

公司  
点评

**通威股份** 股票代码：600438.SH

## 2017年业绩近乎翻倍，尽显龙头风采

事项：

1月8日晚，公司发布业绩预增公告，归属于上市公司股东的净利润将增加81,977.95万元-102,472.44万元，同比增加80%-100%。同时，公司预计电池片2017年出货量3.85GW，同比增长约75%。

### 投资要点

#### 1. 同比大增80%~100%，量价齐升凸显龙头真风采

根据公司公告，2017年公司归上净利润将在18.45~20.49亿元之间，同比增长80~100%。2017年，我国光伏行业爆发式发展，下游装机量从二级度开始巨幅增长，直接导致了国内光伏全产业链供给吃紧。2017年7月至12月，国内多晶硅料价格增长接近50%，多晶电池片价格也出现反弹，单晶电池片价格基本持平。年内，公司1.5万吨/年多晶硅料产能完成技改提升至2万吨/年；电池片产能从2.4GW提升至5.4GW，出货量迎来大幅增长。我们认为，公司作为多晶硅、电池片环节龙头厂商，充分受益于今年的光伏高景气度，量价齐升尽显龙头真风采。

#### 2. 年内产能大幅扩张，多晶硅+电池片龙头呼之欲出

2017年，公司多晶硅产能完成技改，产能由1.5万吨提升至2万吨；电池片领域，在合肥2.4GW多晶电池片基础上，2016年投产的1GW单晶电池产能全部释放，三季度顺利投产2GW单晶电池顺利投产。根据公司预计，2017年电池片出货量约为3.85GW。此外，公司最新规划3.2GW电池片产能预计2018年底投产，乐山、内蒙古合计5万吨产能也有望于年内投放，届时公司将形成7万吨多晶硅产能+10GW电池片产能。我们预计，公司2018年多晶硅料出货量有望保持增长、电池片出货量将有大幅增长，带动公司业绩进一步提升，2019年公司新建产能将充分释放，成为真正的“多晶硅+电池片”龙头。

#### 3. 投资建议

我们预计，2017~2019年公司归母净利润可实现19.47、26.07、35.62亿元，对应当前股价PE分别为25.1、18.8、13.7倍。按照2018年业绩23倍估值，目标价15.5元，给予“强推”评级。

#### 4. 风险提示

项目扩产不及预期；补贴下调幅度过大；全球光伏装机不及预期。

目标价：15.5RMB

当前股价：12.62RMB

**投资评级 强推**

**评级变动 维持**

### 华创证券研究所



证券分析师：胡毅

执业编号：S0360517060005  
电话：0755-82027731  
邮箱：huyi@hcyjs.com



联系人：邱迪

电话：010-63214660  
邮箱：qiudi@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	388,237
流通A股/B股(万股)	278,248/-
资产负债率(%)	47.4
每股净资产(元)	3.3
市盈率(倍)	29.66
市净率(倍)	4.2
12个月内最高/最低价	14.68/5.07

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《通威股份(600438.SH)2017年中报点评：光伏业务成本优势领先、产能扩充，新龙头日渐崛起》

2017-08-22

《通威股份(600438)：光伏业务景气度上升助力前三季度归母净利润近7成增长》

2017-10-23

《通威股份(600438)：发布可转债、员工持股计划，助力公司光伏业务加速扩张》

2017-12-18

**主要财务指标**

	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	20,884	25,550	32,143	40,278
同比增速(%)	48.3%	22.3%	25.8%	25.3%
净利润(百万)	1,025	1,950	2,610	3,567
同比增速(%)	209.5%	90.3%	33.9%	36.7%
每股盈利(元)	0.26	0.50	0.67	0.92
市盈率(倍)	48	25	19	14

资料来源：公司报表、华创证券

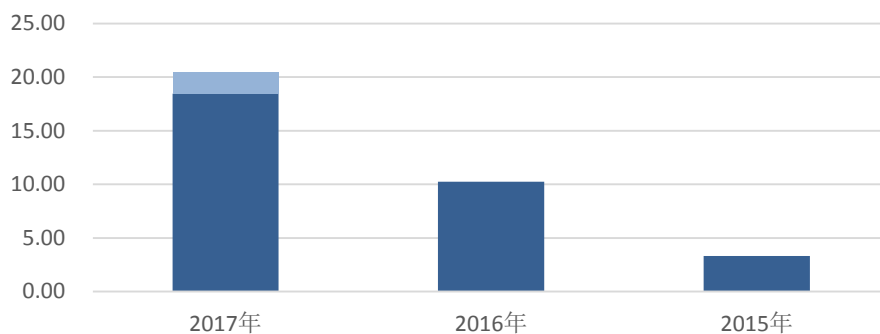
# 目录

一、同比大增 80%~100%，尽显龙头真风采.....	4
二、量价齐升，“多晶硅+电池片”龙头呼之欲出 .....	4
（一）产能释放恰赶涨价行情，多晶硅、电池片量价齐升 .....	4
（二）未来两年产能继续释放，“多晶硅+电池片”龙头呼之欲出 .....	6
（二）继续看多全球光伏装机需求，2018 年保持稳步增长.....	6
三、盈利预测与风险提示 .....	7
（一）盈利预测.....	7
（二）风险提示.....	8

## 一、同比大增 80%~100%，尽显龙头真风采

根据公司公告，2017 年公司归上净利润将在 18.45~20.49 亿元之间，同比增长 80~100%。2017 年，我国光伏行业爆发式发展，下游装机量从二季度开始巨幅增长，直接导致了国内光伏全产业链供给吃紧。公司多晶硅产能、产量继续实现了增长，电池片产能、出货量也大幅提高，根据公司预计 2017 年电池片出货量将达到 3.85GW，同比增长 75%。我们认为，在全年下游装机量爆发的背景下，光伏行业高景气度直接向上游传导，公司充分受益尽显龙头真风采。

图表 12017 年公司归上净利润增长 80~100%（单位：亿元）



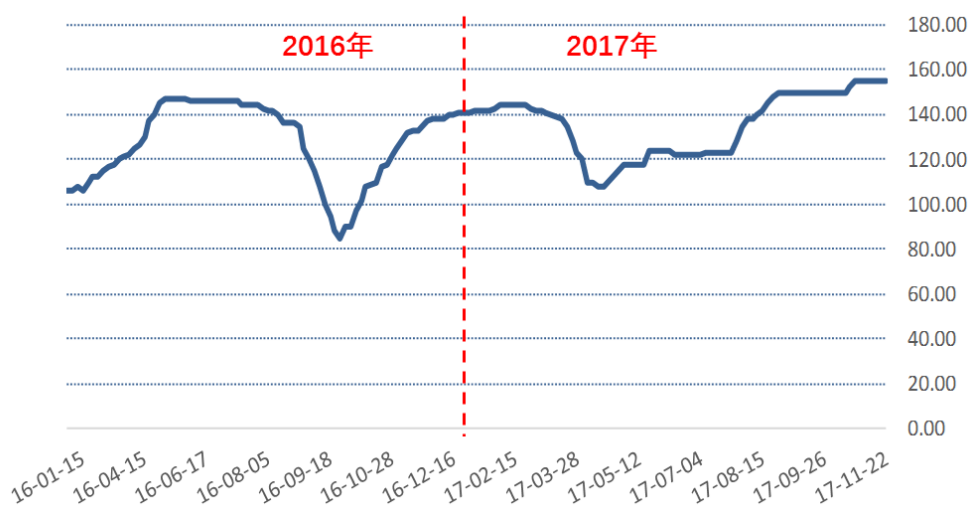
资料来源：Wind，华创证券

## 二、量价齐升，“多晶硅+电池片”龙头呼之欲出

### （一）产能释放恰赶涨价行情，多晶硅、电池片量价齐升

今年以来，我国下游装机的爆发式增长，直接使得上游多晶硅供需吃紧，三季度国产多晶硅价格增长超过 30%。公司年内多晶硅产能从 1.5 万吨提升至 2 万吨，技改后生产成本进一步下降，完全成本已经下降至 6.4 万元左右。产能释放、成本降低叠加市场价格持续走高，三管齐下公司盈利能力大幅提升。

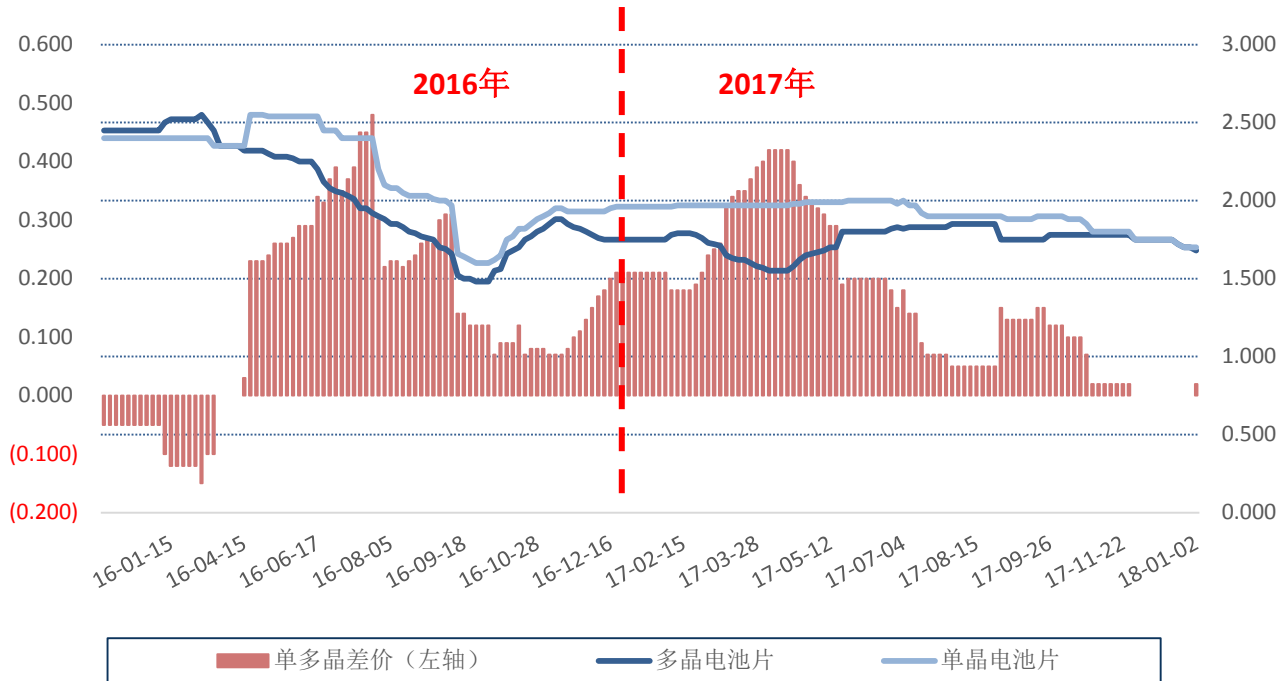
图表 2 年内供需吃紧导致多晶硅价格迅速回升达到近两年新高（单位：元/kg）



资料来源：Solarzoom，华创证券

公司将借助技术、管理优势，将其复制至乐山、包头的多晶硅生产项目中去，放大公司生产规模与盈利能力。到 2019 年，公司将完全释放 7 万吨多晶硅产能。

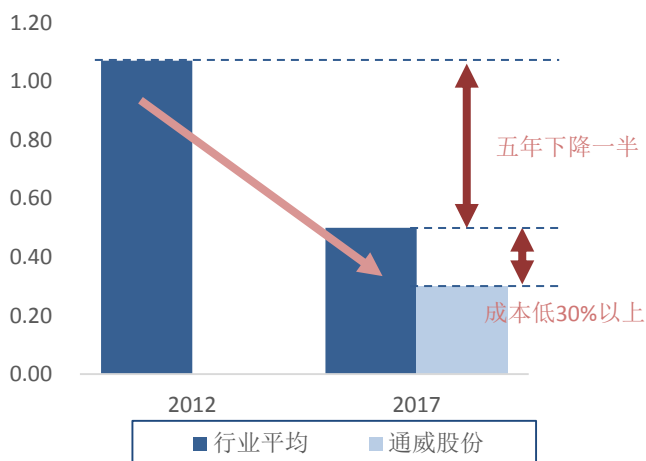
**图表 3 年内供需吃紧导致多晶硅价格迅速回升达到近两年新高（单位：元/kg）**



资料来源：Solarzoom，华创证券

**电池片持续扩产，目标第一龙头。**2016 年底，公司工具有电池片产能 2.4GW（合肥），2017 年一季度、三季度在成都分别投产了 1GW、2GW 电池片产能。2017 年，分布式的爆发及供需的吃紧，使得国内单晶电池片价格降幅有限，多晶电池片二、三季度价格出现反弹，三季度末、四季度才出现下降。国内电池片环节厂商盈利能力均有大幅提升。此外，公司大力投入研发，优化电池片生产车间，提高自动化程度，大幅压低了电池片生产成本。根据公司公告，目前公司电池片非硅成本降至 0.2-0.3 元/W，远低于行业平均水平。

**图表 4 电池片成本低于行业平均（单位：元/W）**



资料来源：公司公告，光伏行业协会，华创证券

## （二）未来两年产能继续释放，“多晶硅+电池片”龙头呼之欲出

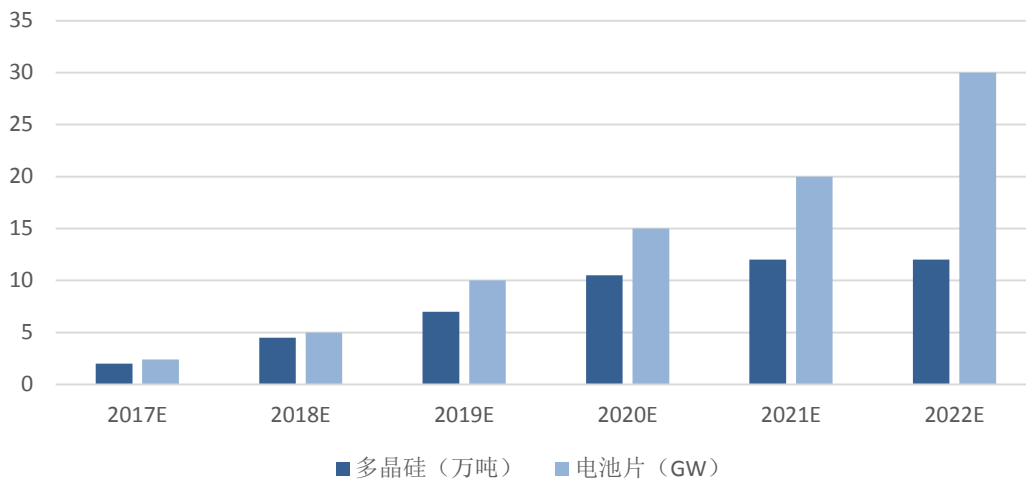
未来两年，公司将先后扩产乐山、包头，各 2.5 万吨多晶硅产能，并仍有 5 万吨产能在计划之中。同时，合肥 2GW、成都 2GW 电池片产能也将陆续建成投入。伴随光伏产品价格下降而来的行业洗牌，公司有望依靠低成本优势抢占市场空间，进一步成长为龙头厂商。

图表 5 公司光伏板块扩产计划

产品	地点	产能	进度	规划目标
多晶硅	乐山	5 万吨	一期 2.5 万吨已经开建，预计 2018 年有望投产	2018 年底形成 7 万吨产能
	包头	5 万吨	一期 2.5 万吨，预计 2018 年底有望投产	2019 年底形成 12 万吨
电池片	合肥	2GW+10GW	计划未来 1~2 年内新投产 4GW，3~5 年内新投产	2019 年底形成 10GW 以上，3~5 年形成 30GW 产能
	成都	2GW+10GW		

资料来源：公司公告，华创证券

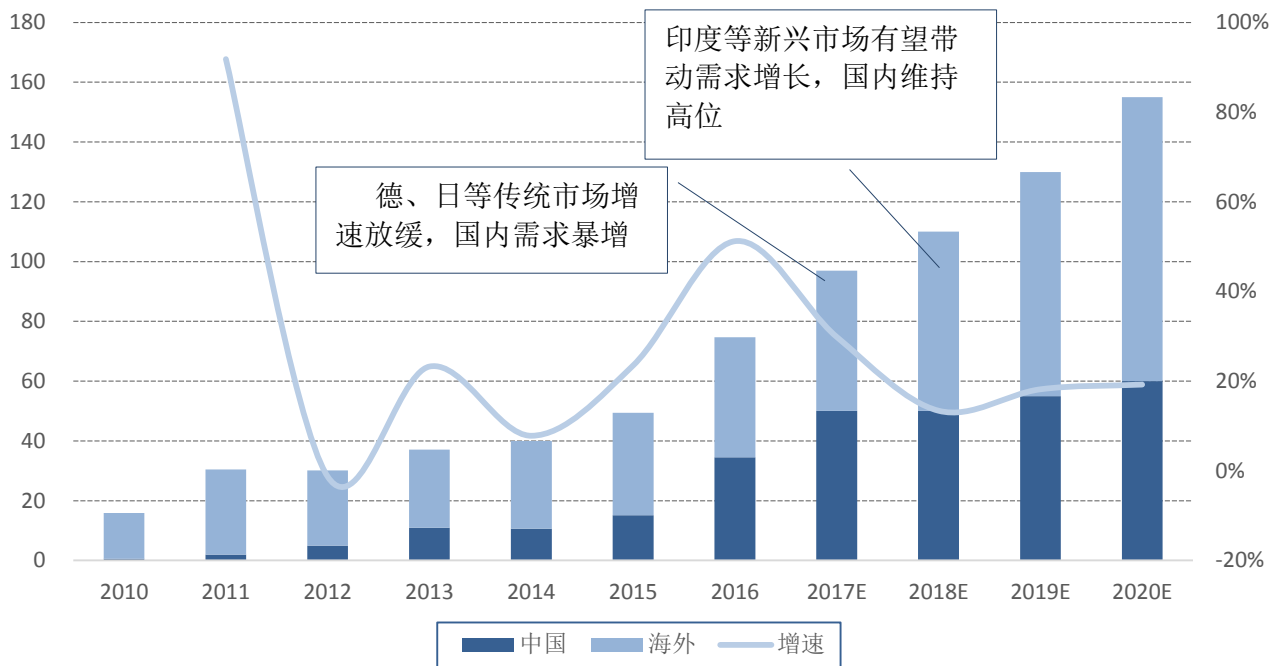
图表 6 公司未来光伏板块产能将翻倍增长



资料来源：公司公告，华创证券

## （二）继续看多全球光伏装机需求，2018 年保持稳步增长

2017 年，全球装机规模将会逼近 100GW 大关，未来几年仍将保持增长。今年，尽管德国、美国、日本等传统需求大国装机增速显著下降，但印度等国需求已经开始快速提高，全年装机量逼近甚至有望突破 100GW 大关。明年开始，以印度、巴西、墨西哥等为代表的新兴市场，将会启动。一方面，能源需求将会伴随人口、经济规模的提高不断增长，另一方面，光伏发电度电成本的降低将会不断的触及世界各个地区的发电平均成本线，也意味着将创造出超额的投资收益。因此，我们认为未来几年内，全球光伏装机规模仍将保持增长。

**图表 7 未来全球装机量将保持增长（单位：GW）**


资料来源：光伏行业协会，华创证券

### 三、盈利预测与风险提示

#### （一）盈利预测

**图表 8 光伏业务分类预测**

类别	产品	2017E	2018E	2019E
产量	多晶硅 (万吨)	1.71	2.90	7.94
	多晶电池片 (GW)	2.40	2.64	2.88
	单晶电池片 (GW)	1.56	4.36	7.34
营收 (亿元)	多晶硅	23.72	39.18	91.36
	多晶电池片	42.06	41.18	36.00
	单晶电池片	29.72	71.07	95.42
均价 (假设)	多晶硅 (元/kg)	138.82	135.00	115.00
	多晶电池片 (元/W)	1.75	1.56	1.25
	单晶电池片 (元/W)	1.91	1.63	1.30
毛利率 (假设)	多晶硅	50%	49%	39%
	电池片	19%	17%	16%
光伏业务营收合计		100.89	95.50	151.43

资料来源：公司公告，华创证券

我们预计,2017~2019年公司归母净利润可实现 19.47、26.07、35.62 亿元,对应当前股价 PE 分别为 25.1、18.8、13.7 倍。按照 2018 年业绩 23 倍估值,目标价 15.5 元,给予“强推”评级。

## （二）风险提示

项目扩产不及预期；补贴下调幅度过大；全球光伏装机不及预期。



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,653	1,240	6,444	12,839
应收票据	566	600	630	650
应收账款	576	710	944	1,183
预付账款	202	460	571	709
存货	1,380	1,724	2,141	2,659
其他流动资产	1,447	3,200	3,300	3,500
流动资产合计	7,824	7,934	14,030	21,541
其他长期投资	260	300	300	300
长期股权投资	111	170	138	160
固定资产	8,681	12,077	14,454	12,118
在建工程	1,680	2,500	4,000	2,800
无形资产	1,199	1,300	1,500	1,500
其他非流动资产	1,644	851	851	851
非流动资产合计	13,575	17,198	21,243	17,729
<b>资产合计</b>	<b>21,399</b>	<b>25,132</b>	<b>35,274</b>	<b>39,270</b>
短期借款	2,668	4,400	6,000	5,000
应付票据	690	1,100	1,000	1,000
应付账款	1,623	2,126	2,641	3,280
预收款项	943	1,242	1,562	1,957
其他应付款	315	500	500	500
一年内到期的非流动负债	1,266	900	900	900
其他流动负债	416	217	217	217
流动负债合计	7,921	10,485	12,820	12,854
长期借款	385	800	1,000	1,400
应付债券	0	0	5,000	5,000
其他非流动负债	1,291	98	98	98
非流动负债合计	1,676	898	6,098	6,498
<b>负债合计</b>	<b>9,597</b>	<b>11,383</b>	<b>18,918</b>	<b>19,352</b>
归属母公司所有者权益	11,678	13,628	16,238	19,805
少数股东权益	123	121	118	113
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,801</b>	<b>13,749</b>	<b>16,356</b>	<b>19,918</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,399</b>	<b>25,132</b>	<b>35,274</b>	<b>39,270</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,729</b>	<b>3,608</b>	<b>7,053</b>	<b>9,118</b>
现金收益	1,953	4,913	7,191	9,179
存货影响	-538	-344	-417	-518
经营性应收影响	-895	-456	-406	-427
经营性应付影响	2,286	1,398	735	1,034
其他影响	-1,077	-1,903	-50	-150
<b>投资活动现金流</b>	<b>-10,708</b>	<b>-6,216</b>	<b>-7,658</b>	<b>-812</b>
资本支出	-9,261	-6,921	-7,700	-800
股权投资	7	-49	42	-12
其他长期资产变化	-1,454	754	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>11,570</b>	<b>196</b>	<b>5,808</b>	<b>-1,911</b>
借款增加	2,411	1,780	6,800	-600
财务费用	-230	-391	-992	-1,311
股东融资	8,196	0	0	0
其他长期负债变化	1,193	-1,193	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>20,884</b>	<b>25,550</b>	<b>32,143</b>	<b>40,278</b>
营业成本	17,598	20,688	25,694	31,912
营业税金及附加	52	87	109	137
销售费用	749	830	836	1,007
管理费用	1,175	1,150	1,286	1,490
财务费用	230	391	992	1,311
资产减值损失	34	30	30	30
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	65	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>1,113</b>	<b>2,383</b>	<b>3,207</b>	<b>4,401</b>
营业外收入	129	50	50	50
营业外支出	20	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,221</b>	<b>2,433</b>	<b>3,257</b>	<b>4,451</b>
所得税	198	486	650	888
<b>净利润</b>	<b>1,023</b>	<b>1,947</b>	<b>2,607</b>	<b>3,562</b>
少数股东损益	-1	-2	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,950</b>	<b>2,610</b>	<b>3,567</b>
NOPLAT	1,048	2,237	3,376	4,587
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.50	0.67	0.92

**主要财务比率**

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	48.3%	22.3%	25.8%	25.3%
EBIT 增长率	164.5%	113.4%	51.0%	35.9%
归母净利润增长率	209.5%	90.3%	33.9%	36.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.7%	19.0%	20.1%	20.8%
净利率	4.9%	7.6%	8.1%	8.8%
ROE	8.8%	14.3%	16.1%	18.0%
ROIC	7.1%	13.7%	13.9%	16.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.8%	45.3%	53.6%	49.3%
债务权益比	47.5%	45.1%	79.5%	62.2%
流动比率	98.8%	75.7%	109.4%	167.6%
速动比率	81.3%	59.2%	92.7%	146.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0
应收帐款周转天数	10	10	11	11
应付帐款周转天数	33	37	37	37
存货周转天数	28	30	30	30
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.26	0.50	0.67	0.92
每股经营现金流	0.45	0.93	1.82	2.35
每股净资产	3.01	3.51	4.18	5.10
<b>估值比率</b>				
P/E	48	25	19	14
P/B	4	4	3	2
EV/EBITDA	25	10	7	5

## 电力设备与新能源组团队介绍

### 首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富上榜团队核心成员。

### 分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富团队成员。

### 研究员：王秀强

山东财经大学管理学学士。曾任职于《21世纪经济报道》，能见科技前合伙人。2016年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：石坤鋈

贵州财经大学经济学学士。2016年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500