

盈利能力保持稳定 新增产能释放在即

——通威股份（600438）三季度点评

2018年10月29日

推荐/维持

通威股份

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024

事件：

公司披露 2018 年三季报。Q3 公司实现营业收入 213 亿元，同比增长 9.04%；实现归属于上市公司股东的净利润为 16.6 亿元，同比增长 8.59%；基本每股收益 0.4275 元。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	4209.19	6892.39	8511.82	6475.84	5221.29	7239.38	8926
增长率（%）	44.47%	14.94%	25.41%	24.85%	24.04%	5.03%	4.87%
毛利率（%）	19.24%	18.54%	18.66%	21.46%	18.33%	20.46%	17.80%
期间费用率（%）	11.18%	8.37%	3.81%	18.00%	10.77%	10.33%	3.26%
营业利润率（%）	6.96%	10.32%	11.19%	7.42%	7.30%	10.58%	10.03%
净利润（百万元）	266.27	539.68	761.10	474.37	320.99	611.39	744.64
增长率（%）	110.12%	45.38%	87.44%	297.10%	20.55%	13.29%	-02.16%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.14	0.19	0.12	0.08	0.15	0.19
资产负债率（%）	47.74%	48.93%	47.40%	46.36%	48.54%	55.50%	57.08%
净资产收益率（%）	2.20%	4.35%	5.76%	3.46%	2.28%	4.34%	5.02%
总资产收益率（%）	1.15%	2.22%	3.03%	1.86%	1.17%	1.93%	2.16%

观点：

1. 盈利能力稳定助业绩稳步提升

2018Q3公司在营收增长4.87%的同时，保持了17.8%的毛利率，并且管理费用率达到2%，实现环比下降3.71%、同比下降1.75%，从而使得净利润几乎与去年同期持平，在光伏行业整体不景气、产品价格大幅下降的背景下，显示出了公司极强的盈利能力和成本控制能力。

2. 发布回购预案显公司发展信心

公司同期发布回购预案，拟通过集中竞价交易方式进行，本次回购资金总额不低于人民币2亿元，不超过人民币10亿元。如以回购资金总额上限10亿元、回购价格上限7.00元/股测算，预计回购股份数量约为14,285.71

万股，约占公司目前总股本3,882,372,220股的3.68%，回购资金将用于员工持股或股权激励计划。此回购预案的发布显示了公司高管对公司发展的信心，有助于稳定核心员工队伍。

3. 硅料产能扩张+产品结构优化稳步推进

公司目前具备每年2万吨多晶硅的生产能力，2018年10月，包头一期2.5万吨高纯晶硅项目顺利投产，运行1-3月后实际产能将超3万吨/年。乐山项目一期2.5万吨高纯晶硅项目预计2018年12月投产，实际产量可达到设计产能的120%，届时公司高纯晶硅项目实际产能将达8万吨/年。在规模经济的作用下，公司生产成本将进一步下降到4万元/吨以下，具有较好的盈利能力（目前高纯晶硅均价为8-9万元/吨）。高纯晶硅项目达产后超过70%的产品能满足P型单晶和N型单晶的需要，实现产品结构不断优化，契合单晶产品需求不断上升的趋势，不断提升公司晶硅产品的竞争力。

4. 电池片成本+技术双重优势得到夯实

公司下属合肥太阳能目前有成都、合肥两个基地，目前具有5.4GW的高效太阳能电池产能，合肥二期2.3GW高效太阳能电池及成都三期3.2GW高效太阳能电池项目正在建设中，预计2018年底建成投产。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%。

2018上半年公司电池的产能、产量均位于全球专业太阳能电池厂商中的第一位。公司4.0智能生产线运行稳定，使得单晶、多晶电池的加工成本位于0.2-0.3元/W的低位，并且仍呈现下降的趋势，仅为行业平均水平的50-60%。同时，公司异质结高效电池量产研究开展顺利，异质结电池属于具备天然双面性的N型晶硅电池，预计2018年底将投产，届时将进一步强化公司的技术领先优势。

结论：

公司是国内硅料和电池片的龙头企业，在光伏行业整体产能过剩、正在进行产能出清的背景下，公司将通过成本控制能力和规模化优势，进一步提高市场份额和盈利能力。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为284.2亿元、347.1亿元和435.8亿元，归属于上市公司股东净利润分别为21.7亿元、29.2亿元和37.3亿元，每股收益分别为0.56元、0.75元和0.96元，对应PE分别为11、8、6。维持“推荐”评级。

风险提示：

光伏政策支持力度不足、光伏产品价格大幅下跌

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元						利润表						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
流动资产合计	7824	7384	8210	11362	16960	营业收入	20884	26089	28421	34707	43577												
货币资金	3653	2923	3410	5729	10146	营业成本	17598	21024	23115	28071	35149												
应收账款	576	791	862	1052	1321	营业税金及附加	52	104	171	208	261												
其他应收款	389	257	280	342	430	营业费用	749	830	904	1104	1456												
预付款项	202	217	234	254	279	管理费用	1175	1551	1279	1562	1961												
存货	1380	1768	1943	2360	2955	财务费用	230	157	268	173	173												
其他流动资产	1057	827	827	827	827	资产减值损失	33.79	103.48	52.57	52.57	52.57												
非流动资产合计	13575	18165	17134	16117	15115	公允价值变动收益	1.68	1.61	0.00	0.00	0.00												
长期股权投资	111	149	149	149	149	投资净收益	65.14	52.62	2.00	2.00	2.00												
固定资产	8681.1	12185.	12894.	12022.	11150.	营业利润	1113	2437	2634	3537	4526												
无形资产	1199	1234	1233	1133	1043	营业外收入	128.63	18.77	19.00	19.00	19.00												
其他非流动资产	541	1466	1466	1466	1466	营业外支出	20.24	13.24	14.00	14.00	14.00												
资产总计	21399	25548	25343	27479	32074	利润总额	1221	2442	2639	3542	4531												
流动负债合计	7921	9297	6924	6202	7161	所得税	198	401	433	581	744												
短期借款	2668	4013	1397	0	0	净利润	1023	2041	2206	2961	3787												
应付账款	1623	1871	2029	2464	3085	少数股东损益	-1	29	32	43	54												
预收款项	943	962	983	1009	1041	归属母公司净利润	1025	2012	2174	2918	3733												
一年内到期的非流	1266	224	224	224	224	EBITDA	3316	4760	3897	4706	5684												
非流动负债合计	1676	2547	3203	4033	5074	EPS（元）	0.32	0.52	0.56	0.75	0.96												
长期借款	385	1008	1687	2517	3558	主要财务比率																	
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E												
负债合计	9597	11843	10127	10234	12235	成长能力																	
少数股东权益	123	366	397	440	494	营业收入增长	48.33%	24.92%	8.94%	22.12%	25.56%												
实收资本(或股本)	3882	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	190.67	118.98	8.08%	34.30%	27.96%												
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700	归属于母公司净利润	8.04%	34.24%	8.04%	34.24%	27.92%												
未分配利润	1833	3454	4577	6084	8012	获利能力																	
归属母公司股东权	11678	13339	14846	16831	19372	毛利率(%)	15.73%	19.42%	18.67%	19.12%	19.34%												
负债和所有者权	21399	25548	25343	27479	32074	净利率(%)	4.90%	7.82%	7.76%	8.53%	8.69%												
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	4.79%	7.88%	8.58%	10.62%	11.64%												
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.77%	15.08%	14.64%	17.34%	19.27%												
经营活动现金流	2432	2916	3460	4065	4815	偿债能力																	
净利润	1023	2041	2206	2961	3787	资产负债率(%)	45%	46%	40%	37%	38%												
折旧摊销	1973.0	2166.7	0.00	871.86	871.86	流动比率	0.99	0.79	1.19	1.83	2.37												
财务费用	230	157	268	173	173	速动比率	0.81	0.60	0.91	1.45	1.96												
应收账款减少	0	0	-71	-191	-269	营运能力																	
预收帐款增加	0	0	21	26	32	总资产周转率	1.52	1.11	1.12	1.31	1.46												
投资活动现金流	-4393	-3988	-63	-74	-74	应收账款周转率	42	38	34	36	37												
公允价值变动收益	2	2	0	0	0	应付账款周转率	20.59	14.94	14.58	15.45	15.71												
长期股权投资减少	0	0	149	0	0	每股指标（元）																	
投资收益	65	53	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.52	0.56	0.75	0.96												
筹资活动现金流	4193	248	-2909	-1673	-324	每股净现金流(最新	0.57	-0.21	0.13	0.60	1.14												
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.01	3.44	3.82	4.34	4.99												
长期借款增加	0	0	679	829	1041	估值比率																	
普通股增加	3065	0	0	0	0	P/E	18.71	11.61	10.75	8.01	6.26												
资本公积增加	5273	-28	0	0	0	P/B	2.00	1.75	1.57	1.39	1.21												
现金净增加额	2231	-824	488	2319	4417	EV/EBITDA	7.25	5.40	5.97	4.33	2.99												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。