

审慎推荐-A (维持)

通威股份 600438.SH

目标估值: 8.5-9.0 元

当前股价: 6.38 元

2017 年 04 月 26 日

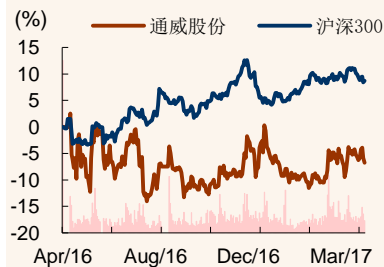
多晶硅与电池扩产, 盈利能力增强

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	388237
已上市流通股(万股)	193388
总市值(亿元)	248
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	10.9
资产负债率	47.7%
主要股东	通威集团有限公司
主要股东持股比例	52.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	4	-7
相对表现	-1	2	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通威股份(600438)——光伏电池与多晶硅料成本优势明显》2017-04-17
- 2、《通威股份(600438)——强强合作, 扩大多晶硅产业链》2017-03-13
- 3、《通威股份(600438)深度报告-水产光伏双主业, 渔光一体新龙头》2016-10-10

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司发布 2017 年度一季报: 公司实现营业收入 42.09 亿元, 同比上升 44.47%; 实现归母净利润 2.66 亿元, 同比上升 91.59%; 实现扣非净利润 2.57 亿元, 同比上升 1884.19%。公司多晶硅与电池实现扩产、成本将持续下降, 预期公司未来收入将保持快速增长。

- 一季度业绩基本符合预期。公司实现营业收入 42.09 亿元, 同比上升 44.47%; 实现归母净利润 2.66 亿元, 同比上升 91.59%; 实现扣非净利润 2.57 亿元, 同比上升 1884.19%。
- 毛利率上升, 费用率下降。报告期内公司综合毛利率比去年同期上升 1.09 个百分点, 盈利能力继续上升; 同时公司财务费用、管理费用、财务费用占比均比上年同期下降, 公司费用控制能力有所增强。
- 多晶硅与电池扩产, 未来成本将进一步下降: 公司多晶硅通过技改扩产, 2017 年多晶硅产能将达到 2 万吨/年, 成本也将继续下降。同时有 2.3GW 多晶电池和 2GW 单晶电池产能在建, 未来 3-5 年将实现太阳能电池 10GW 的产能, 成本下降 10-20%。未来公司收入将由于产能扩张进一步增强, 同时成本下降使得公司盈利能力进一步增强
- 推进“渔光一体”和“农光互补”电站建设: 公司充分利用“农业+新能源”的协同优势推广光伏电站, 目前通过审核的光伏发电项目达 800MW、在建光伏发电项目约 400MW、项目储备规模超过 3GW。未来公司将充分利用华东、华南、华中丰富的渔业资源, 加强“渔光一体”电站的推广; 同时最大化“农业+新能源”的协同效应, 加速农户屋顶分布式光伏电站的推广。未来光伏电站将持续为公司贡献利润。
- 公司评级: 审慎推荐。
- 风险提示: 公司新能源业务不及预期, 弃光限电持续恶化

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	14079	20884	22346	25499	29097
同比增长	-9%	48%	7%	14%	14%
营业利润(百万元)	383	1113	1825	2214	2525
同比增长	2%	191%	64%	21%	14%
净利润(百万元)	331	1025	1574	1901	2170
同比增长	1%	209%	54%	21%	14%
每股收益(元)	0.09	0.26	0.41	0.49	0.56
PE	74.8	24.2	15.7	13.0	11.4
PB	9.9	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 业绩指标

单位: 百万元	2016Q1 (调整后)	2017Q1	同比增长(%)
营业收入	2,913.55	4,209.19	44.47
销售税金	0.83	18.30	2104.27
营业成本	2,384.53	3,399.14	42.55
毛利润	529.02	810.05	53.12
销售费用	124.88	145.61	16.60
管理费用	197.62	276.56	39.94
财务费用	62.07	48.32	-22.16
投资收益	3.59	5.33	48.57
经营利润	131.46	292.96	122.85
资产减值损失	16.19	20.00	23.57
营业外收入	18.95	32.52	71.62
营业外支出	0.70	1.49	114.59
税前利润	149.71	323.98	116.40
所得税	22.99	57.72	151.03
净利润	126.72	266.27	110.12
少数股东权益	-11.95	0.60	-104.98
归上净利润	138.67	265.67	91.59
占比分析			变动百分比
毛利率	18.16	19.24	1.09
销售费用率	4.29	3.46	-0.83
管理费用率	6.78	6.57	-0.21
财务费用率	2.13	1.15	-0.98
经营利润率	4.51	6.96	2.45
税后净利率	4.35	6.33	1.98
所得税率	15.36	17.82	2.46

资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 业绩增长季度先行指标 (单位: 百万元)

资产负债表	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
预付账款	65.68	168.44	166.01	98.85	140.11	107.46	282.68	201.78	632.38
YoY	-68%	-6%	-3%	51%	113%	-36%	70%	104%	351%
QoQ	1%	156%	-1%	-40%	42%	-23%	163%	-29%	213%
预收账款	985.73	1,033.24	370.21	730.22	1,419.69	1,479.24	562.63	942.82	1,536.09
预收占比	46%	21%	6%	16%	49%	30%	8%	18%	36%
YoY	11%	20%	65%	45%	44%	43%	52%	29%	8%
QoQ	96%	5%	-64%	97%	94%	4%	-62%	68%	63%
存货	1,477.25	1,403.58	1,019.27	1,043.17	1,172.02	1,526.86	1,403.65	1,379.91	2,296.96
YoY	-9%	-20%	-6%	-5%	-21%	9%	38%	32%	96%
QoQ	34%	-5%	-27%	2%	12%	30%	-8%	-2%	66%
固定资产	1,997.88	2,013.10	2,040.42	6,663.09	5,373.23	6,213.94	7,695.69	8,681.18	8,908.81
YoY	6%	4%	4%	236%	169%	209%	277%	30%	66%
在建工程	194.17	192.39	220.98	1,528.06	1,117.06	461.74	1,729.05	1,596.25	1,571.86
YoY	96%	25%	44%	868%	475%	140%	682%	4%	41%

资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 利润率与费用率分析

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
管理费用占比	5.8%	3.5%	4.5%	7.9%	6.8%	5.3%	3.5%	8.1%	6.6%
销售费用占比	5.4%	3.8%	4.5%	4.5%	4.3%	3.9%	3.0%	4.4%	3.5%
财务费用占比	2.7%	1.3%	1.0%	3.1%	2.1%	0.6%	0.8%	1.2%	1.1%
所得税率	21.6%	16.7%	11.0%	34.1%	15.4%	17.1%	16.0%	18.5%	17.8%

敬请阅读末页的重要说明

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
毛利率	9.4%	12.7%	17.8%	17.9%	18.2%	15.8%	13.7%	16.0%	19.2%
净利润率	-3.4%	3.0%	7.2%	4.4%	4.3%	5.0%	5.9%	2.3%	6.3%

资料来源: Wind, 招商证券

表 4: 现金流量表季度先行指标 (单位: 百万元)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
销售商品、提供劳务收到现金	2,771	4,894	5,801	4,048	3,187	4,492	5,264	7,053	4,033
YoY	8%	14%	18%	6%	15%	-8%	-9%	74%	27%
QoQ	-27%	77%	19%	-30%	-21%	41%	17%	34%	-43%
购买商品、接受劳务支付现金	2,249	3,834	4,897	2,875	1,949	3,343	4,583	5,486	3,198
YoY	-7%	9%	9%	-11%	-13%	-13%	-6%	91%	64%
QoQ	-31%	70%	28%	-41%	-32%	72%	37%	20%	-42%
经营活动产生的现金流量净额	143	711	325	737	729	869	-37	1,070	237
YoY	-202%	55%	68675%	182%	408%	22%	-111%	45%	-67%
QoQ	-45%	396%	-54%	126%	-1%	19%	-104%	-2978%	-78%
销售商品、提供劳务收到现金/收入	128%	101%	97%	91%	109%	90%	78%	136%	96%
经营活动产生的现金流量净额/净利润	-193%	482%	76%	375%	575%	351%	-9%	896%	89%

资料来源: Wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2465	7824	8998	10152	11590
现金	1062	3653	5142	5831	6656
交易性投资	18	1	1	1	1
应收票据	6	566	217	316	477
应收款项	414	576	535	632	714
其它应收款	35	389	417	475	542
存货	842	1380	1416	1593	1862
其他	89	1258	1271	1302	1337
非流动资产	3625	13575	14700	16393	18874
长期股权投资	52	111	111	111	111
固定资产	2218	8681	11362	13203	15814
无形资产	682	1199	1079	971	874
其他	673	3584	2148	2108	2075
资产总计	6090	21399	23698	26544	30464
流动负债	2696	7921	8801	10028	12096
短期借款	1119	2668	4703	5397	6884
应付账款	406	1623	1721	1975	2254
预收账款	684	943	1000	1148	1309
其他	487	2687	1377	1508	1649
长期负债	812	1676	1676	1676	1676
长期借款	214	385	385	385	385
其他	598	1291	1291	1291	1291
负债合计	3508	9597	10477	11704	13772
股本	817	3882	3882	3882	3882
资本公积金	402	5703	5703	5703	5703
留存收益	1280	2092	3479	5074	6906
少数股东权益	82	123	156	181	200
归属于母公司所有者权益	2500	11678	13065	14660	16492
负债及权益合计	6090	21399	23698	26544	30464

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1018	2432	3637	3827	4215
净利润	331	1025	1574	1901	2170
折旧摊销	273	841	1545	1772	1974
财务费用	114	247	128	120	145
投资收益	(8)	(65)	(45)	(41)	(51)
营运资金变动	289	236	431	60	(39)
其它	19	148	4	15	15
投资活动现金流	(812)	(4393)	(2648)	(3445)	(4445)
资本支出	(815)	(3560)	(2682)	(3473)	(4467)
其他投资	4	(833)	34	28	22
筹资活动现金流	(571)	4193	499	308	1055
借款变动	(390)	(4555)	769	693	1487
普通股增加	0	3065	0	0	0
资本公积增加	1	5301	0	0	0
股利分配	(81)	(103)	(187)	(307)	(338)
其他	(101)	486	(82)	(79)	(94)
现金净增加额	(365)	2231	1489	690	824

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14079	20884	22346	25499	29097
营业成本	12196	17598	18659	21419	24441
营业税金及附加	4	52	56	64	73
营业费用	731	749	690	787	898
管理费用	653	1175	1028	918	1047
财务费用	95	230	128	120	145
资产减值损失	20	34	6	18	18
公允价值变动收益	(5)	2	2	2	2
投资收益	8	65	44	39	49
营业利润	383	1113	1825	2214	2525
营业外收入	55	129	83	89	100
营业外支出	15	20	20	20	20
利润总额	423	1221	1888	2283	2605
所得税	81	198	315	384	437
净利润	342	1023	1572	1899	2168
少数股东损益	10	(1)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	331	1025	1574	1901	2170
EPS (元)	0.09	0.26	0.41	0.49	0.56

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-9%	48%	7%	14%	14%
营业利润	2%	191%	64%	21%	14%
净利润	1%	209%	54%	21%	14%
获利能力					
毛利率	13.4%	15.7%	16.5%	16.0%	16.0%
净利率	2.4%	4.9%	7.0%	7.5%	7.5%
ROE	13.2%	8.8%	12.0%	13.0%	13.2%
ROIC	9.6%	6.9%	8.8%	9.4%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	44.8%	44.2%	44.1%	45.2%
净负债比率	23.1%	20.2%	21.5%	21.8%	23.9%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
营运能力					
资产周转率	2.3	1.0	0.9	1.0	1.0
存货周转率	12.6	15.8	13.3	14.2	14.1
应收帐款周转率	35.3	42.2	40.2	43.7	43.2
应付帐款周转率	25.3	17.3	11.2	11.6	11.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.26	0.41	0.49	0.56
每股经营现金	0.26	0.63	0.94	0.99	1.09
每股净资产	0.64	3.01	3.37	3.78	4.25
每股股利	0.01	0.05	0.08	0.09	0.10
估值比率					
PE	74.8	24.2	15.7	13.0	11.4
PB	9.9	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。