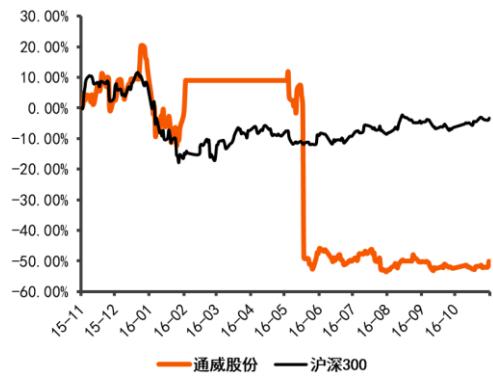


**通威股份 (600438)：“渔光一体”继续推进，光伏产业链即将形成 审慎推荐(首次)**
**农林牧渔**
**当前股价：6.32 元**
**报告日期：2016 年 11 月 2 日**
**主要财务指标（单位：亿元）**

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	140.79	185.91	202.91	221.65
(+/-)	-8.6%	32.0%	9.1%	9.2%
<b>营业利润</b>	3.83	12.40	16.97	19.17
(+/-)	2.1%	224.0%	36.8%	13.0%
<b>归属母公司</b>	3.31	10.72	14.36	16.13
<b>净利润</b>				
(+/-)	0.6%	223.6%	34.0%	12.3%
<b>EPS (元)</b>	0.41	0.32	0.42	0.48
<b>市盈率</b>	16	20	15	13

**公司基本情况（最新）**

<b>总股本/已流通股（亿股）</b>	33.84 / 16.34
<b>流通市值（亿元）</b>	103.28
<b>每股净资产（元）</b>	3.39
<b>资产负债率（%）</b>	67.14%

**股价表现（最近一年）**

**行业研究员：万蓉**
**执业证书编号：S1050511020001**
**联系人：朱瞰**
**电话：021-54967650**
**邮箱：zhukan@cfsc.com.cn**

● **事件：**通威股份公布 2016 年三季报，前三季度实现营业收入 156.97 亿元，同比增长 9.52%，实现归母净利润 9.02 亿元，同比增长 56.69%，实现扣非后净利润 5.60 亿元，同比增长 65.36%，对应 EPS 0.29 元。

● **饲料业务整体稳定，销量保持小幅增长。**公司饲料业务继续保持稳定销售增长，上半年实现饲料销售 168 万吨，同比增长 3.56%。受宏观经济下行的影响，上游饲料原料价格下滑，公司基于价格随行就市原则，产品价格随原料价格对应降低，因此预计未来饲料业务在营业收入方面不会出现较大幅度增长。

● **“渔光一体”模式继续推进，饲料、光伏两大产业协同运营。**公司上半年多晶硅业务实现销售收入 6.27 亿元，同比增长 142.22%，“农业+光伏”两大产业协同发展的经营模式已为公司业绩带来显著增长。同时，公司在水产饲料业务方面，与超过 30 万户水产养殖户进行合作，涉及水域面积达 1000 万亩，从而为水面光伏电站的建设提供用户资源。相较于陆地光伏电站，水面光伏电站具有更高发电量，并通过阻挡阳光，可防止水藻大规模爆发，为淡水生物提供更佳孵化环境，应用前景广阔。公司光伏发电项目已立项超过 30 个，装机容量总规模约 990MW，公司计划 16-18 年分别完成光伏项目 500MW、1GW、2GW，未来光伏发电业务的放量有望为公司业绩带来较大增长。

● **重组完成，光伏产业链有望打通。**公司于 9 月完成对通威太阳能的收购，同时拟募集配套资金建设 2.3GW 高效晶硅电池片项目，通威太阳能承诺 16-19 年净利润分别不低于 3.95 亿元、6.08 亿元、7.69 亿元以及 8.20 亿元。通威太阳能目前拥有 2GW 的多晶硅电池产能，以及 350MW 组件的生产能力，并于 2015 年启动了成都双流基地一期 1GW 高效晶硅电池项目建设，预计将于 2016 年年底之前实现投产。未来将形成“多晶硅+电池片+电池组件”的光伏产业链，推动“渔光一体”模式的进一步发展。

● **盈利预测：**我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 10.72 亿元、14.36 亿元、16.13 亿元，对应 EPS 0.32 元、0.42 元、0.48 元，PE 分别为 20、15、13 倍。考虑到多晶硅业务为公司业绩提升贡献较大，综合毛利率水平将显著提升，加上光伏产业链的即将形成，以及“渔光一体”模式的持续推进，公司未来业绩提升值得期待，给予“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**(1) 饲料价格下行；(2) 光伏项目建设不及预期。

**公司盈利预测表**

单位: 万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,540,893	1,407,925	1,859,061	2,029,079	2,216,495
增长率 (%)	1.44%	-8.63%	32.04%	9.15%	9.24%
减: 营业成本	1,366,119	1,219,568	1,549,261	1,658,178	1,804,672
毛利率 (%)	11.34%	13.38%	16.66%	18.28%	18.58%
营业税金及附加	530	351	351	351	351
销售费用	68,220	73,148	78,081	85,221	93,093
管理费用	55,599	65,348	85,517	93,338	101,959
财务费用	10,819	9,543	19,944	20,230	22,369
费用合计	134,638	148,039	183,541	198,789	217,421
期间费用率 (%)	8.74%	10.51%	9.87%	9.80%	9.81%
资产减值损失	3,906	2,044	2,699	2,946	3,218
加: 公允价值变动收益	-3,980	-474	0	0	0
投资收益	5,777	835	835	835	835
<b>营业利润</b>	<b>37,497</b>	<b>38,284</b>	<b>124,044</b>	<b>169,651</b>	<b>191,668</b>
增长率 (%)	11.09%	2.10%	224.01%	36.77%	12.98%
营业利润率 (%)	2.43%	2.72%	6.67%	8.36%	8.65%
加: 营业外收入	6,462	5,497	13,000	13,000	13,000
减: 营业外支出	1,951	1,504	1,800	1,800	1,800
<b>利润总额</b>	<b>42,009</b>	<b>42,278</b>	<b>135,244</b>	<b>180,851</b>	<b>202,868</b>
增长率 (%)	12.36%	0.64%	219.90%	33.72%	12.17%
利润率 (%)	2.73%	3.00%	7.27%	8.91%	9.15%
减: 所得税费用	8,282	8,120	27,049	36,170	40,574
所得税率 (%)	19.72%	19.21%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>净利润</b>	<b>33,727</b>	<b>34,157</b>	<b>108,196</b>	<b>144,681</b>	<b>162,295</b>
增长率 (%)	14.60%	1.28%	216.76%	33.72%	12.17%
净利润率 (%)	2.19%	2.43%	5.82%	7.13%	7.32%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>32,929</b>	<b>33,114</b>	<b>107,152</b>	<b>143,637</b>	<b>161,251</b>
增长率 (%)	7.66%	0.56%	223.59%	34.05%	12.26%
少数股东损益	797	1,043	1,043	1,043	1,043
总股本	81,711	81,711	338,403	338,403	338,403
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.41</b>	<b>0.32</b>	<b>0.42</b>	<b>0.48</b>

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>