

业绩符合预期，新产能即将释放，双龙头更加稳固

——通威股份三季报点评

季报点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

李远山(联系人)

010-83561326

liyuanshan@xsdzq.cn

证书编号: S0280116100017

● 2018 年前三季度，营收同比增长 9.04%，净利润同比增长 8.59%：

公司发布 2018 年第三季度报告，2018 前三季度公司实现营业收入 213.87 亿元，同比增长 9.04%，归母净利润 16.60 亿元，同比增长 8.59%，扣非后归母净利润为 15.68 亿元，同比增长 5.74%。2018 年第三季度公司营收 89.26 亿元，同比增长 4.87%，归母净利润 7.40 亿元，同比增长 0.48%，扣非后归母净利润 6.78 亿元，同比下降 5.13%。2018 年前三季度销售毛利率为 17.80%，较 2017 年同期下降 0.86 个百分点，较 2018 年 H1 下降 2.66 个百分点，毛利率下降的主要原因是光伏行业三季度需求下降，导致产品价格大幅下跌。

● 多晶硅料和电池片开工率高，新产能即将释放，巩固双龙头地位：

2018 年前三季度公司多晶硅产量 14,083 吨，第三季度产量 4,992 吨，前三季度电池片产量 4,721MW，第三季度产量 1,650MW，在国内需求大幅下滑的情况下，公司依然保持较高的产能利用率，体现了公司良好的产品竞争力。同时公司包头一期 2.5 万吨高纯晶硅项目，计划于 2018 年 10 月 31 日正式投产，其余三个项目：乐山 2.5 万吨高纯晶硅、合肥二期 2.3GW 高效太阳能电池及成都三期 3.2GW 高效太阳能电池将于 2018 年 11 月-2019 年 1 月相继投产。预计新建的 5 万吨高纯晶硅平均生产成本约 4 万元/吨，实际产量可达到设计产能的 120%，新建的 5.5GW 高效太阳能电池将全面采用背钝化技术，非硅成本预计在目前基础上下降 10% 以上，实际产量可达设计产能的 120%。公司新产能将更加具有成本和技术优势，进一步巩固双龙头地位。

● 回购 2 亿-10 亿元股份，彰显公司高管信心：

基于对公司未来的信心和对公司价值的认可，计划在 6 个月内，以不超过 7.00 元/股的价格，回购不低于 2 亿元，不超过 10 亿元的股份，用于后续股权激励或员工持股计划。

● 看好公司龙头地位稳固，新产能即将释放，维持“强烈推荐”评级：

由于产品价格大幅下降，我们下调公司 2018-2020 年净利润分别为 20.73 (-8.90%)、26.59 (-5.45%)、33.96 (-2.07%) 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.68、0.87 元。当前股价对应 PE 值分别为 11、9、7 倍。看好公司龙头地位稳固，新产能即将释放，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：下游需求不景气，产品价格下跌超出预期。

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	29,125	35,512	46,981
增长率(%)	48.3	24.9	11.6	21.9	32.3
净利润(百万元)	1024.7	2,012	2,073	2,659	3,396
增长率(%)	209.5	96.3	3.0	28.3	27.7
毛利率(%)	15.7	19.4	18.7	19.4	19.0
净利率(%)	4.9	7.7	7.1	7.5	7.2
ROE(%)	8.7	14.9	13.9	15.6	16.9
EPS(摊薄/元)	0.26	0.52	0.53	0.68	0.87
P/E(倍)	22.39	11.4	11.1	8.6	6.8
P/B(倍)	1.96	1.7	1.6	1.4	1.2

强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.10.26

收盘价(元):

5.91

一年最低/最高(元):

4.96/14.68

总股本(亿股):

38.82

总市值(亿元):

229.45

流通股本(亿股):

27.82

流通市值(亿元):

164.44

近 3 月换手率:

58.29%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.24	-3.34	-19.05
绝对	-7.37	-13.6	-39.58

相关报告

《持续扩大产能，深化成本优势，光伏业务实现 24.79% 增长》 2018-08-19

《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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7824	7384	8963	11352	13437	营业收入	20884	26089	29125	35512	46981
现金	3653	2923	4205	5269	5684	营业成本	17598	21024	23681	28630	38073
应收账款	576	791	735	1126	1336	营业税金及附加	52	104	108	131	174
其他应收款	389	257	465	416	749	营业费用	749	830	903	1101	1456
预付账款	202	217	251	319	435	管理费用	1175	1551	1689	2060	2725
存货	1380	1768	1778	2509	3192	财务费用	230	157	254	375	433
其他流动资产	1623	1428	1530	1713	2042	资产减值损失	34	103	70	84	121
非流动资产	13575	18165	18234	19389	22405	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	12214	13124	15626	营业利润	1113	2437	2469	3177	4052
无形资产	1199	1234	1373	1539	1733	营业外收入	129	19	67	67	70
其他非流动资产	3584	4590	4451	4484	4758	营业外支出	20	13	13	13	13
资产总计	21399	25548	27197	30741	35842	利润总额	1221	2442	2522	3231	4109
流动负债	7921	9297	9657	11126	13232	所得税	198	401	414	530	675
短期借款	2668	4013	4013	4013	4013	净利润	1023	2041	2108	2700	3435
应付账款	1623	1871	2064	2693	3634	少数股东损益	-1	29	35	41	39
其他流动负债	3630	3413	3580	4419	5585	归属母公司净利润	1025	2012	2073	2659	3396
非流动负债	1676	2547	2348	2266	2312	EBITDA	2140	3633	3858	4680	5816
长期借款	385	1008	810	728	774	EPS (元)	0.26	0.52	0.53	0.68	0.87
其他非流动负债	1291	1539	1539	1539	1539						
负债合计	9597	11843	12005	13392	15544	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	123	366	401	442	481	成长能力					
股本	3882	3882	3882	3882	3882	营业收入(%)	48.3	24.9	11.6	21.9	32.3
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700	营业利润(%)	190.7	119.0	1.3	28.7	27.6
留存收益	2082	3784	5245	7115	9494	归属于母公司净利润(%)	209.5	96.3	3.0	28.3	27.7
归属母公司股东权益	11678	13339	14791	16907	19817	获利能力					
负债和股东权益	21399	25548	27197	30741	35842	毛利率(%)	15.7	19.4	18.7	19.4	19.0
						净利率(%)	4.9	7.7	7.1	7.5	7.2
						ROE(%)	8.7	14.9	13.9	15.6	16.9
						ROIC(%)	6.3	11.1	10.5	12.0	13.3
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	2432	2916	3570	4467	5783	资产负债率(%)	44.8	46.4	44.1	43.6	43.4
净利润	1023	2041	2108	2700	3435	净负债比率(%)	5.6	16.9	5.4	(1.7)	-2.9
折旧摊销	841	969	1170	1323	1603	流动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
财务费用	230	157	254	375	433	速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
投资损失	-65	-53	-46	-43	-52	营运能力					
营运资金变动	323	-36	86	113	366	总资产周转率	1.5	1.1	1.1	1.2	1.4
其他经营现金流	79	-163	-2	-2	-2	应收账款周转率	42.2	38.2	38.2	38.2	38.2
投资活动现金流	-4393	-3988	-1192	-2433	-4566	应付账款周转率	17.3	12.0	12.0	12.0	12.0
资本支出	3560	4328	24	1108	2970	每股指标(元)					
长期投资	-903	90	-46	-47	-46	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.52	0.53	0.68	0.87
其他投资现金流	-1737	431	-1214	-1371	-1643	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.00	0.92	1.15	1.49
筹资活动现金流	4193	248	-1096	-970	-802	每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.44	3.81	4.35	5.10
短期借款	1549	1345	0	0	0	估值比率					
长期借款	-329	623	-199	-82	46	P/E	22.39	11.40	11.07	8.63	6.76
普通股增加	3065	0	0	0	0	P/B	1.96	1.72	1.55	1.36	1.16
资本公积增加	5273	-28	0	0	0	EV/EBITDA	11.67	7.5	6.7	5.3	4.2
其他筹资现金流	-5366	-1692	-897	-888	-848						
现金净增加额	2241	-841	1282	1064	415						

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提供。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 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕莜琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@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/>