

公司研究/年报点评

2017年04月16日

农林牧渔/饲料 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.48
合理价格区间(元): 8.04~8.69

李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

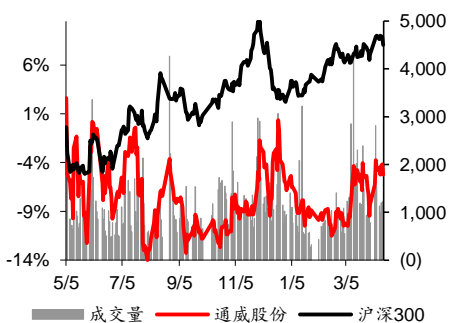
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《通威股份(600438): 电池片资产并表, Q3 业绩大幅增长》2016.10
- 2 《通威股份(600438): 光伏业务高增长, 资产注入完善产业链》2016.08
- 3 《通威股份(600438): 传统业务稳定, 光伏资产 16 年贡献利润》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

光伏资产并表, 业绩高速增长

通威股份(600438)

2016 年净利润 10.25 亿元, 同比增长 39.07%

公司发布 2016 年年报, 16 年公司实现营业收入 209 亿元, 同比 11.24%; 实现净利润 10.25 亿元, 同比增长 39.07%; 公司 16 年每股收益 0.32 元, 同比增长 19.27%。公司 2016 年业绩基本符合我们预期。

多晶硅和光伏电池业务并表, 拉动公司业绩上行

公司 16 年业绩大幅增长主要由于新业务多晶硅和光伏电池的并表, 以及整体毛利率的提升。报告期内公司完成对永祥多晶硅和合肥通威的收购, 16 年永祥多晶硅贡献收入 20.63 亿元、净利润 2.31 亿元, 合肥通威贡献收入 37.65 亿元、净利润 4.45 亿元。公司多晶硅及化工业务和光伏电池业务毛利率分别为 34% 和 38%, 收入的并表拉动公司 16 年整体毛利率上行至 15.73%, 同比增长 2.35 个百分点。

多晶硅和光伏电池产能持续扩张

新能源产品方面, 公司目前拥多晶硅年产能 1.5 万吨, 17 年技改后将提升至 2 万吨。公司多晶硅生产综合电耗在 67 度/千克以下, 低于行业平均水平, 多晶硅生产成本已经降至 6 万元/吨以下, 16 年毛利率高达 41%。太阳能电池片部分, 公司目前拥有 2.4GW 多晶电池产能, 和 1GW 单晶电池产能, 16 年多晶和单晶出货量分别为 2.2GW 和 165MW, 同时有 2.3GW 多晶电池和 2GW 单晶电池产能在建, 预计 17 年可增加 2GW 的单晶电池产能, 17 年公司单晶电池产能将得到进一步释放。

光伏发电项目开始贡献收入, 未来项目建设储备充足

光伏发电业务方面, 公司积极推行“渔光一体”和“农光互补”项目。公司 16 年底已经持有 11 座光伏电站, 合计装机量 89.41MW, 16 年光伏发电收入 8975 万元。目前公司通过审核的光伏发电项目合计达 800MW, 在建项目 400MW, 项目储备规模超过 3GW, 公司计划 17 年底力争实现并网光伏发电项目 600MW。

未来业绩保持高速增长, 估值较低, 维持“买入”评级

考虑到公司多晶硅和光伏电池产能的继续扩张, 我们上调公司 2018 年净利润至 18.32 亿元。我们预测公司 2017-2019 年实现净利润 13.64 亿元、18.32 亿元和 23.85 亿元, 17-19 年每股盈利 0.35 元、0.47 元、0.61 元, 目前股价对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍。目标价区间 8.04~8.69 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济下行继续拖累公司饲料业务; 光伏发电项目建设不达预期; 上网电价下调导致光伏投资放缓。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,882
流通 A 股 (百万股)	1,934
52 周内股价区间 (元)	5.88-14.16
总市值 (百万元)	25,158
总资产 (百万元)	21,399
每股净资产 (元)	3.01

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	18,773	20,884	24,808	29,082	33,977
+/-%	21.83	11.24	18.79	17.23	16.83
净利润 (百万元)	736.85	1,025	1,364	1,832	2,385
+/-%	123.77	39.07	33.11	34.32	30.17
EPS (元, 最新摊薄)	0.19	0.26	0.35	0.47	0.61
PE (倍)	34.14	24.55	18.44	13.73	10.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

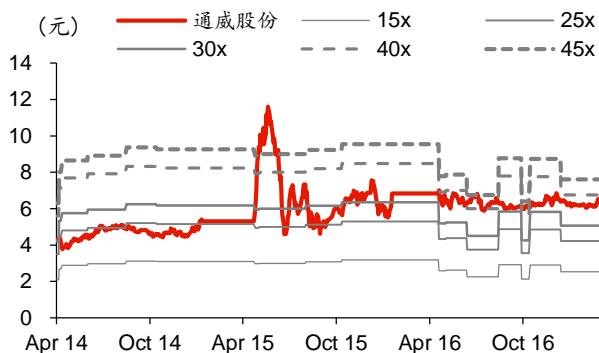
图表1: 2017-2019年公司产品盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
饲料					
收入 (百万元)	13,132	13,806	14,609	15,574	16,691
YoY	-7.88%	5.13%	5.82%	6.61%	7.17%
成本 (百万元)	11,368	12,173	12,811	13,618	14,558
毛利率	13.43%	11.83%	12.31%	12.56%	12.78%
食品加工及养殖					
收入 (百万元)	822	953	1,067	1,195	1,338
YoY	-20.08%	15.90%	12.00%	12.00%	12.00%
成本 (百万元)	748	890	997	1,118	1,253
毛利率	9.03%	6.58%	6.55%	6.42%	6.36%
动物药品					
收入 (百万元)	37	41	45	49	54
YoY	61.14%	8.81%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	20	28	31	35	38
毛利率	46.78%	31.21%	30.20%	29.45%	29.20%
多晶硅及化工品					
收入 (百万元)	1,529	2,063	2,564	2,940	3,705
YoY		34.91%	24.25%	14.69%	26.02%
成本 (百万元)	1,186	1,365	1,702	1,953	2,463
毛利率	22.48%	33.86%	33.62%	33.58%	33.52%
光伏发电					
收入 (百万元)		90	131	321	642
YoY			46.36%	144.46%	100.02%
成本 (百万元)		56	85	211	426
毛利率		37.51%	35.21%	34.23%	33.68%
多晶硅电池片					
收入 (百万元)	3,068	3,335	3,854	4,705	6,580
YOY	133.49%	8.68%	15.59%	22.06%	39.86%
成本 (百万元)	2,439	2,648	3,023	3,668	5,122
毛利率	20.50%	20.58%	21.58%	22.03%	22.16%
单晶硅电池片					
收入 (百万元)		274	1,698	3,528	4,616
YOY			519.52%	107.79%	30.83%
成本 (百万元)		231	1,357	2,787	3,623
毛利率		15.62%	20.10%	21.00%	21.50%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

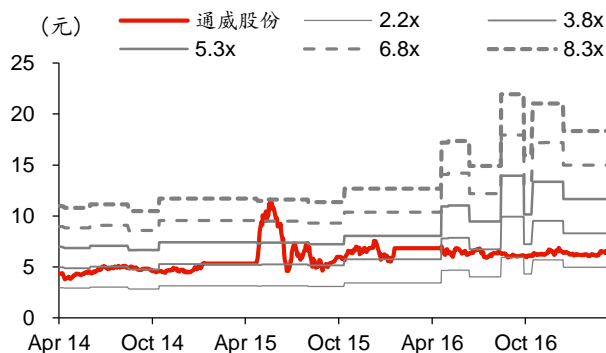
PE/PB - Bands

图表2: 通威股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 通威股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,419	7,824	8,238	11,521	15,039
现金	1,678	3,653	4,257	6,802	9,630
应收账款	540.22	576.19	703.75	822.39	956.90
其他应收账款	215.07	389.29	345.79	439.65	519.56
预付账款	98.85	201.78	177.88	219.90	259.84
存货	1,043	1,380	1,541	1,785	2,085
其他流动资产	843.89	1,623	1,213	1,453	1,588
非流动资产	11,135	13,575	11,947	11,299	10,568
长期投资	52.39	110.67	20.00	20.00	20.00
固定投资	6,663	8,681	8,813	8,090	7,110
无形资产	1,083	1,199	1,458	1,722	1,954
其他非流动资产	3,337	3,584	1,657	1,467	1,484
资产总计	15,554	21,399	20,185	22,821	25,608
流动负债	7,001	7,921	5,266	6,182	6,789
短期借款	1,877	2,668	0.00	0.00	0.00
应付账款	927.73	1,623	1,496	1,840	2,160
其他流动负债	4,196	3,630	3,770	4,341	4,628
非流动负债	2,662	1,676	1,762	1,826	1,782
长期借款	737.65	385.00	385.00	385.00	385.00
其他非流动负债	1,924	1,291	1,377	1,441	1,397
负债合计	9,662	9,597	7,027	8,008	8,571
少数股东权益	1,290	123.44	123.44	123.44	123.44
股本	817.11	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,010	5,728	5,728	5,728	5,728
留存公积	1,817	2,082	3,432	5,091	7,319
归属母公司股	4,602	11,678	13,042	14,693	16,917
负债和股东权益	15,554	21,399	20,193	22,824	25,612

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,916	2,432	3,008	2,983	3,287
净利润	807.87	1,023	1,364	1,832	2,385
折旧摊销	610.91	841.36	1,032	1,109	1,132
财务费用	339.54	229.95	125.11	61.57	52.17
投资损失	(11.41)	(65.14)	(46.00)	(46.62)	(49.50)
营运资金变动	37.99	323.18	299.86	30.98	(254.37)
其他经营现金	131.42	78.85	232.42	(3.65)	21.85
投资活动现金	(1,464)	(4,393)	488.79	(266.11)	(233.93)
资本支出	1,515	3,560	7.53	0.00	0.00
长期投资	(8.05)	(903.43)	(191.65)	(0.01)	(0.00)
其他投资现金	42.42	(1,737)	304.68	(266.11)	(233.93)
筹资活动现金	(777.12)	4,193	(2,893)	(171.95)	(224.11)
短期借款	306.70	791.36	(2,668)	0.00	0.00
长期借款	589.30	(352.64)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	3,065	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,555	3,718	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,228)	(3,029)	(224.47)	(171.95)	(224.11)
现金净增加额	(320.78)	2,241	603.67	2,545	2,829

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,773	20,884	24,808	29,082	33,977
营业成本	15,892	17,598	20,677	24,006	27,764
营业税金及附加	4.49	52.15	25.47	36.48	54.11
营业费用	776.15	749.15	893.08	1,082	1,264
管理费用	998.11	1,175	1,398	1,669	1,954
财务费用	339.54	229.95	125.11	61.57	52.17
资产减值损失	33.60	33.79	34.60	34.16	34.25
公允价值变动收益	(4.74)	1.68	(7.37)	(3.92)	(4.14)
投资净收益	11.41	65.14	46.00	46.62	49.50
营业利润	736.58	1,113	1,693	2,235	2,900
营业外收入	252.85	128.63	50.00	50.00	50.00
营业外支出	17.64	20.24	25.00	25.00	25.00
利润总额	971.79	1,221	1,718	2,260	2,925
所得税	163.92	197.77	354.31	427.98	540.16
净利润	807.87	1,023	1,364	1,832	2,385
少数股东损益	71.02	(1.29)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	736.85	1,025	1,364	1,832	2,385
EBITDA	1,687	2,184	2,851	3,405	4,084
EPS (元)	0.90	0.26	0.35	0.47	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	21.83	11.24	18.79	17.23	16.83
营业利润	96.43	51.08	52.17	32.00	29.75
归属母公司净利润	123.77	39.07	33.11	34.32	30.17
获利能力 (%)					
毛利率	15.35	15.73	16.65	17.45	18.29
净利率	3.92	4.91	5.50	6.30	7.02
ROE	16.01	8.77	10.46	12.47	14.10
ROIC	12.09	10.07	14.96	20.87	28.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.12	44.85	34.80	35.08	33.46
净负债比率 (%)	35.81	45.01	18.54	17.57	16.49
流动比率	0.63	0.99	1.56	1.86	2.22
速动比率	0.48	0.81	1.27	1.57	1.91
营运能力					
总资产周转率	1.73	1.13	1.19	1.35	1.40
应收账款周转率	32.41	32.34	33.83	33.17	33.27
应付账款周转率	21.41	13.80	13.26	14.39	13.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.26	0.35	0.47	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.63	0.77	0.77	0.85
每股净资产(最新摊薄)	1.19	3.01	3.36	3.78	4.36
估值比率					
PE (倍)	34.14	24.55	18.44	13.73	10.55
PB (倍)	5.47	2.15	1.93	1.71	1.49
EV_EBITDA (倍)	14.84	11.46	8.78	7.35	6.13

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com