85	64.42	64.18	68.03
其他	-6,509.25	-4.74	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	247.91	3,277.40	3,078.08	3,495.38	3,361.98
吸收投资	170.91	91.91	0.00	0.00	0.00
借款	997.44	4,770.54	4,000.00	4,000.00	4,000.00
支付利息或股息	642.75	936.16	921.92	504.62	638.02
<b>现金流净增加额</b>	-841.01	-61.82	2,391.27	3,042.45	945.70

## 研究团队简介

**刘强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源实业工作经验，7 年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

**陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。