

## 成本优势+产能扩张，打造硅料+电池双龙头

### 投资要点

- 业绩总结:**公司实现营业收入260.9亿元，同比增长24.9%，实现扣非后归母净利润19.6亿元，同比增长220.0%，净利润增速远高于营收增速，主要是由于(1)毛利率更高的光伏业务板块占比提升，17年整体毛利率19.4%，同比提升3.7个百分点；(2)17年三费率9.7%，同比改善0.6个百分点。
- 传统饲料业务结构升级、产业升级致毛利率提升明显:**公司17年饲料业务实现营收149.7亿元，同比增长8.5%，膨化饲料、虾特饲料、功能饲料等高端产品占比超过40%，同时行业转型升级加快有利于龙头公司盈利能力的修复，报告期内公司毛利率14.7%，同比提升2.8个百分点，毛利率改善明显。
- 多晶硅业务将长期稳定增长:**17年公司多晶硅及化工业务实现营收32.3亿元，同比增长56.6%，多晶硅销量1.6万吨，同比增长32.3%，毛利率46.8%，同比提高5.8个百分点。我们认为公司多晶硅料业务18/19年将维持高增长，主要基于：(1)产能快速扩张:17年多晶硅料产能为2万吨，18年内有望达到7万吨，19年有望达到12万吨；(2)优异的成本管控能力：目前公司平均综合能耗已降至62KWh/kg，远低于工信部100KWh/kg的能耗标准，新项目现金成本降至3万元/吨以下、生产成本降至4万元/吨以下；(3)进口替代空间仍较大：2017年国内多晶硅产量24万吨，进口15.9万吨，有较大的进口替代空间。
- 电池业务盈利能力强势:**公司17年9月份达到5.5GW产能，销量4GW，同比增长65%，基本属于满产满销的状态(多晶电池片产销率91.3%、单晶电池片产销率101.2%)，毛利率18.9%，远超行业10%的平均水平，是电池环节盈利能力第一梯队的公司，非硅成本低于0.3元/W，远低于行业0.45元/W的平均水平。随着成都三期3.2GW电池项目、合肥二期2.3GW电池项目于18年下半年投产，将进一步拉动加工成本下降，公司盈利能力和竞争优势将进一步增强。
- 盈利预测与评级。**公司成本管控和产能投产略超预期，我们略上调盈利预测，预计2018-2020年EPS分别为0.64元、0.96元、1.19元，对应PE分别为16倍、11倍、9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**18/19年光伏产品或大幅降价的风险、公司后续产能投产或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26089.24	30830.19	42691.64	53372.46
增长率	24.92%	18.17%	38.47%	25.02%
归属母公司净利润(百万元)	2012.04	2482.00	3732.08	4639.02
增长率	96.35%	23.36%	50.37%	24.30%
每股收益EPS(元)	0.52	0.64	0.96	1.19
净资产收益率ROE	14.90%	15.89%	19.79%	20.38%
PE	20	16	11	9
PB	3.03	2.62	2.17	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

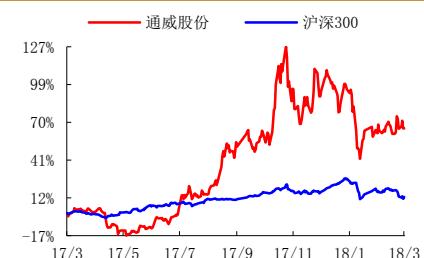
### 西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁  
执业证号: S1250517090002  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶  
电话: 0755-23914886  
邮箱: cyao@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	27.82
52周内股价区间(元)	5.25-14.21
总市值(亿元)	404.54
总资产(亿元)	251.35
每股净资产(元)	3.32

### 相关研究

- 通威股份(600438): 大阔步扩产高效电池片，打造硅料电池片双龙头 (2017-11-07)
- 通威股份(600438): 业绩表现优异，剑指硅料龙头 (2017-10-23)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26089.24	30830.19	42691.64	53372.46	净利润	2041.41	2518.23	3786.55	4706.73
营业成本	21023.54	25010.66	34273.21	42742.15	折旧与摊销	968.55	1263.41	1263.41	1263.41
营业税金及附加	104.25	88.54	135.93	368.27	财务费用	156.94	167.50	91.25	48.59
销售费用	830.22	924.91	1280.75	1601.17	资产减值损失	103.48	5.00	5.00	5.00
管理费用	1550.73	1695.66	2476.12	3095.60	经营营运资本变动	540.63	-589.44	310.43	68.10
财务费用	156.94	167.50	91.25	48.59	其他	-895.18	-34.57	-35.11	-36.68
资产减值损失	103.48	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	2915.84	3330.13	5421.54	6055.16
投资收益	52.62	30.00	30.00	30.00	资本支出	-3915.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.61	0.57	1.10	1.01	其他	-72.46	30.57	31.10	31.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3987.70	30.57	31.10	31.01
<b>营业利润</b>	<b>2436.82</b>	<b>2968.49</b>	<b>4460.49</b>	<b>5542.69</b>	短期借款	1344.72	-2432.93	-1580.03	0.00
其他非经营损益	5.53	-5.87	-5.72	-5.36	长期借款	623.38	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2442.36</b>	<b>2962.62</b>	<b>4454.77</b>	<b>5537.33</b>	股权融资	-27.74	0.00	0.00	0.00
所得税	400.94	444.39	668.21	830.60	支付股利	0.00	-402.41	-496.40	-746.42
<b>净利润</b>	<b>2041.41</b>	<b>2518.23</b>	<b>3786.55</b>	<b>4706.73</b>	其他	-1692.45	-365.25	-91.25	-48.59
少数股东损益	29.37	36.23	54.47	67.71	筹资活动现金流净额	247.91	-3200.59	-2167.68	-795.01
归属母公司股东净利润	2012.04	2482.00	3732.08	4639.02	<b>现金流量净额</b>	<b>-841.01</b>	<b>160.12</b>	<b>3284.96</b>	<b>5291.16</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	2922.90	3083.02	6367.98	11659.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1864.71	2234.43	3115.40	3871.42	销售收入增长率	24.92%	18.17%	38.47%	25.02%
存货	1767.68	2101.91	2879.72	3592.46	营业利润增长率	118.98%	21.82%	50.26%	24.26%
其他流动资产	828.46	979.01	1355.67	1694.84	净利润增长率	99.47%	23.36%	50.37%	24.30%
长期股权投资	149.43	149.43	149.43	149.43	EBITDA 增长率	63.10%	23.50%	32.18%	17.88%
投资性房地产	98.54	98.54	98.54	98.54	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13605.20	12508.55	11411.90	10315.25	毛利率	19.42%	18.88%	19.72%	19.92%
无形资产和开发支出	1872.26	1755.07	1637.89	1520.70	三费率	9.73%	9.04%	9.01%	8.89%
其他非流动资产	2439.29	2389.71	2340.13	2290.55	净利率	7.82%	8.17%	8.87%	8.82%
<b>资产总计</b>	<b>25548.46</b>	<b>25299.67</b>	<b>29356.65</b>	<b>35192.33</b>	ROE	14.90%	15.89%	19.79%	20.38%
短期借款	4012.96	1580.03	0.00	0.00	ROA	7.99%	9.95%	12.90%	13.37%
应付和预收款项	4609.70	4790.55	6939.43	8633.78	ROIC	14.55%	16.28%	23.99%	29.99%
长期借款	1008.38	1008.38	1008.38	1008.38	EBITDA/销售收入	13.65%	14.27%	13.62%	12.84%
其他负债	2212.42	2073.14	2271.12	2452.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>11843.47</b>	<b>9452.11</b>	<b>10218.94</b>	<b>12094.30</b>	总资产周转率	1.11	1.21	1.56	1.65
股本	3882.37	3882.37	3882.37	3882.37	固定资产周转率	2.50	2.65	4.05	5.65
资本公积	5700.02	5700.02	5700.02	5700.02	应收账款周转率	38.17	36.43	39.64	37.79
留存收益	3783.72	5863.31	9098.99	12991.60	存货周转率	13.35	12.92	13.75	13.20
归属母公司股东权益	13339.36	15445.71	18681.38	22573.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.46%	—	—	—
少数股东权益	365.63	401.86	456.33	524.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13704.99</b>	<b>15847.56</b>	<b>19137.71</b>	<b>23098.03</b>	资产负债率	46.36%	37.36%	34.81%	34.37%
负债和股东权益合计	25548.46	25299.67	29356.65	35192.33	带息债务/总负债	42.40%	27.38%	9.87%	8.34%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	0.79	1.22	1.79	2.18
EBITDA	3562.32	4399.41	5815.15	6854.69	速动比率	0.60	0.91	1.41	1.80
PE	20.11	16.30	10.84	8.72	股利支付率	0.00%	16.21%	13.30%	16.09%
PB	3.03	2.62	2.17	1.79	<b>每股指标</b>				
PS	1.55	1.31	0.95	0.76	每股收益	0.52	0.64	0.96	1.19
EV/EBITDA	11.38	8.57	5.65	4.02	每股净资产	3.44	3.98	4.81	5.81
股息率	0.00%	0.99%	1.23%	1.85%	每股经营现金	0.75	0.86	1.40	1.56
					每股股利	0.00	0.10	0.13	0.19

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn