

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07月05日
行业: 电气设备和新能源



低成本龙头产能加速释放，半年报业绩高增超预期

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

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度业绩预告。公司预计2019年上半年实现归母净利润14.23亿元-15.15亿元，同比增加55%-65%；实现扣非后净利润13.79亿元-14.68亿元，同比增长55%-65%。

■ 事项点评

中报略超预期，Q2 业绩同环比高增

公司2019Q1实现归母净利润4.91亿元。经测算，公司2019Q2实现归母净利润9.32-10.24亿元，同比增长56%-71%，环比增长90%-109%。略超市场预期。

高效电池片出货高速增长，非硅成本进一步优化

2019年上半年，公司太阳能电池累计出货量同比增长约97%，经我们测算约为5.91GW。年初新建成的成都3.2GW及合肥2.3GW高效晶硅电池项目产能经过调试提升已相继达产，产能利用率达78%。目前公司电池片业务整体产能利用率已超过110%。公司生产工艺各项指标和非硅成本进一步优化，盈利能力同比提升。

硅料新增产能加速释放，低成本龙头盈利或将改善

在上半年高纯晶硅价格相对较低的情况下，公司高纯晶硅业务仍然维持连续盈利状态。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年底建成投产，合计6万吨新增产能上半年逐步释放（20%），整体产销量预计超过2万吨。公司预计H2实现新增产能的全面释放，各项生产指标将持续优化。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为381.92亿、468.36亿和545.41亿元，增速分别为38.67%、22.67%和16.45%；归属于母公司股东净利润分别为32.89亿、44.41亿和55.08亿元，增速分别为63.46%、35.02%和24.03%；全面摊薄每股EPS分别为0.85、1.14和1.42元，对应PE为16.36、12.12和9.77倍。随着光伏竞价项目申报完毕，国内需求也将正式启动。公司新增产能正加速释放，我们看好公司全年业绩，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，硅料和电池片价格持续下跌。

基本数据 (截至 2019 年 07 月 04 日)

| | |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元) | 13.86 |
| 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) | 41018.28 |
| 每股净资产 (元) | 3.92 |

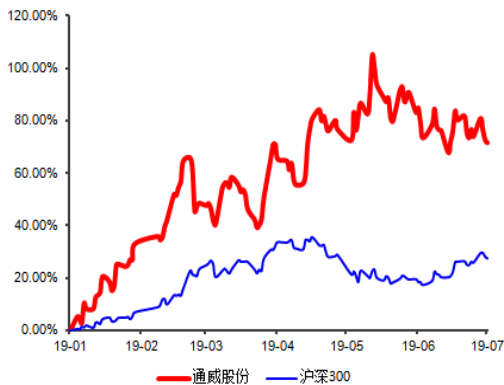
主要股东 (2019Q1)

| | |
|------|--------|
| 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-TWGF03

首次报告日期:

■ 数据预测与估值:

| 单位:百万元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 27535.17 | 38181.93 | 46836.03 | 54541.46 |
| 增长率(%) | 5.54% | 38.67% | 22.67% | 16.45% |
| 归属母公司股东净利润 | 2012.04 | 3288.89 | 4440.59 | 5507.58 |
| 增长率(%) | 96.35% | 63.46% | 35.02% | 24.03% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 0.85 | 1.14 | 1.42 |
| 市盈率(X) | 17.90 | 16.36 | 12.12 | 9.77 |

数据来源: Wind 上海证券研究所 (2019年07月04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 | 3818 | 4684 | 5454 |
| 应收和预付款项 | 2979 | 2377 | 4188 | 3455 |
| 存货 | 1586 | 2933 | 2570 | 3827 |
| 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 | 41767 | 43851 | 43817 |
| 短期借款 | 5276 | 11739 | 4197 | 5087 |
| 应付和预收款项 | 8078 | 2919 | 10244 | 4875 |
| 长期借款 | 690 | 1284 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 7944 | 7944 | 7944 | 7944 |
| 负债合计 | 21989 | 23886 | 22385 | 17906 |
| 股本 | 3882 | 3882 | 3882 | 3882 |
| 资本公积 | 5713 | 5713 | 5713 | 5713 |
| 留存收益 | 5143 | 7776 | 11331 | 15740 |
| 归属母公司股东权益 | 14738 | 17371 | 20925 | 25334 |
| 少数股东权益 | 489 | 511 | 540 | 576 |
| 股东权益合计 | 15227 | 17881 | 21465 | 25911 |
| 负债和股东权益合计 | 37216 | 41767 | 43851 | 43817 |

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 | 1463 | 14938 | 4117 |
| 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 | 5931 | -10116 | -389 |
| 现金流量净额 | 27 | 1438 | 865 | 771 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 27535 | 38182 | 46836 | 54541 |
| 营业成本 | 22327 | 30085 | 36640 | 42595 |
| 营业税金及附加 | 111 | 154 | 189 | 221 |
| 营业费用 | 863 | 1145 | 1405 | 1636 |
| 管理费用 | 1039 | 2100 | 2576 | 3000 |
| 财务费用 | 316 | 592 | 556 | 357 |
| 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 | 4044 | 5408 | 6671 |
| 营业外收支净额 | 5 | 41 | 41 | 41 |
| 利润总额 | 2442 | 3886 | 5249 | 6513 |
| 所得税 | 401 | 575 | 780 | 969 |
| 净利润 | 2041 | 3311 | 4470 | 5544 |
| 少数股东损益 | 29 | 22 | 29 | 36 |
| 归属母公司股东净利润 | 2012 | 3289 | 4441 | 5508 |

财务比率分析

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 18.91% | 21.21% | 21.77% | 21.90% |
| EBIT/销售收入 | 9.22% | 11.40% | 12.07% | 12.27% |
| 销售净利率 | 7.16% | 8.67% | 9.54% | 10.16% |
| ROE | 13.29% | 18.93% | 21.22% | 21.74% |
| 资产负债率 | 62% | 64% | 63% | 66% |
| 流动比率 | 0.43 | 0.51 | 0.64 | 0.93 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.32 | 0.47 | 0.62 |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.92 | 1.07 | 1.25 |
| 应收账款周转率 | 12.42 | 26.49 | 15.38 | 25.02 |
| 存货周转率 | 14.08 | 10.26 | 14.25 | 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ |
| 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。