

# 持续扩大产能，深化成本优势，光伏业务实现 24.79% 增长

——通威股份半年报点评

半年报点评

开文明(分析师) 李远山(联系人)  
021-68865582 010-83561326  
kaiwenming@xsdzq.cn liyuanshan@xsdzq.cn  
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116100017

## ● 公司发布 2018 年半年报，营收同比增长 12.24%，净利润同比增长 16.14%：

公司发布半年报，报告期内公司营业收入 124.61 亿元，同比增长 12.24%，实现归母净利润 9.19 亿元，同比增长 16.14%，扣非后归母净利润 8.90 亿元，同比增长 15.85%。2018Q2 公司实现营收 72.39 亿元，同比增长 5.03%，环比增长 38.65%；归母净利润 5.99 亿元，同比增长 13.88%，环比增长 86.96%。扣非后归母净利润 5.83 亿元，同比增长 14%，环比增长 89.61%。2018H1 公司光伏业务板块实现营收 52.94 亿元，同比增长 24.79%；农牧业务板块营收 69.43 亿元，同比增长 3.04%。

## ● 持续扩大产能，优化产品结构，单晶硅料占比达 70%

2018H1 多晶硅销量 0.87 万吨，同比增长 6.73%，毛利率 43.52%；为适应市场单晶用硅料需求的大幅上升优化产品结构公司单晶料占比达到近 70% 的比例。公司多晶硅在建产能 5 万吨，将于 2018 年内建成投产，届时产能将达到 7 万吨/年，生产成本预计将降至 4 万元/吨以下；“531”新政后公司依然稳步推行扩产计划，未受政策影响。并于 7 月 30 日通过 50 亿可转债发行，未来进一步坚定扩产决心，预计公司硅料业务将保持快速增长势头。

## ● 深化成本优势，电池片保持满产满销，产能利用率超过 100% 快速增长

2018H1 公司电池产销量约 3GW，同比增长 66%，在 5.4GW 电池产能规模的基础上，继续保持满产满销，产能利用率超过 100% 的快速增长势头。电池片毛利率仍达到 16.68%，单、多晶电池非硅加工成本已经进入 0.2-0.3 元/W 的区间并呈持续下降趋势；太阳能电池在建产能 5.5GW，预计将在 2018 年四季度建成投产，拉动太阳能电池加工成本 10% 左右的降幅，未来三到五年继续规划 30GW 产能。龙头地位稳固，在上半年光伏电池价格波动的情况下，依然实现较高毛利率。随着下半年海外新兴市场等的放量，电池片业务有望继续实现快速增长。

## ● 看好公司“硅料+电池片”双龙头，维持“强烈推荐”评级

由于光伏新政导致硅料、电池片产品价格大幅下降，我们下调公司 2018-2020 年净利润分别至 22.75 (-15%)、28.13 (-27%)、34.68 (-26%) 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.72、0.89 元。当前股价对应 PE 值分别为 10、8、7 倍。看好公司“硅料+电池片”双龙头，维持“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：产品价格下跌超过预期，光伏行业发展不及预期。

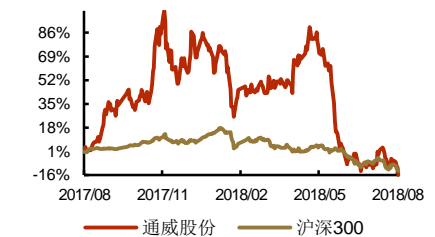
### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20884	26,089	29,204	35,329	44,475
增长率(%)	48.3	24.9	11.9	21.0	25.9
净利润(百万元)	1024.7	2,012	2,275	2,813	3,468
增长率(%)	209.5	96.3	13.1	23.6	23.3
毛利率(%)	15.7	19.4	19.9	20.2	19.8
净利率(%)	4.9	7.7	7.8	8.0	7.8
ROE(%)	8.7	14.9	15.0	16.1	16.9
EPS(摊薄/元)	0.26	0.52	0.59	0.72	0.89
P/E(倍)	22.05	11.2	9.9	8.0	6.5
P/B(倍)	1.93	1.7	1.5	1.3	1.1

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.08.17
收盘价(元):	5.82
一年最低/最高(元):	5.78/14.68
总股本(亿股):	38.82
总市值(亿元):	225.95
流通股本(亿股):	27.82
流通市值(亿元):	161.94
近 3 月换手率:	84.53%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.12	-37.1	-3.27
绝对	-8.49	-53.51	-16.49

### 相关报告

《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

《十年磨砺，后发致人》2018-01-08

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7824	7384	9039	11721	13796	<b>营业收入</b>	<b>20884</b>	<b>26089</b>	<b>29204</b>	<b>35329</b>	<b>44475</b>
现金	3653	2923	4315	5693	6695	营业成本	17598	21024	23378	28202	35654
应收账款	576	791	739	1112	1219	营业税金及附加	52	104	117	141	178
其他应收款	389	257	466	409	693	营业费用	749	830	935	1131	1423
预付账款	202	217	252	315	399	管理费用	1175	1551	1723	2084	2624
存货	<b>1380</b>	<b>1768</b>	<b>1732</b>	<b>2490</b>	<b>2848</b>	财务费用	230	157	311	366	392
其他流动资产	1623	1428	1533	1702	1942	资产减值损失	34	103	70	83	115
<b>非流动资产</b>	13575	18165	18257	19327	21534	公允价值变动收益	2	2	2	2	2
长期投资	111	149	195	241	288	投资净收益	65	53	46	43	52
固定资产	8682	12192	12234	13069	14849	<b>营业利润</b>	1113	2437	2719	3366	4142
无形资产	1199	1234	1373	1539	1733	营业外收入	<b>129</b>	<b>19</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
其他非流动资产	<b>3584</b>	<b>4590</b>	<b>4454</b>	<b>4478</b>	<b>4665</b>	营业外支出	20	13	17	16	17
<b>资产总计</b>	<b>21399</b>	<b>25548</b>	<b>27295</b>	<b>31048</b>	<b>35330</b>	<b>利润总额</b>	1221	2442	2768	3417	4196
<b>流动负债</b>	7921	9297	9547	11078	12367	所得税	<b>198</b>	<b>401</b>	<b>454</b>	<b>561</b>	<b>689</b>
短期借款	2668	4013	4013	4013	4013	<b>净利润</b>	1023	2041	2314	2856	3507
应付账款	1623	1871	2014	2672	3252	少数股东损益	<b>-1</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>40</b>
其他流动负债	<b>3630</b>	<b>3413</b>	<b>3519</b>	<b>4393</b>	<b>5101</b>	<b>归属母公司净利润</b>	1025	2012	2275	2813	3468
<b>非流动负债</b>	1676	2547	2351	2259	2231	EBITDA	<b>2140</b>	<b>3633</b>	<b>4104</b>	<b>4857</b>	<b>5842</b>
长期借款	385	1008	812	721	692	EPS(元)	0.26	0.52	0.59	0.72	0.89
其他非流动负债	<b>1291</b>	<b>1539</b>	<b>1539</b>	<b>1539</b>	<b>1539</b>						
<b>负债合计</b>	<b>9597</b>	<b>11843</b>	<b>11897</b>	<b>13337</b>	<b>14598</b>						
少数股东权益	123	366	405	448	487	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	3882	3882	3882	3882	3882	<b>成长能力</b>					
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700	营业收入(%)	48.3	24.9	11.9	21.0	25.9
留存收益	2082	3784	5388	7365	9795	营业利润(%)	190.7	119.0	11.6	23.8	23.1
归属母公司股东权益	11678	13339	14993	17263	20245	归属于母公司净利润(%)	209.5	96.3	13.1	23.6	23.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>21399</b>	<b>25548</b>	<b>27295</b>	<b>31048</b>	<b>35330</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	15.7	19.4	19.9	20.2	19.8
						净利率(%)	4.9	7.7	7.8	8.0	7.8
						ROE(%)	8.7	14.9	15.0	16.1	16.9
						ROIC(%)	6.3	11.1	11.4	12.4	13.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	44.8	46.4	43.6	43.0	41.3
						净负债比率(%)	5.6	16.9	4.6	(4.1)	-8.2
						流动比率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.1
						速动比率	0.8	0.6	0.8	0.8	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	1.1	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	42.2	38.2	38.2	38.2	38.2
						应付账款周转率	17.3	12.0	12.0	12.0	12.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.26	0.52	0.59	0.72	0.89
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.00	0.97	1.21	1.44
						每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.44	3.86	4.45	5.21
						<b>估值比率</b>					
						P/E	22.05	11.23	9.93	8.03	6.52
						P/B	1.93	1.69	1.51	1.31	1.12
						EV/EBITDA	11.51	7.4	6.1	4.9	3.9

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	2432	2916	3757	4698	5577
净利润	1023	2041	2314	2856	3507
折旧摊销	841	969	1171	1322	1566
财务费用	230	157	311	366	392
投资损失	-65	-53	-46	-43	-52
营运资金变动	323	-36	9	199	166
其他经营现金流	79	-163	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-4393	-3988	-1215	-2347	-3720
资本支出	<b>3560</b>	<b>4328</b>	<b>46</b>	<b>1024</b>	<b>2161</b>
长期投资	-903	90	-46	-47	-46
其他投资现金流	-1737	431	-1215	-1370	-1605
<b>筹资活动现金流</b>	4193	248	-1149	-973	-855
短期借款	<b>1549</b>	<b>1345</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-329	623	-196	-92	(28)
普通股增加	3065	0	0	0	0
资本公积增加	5273	-28	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-5366</b>	<b>-1692</b>	<b>-953</b>	<b>-881</b>	<b>-827</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>2241</b>	<b>-841</b>	<b>1392</b>	<b>1378</b>	<b>1002</b>

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市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

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，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>