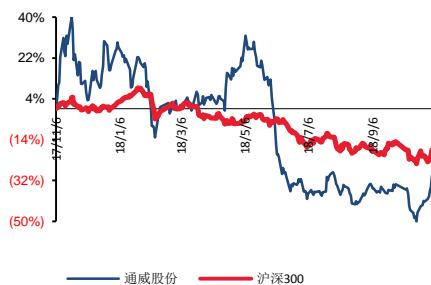




日常消费 食品、饮料与烟草

通威股份 (600438) 三季报点评——业绩依旧靓丽，产能按期释放彰显实力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/2,782
总市值/流通(百万元)	30,011/21,509
12 个月最高/最低(元)	14.21/5.04

相关研究报告：

通威股份(600438)《中报业绩靓丽，光伏业务扩张加速—通威股份(600438)中报点评》--2017/08/21

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

证券分析师：方杰

电话：010-88321942

事件：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%。

经营稳健，项目顺利达产。2018 年 1-3 季度，公司在国际形势严峻、行业政策剧变、市场资金收紧的环境下，依旧保持了良好的经营发展态势。在农业板块，公司通过优化产品结构，强化战略客户比例，提高产品性价比等方式保持稳定的增长。在光伏新能源板块，公司高纯晶硅、太阳能电池一直处于满产满销及持续盈利状态。在目前 2 万吨高纯晶硅、5.4GW 高效太阳能电池产能基础上，分别在建有包头 2.5 万吨高纯晶硅、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 高效太阳能电池等规模化项目。目前，包头 2.5 万吨高纯晶硅项目已投产，本项目建成投产后经过 1-3 个月运行提升，实际产能将超过 3 万吨/年。同时，公司乐山年产 5 万吨的高纯晶硅项目一期 2.5 万吨即将竣工，预计将于 2018 年 12 月投产，达产后实际产能也将超过 3 万吨/年，届时公司高纯晶硅的实际产能将达到 8 万吨/年。其他两个电池片项目也将在今年年末到明年年初实现投产。

成本优势明显，非硅成本持续下降。据公司公告，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%，具有较好的盈利能力（目前高纯晶硅均价为 8-9 万元/吨）。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%。公司的成本管控能力和技术创新能力在行业内处于领先地位。

发布回购预案，彰显公司信心。公司发布公告将以集中竞价交易方式回购公司股份。回购资金总额不低于人民币 2 亿元，不超过人民币 10 亿元；结合公司近期股价，回购股份的价格为不超过人民币 7.00 元/股；回购的期限为自股东大会审议通过之日起 6 个月内。这说明了公司对未来发展的信心以及对自身价值的认可，同时这一举措也有利于进一步完善公司的长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起。

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120002

投资建议: 公司农业、光伏两大主业均处于行业前列，具有广阔的发展前景，能够促进未来业绩的稳步提升。同时，新增产能的投放夯实了公司在行业中的规模、成本及质量领先优势，为公司量利的持续提升奠定了进一步的规模基础。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 21.29、26.55 和 30.33 亿元，对应 EPS0.55、0.68 和 0.78 元/股，对应 PE14、11 和 9 倍，给予“买入”评级。

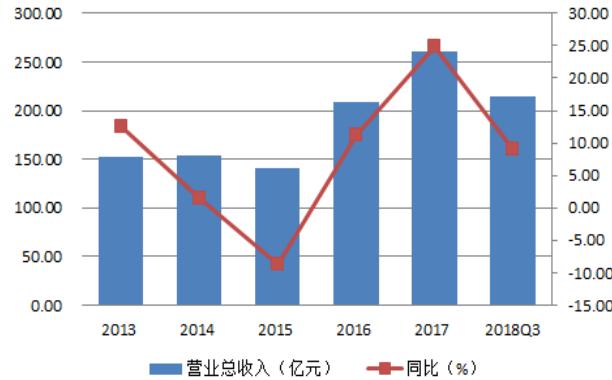
风险提示: 国际贸易保护风险，产能过剩导致价格下降风险，规模扩张带来的管理风险，光伏行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26089	28780	41754	50880
(+/-%)	24.92	10.31	45.08	21.86
净利润(百万元)	2012	2129	2655	3033
(+/-%)	96.35	5.82	24.70	14.24
摊薄每股收益(元)	0.52	0.55	0.68	0.78
市盈率(PE)	23.36	14.10	11.30	9.90

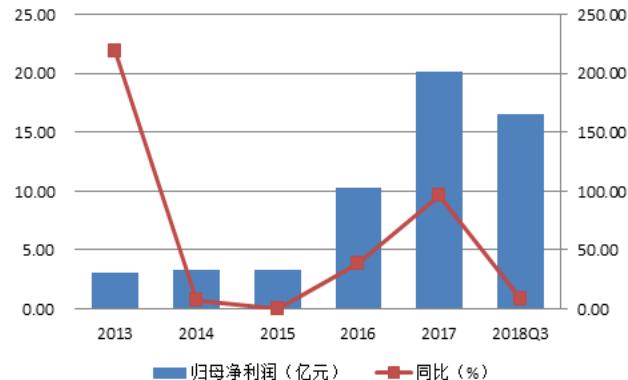
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：营业收入



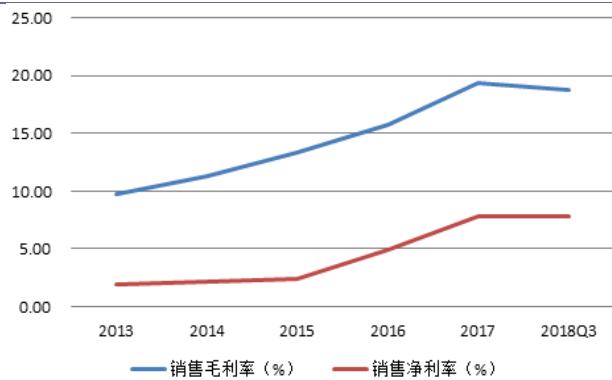
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 2：归母净利润



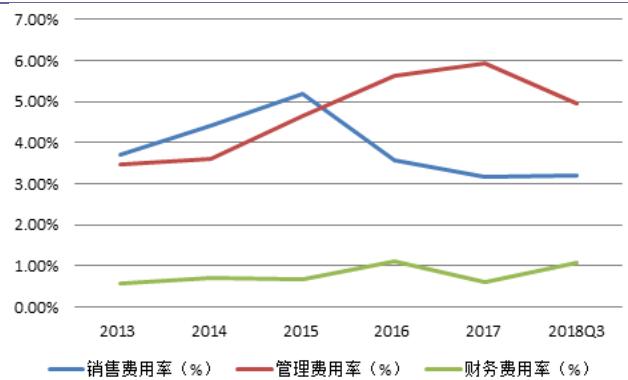
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 3：销售指标



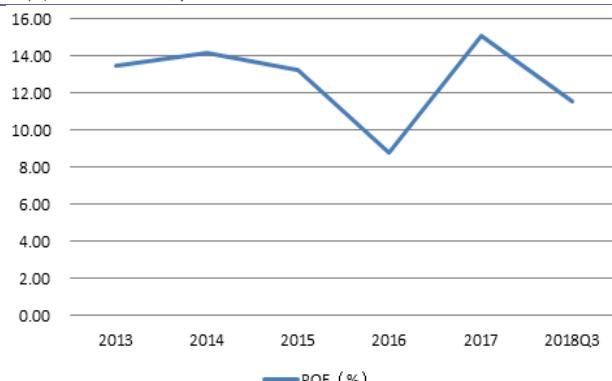
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 4：三费情况



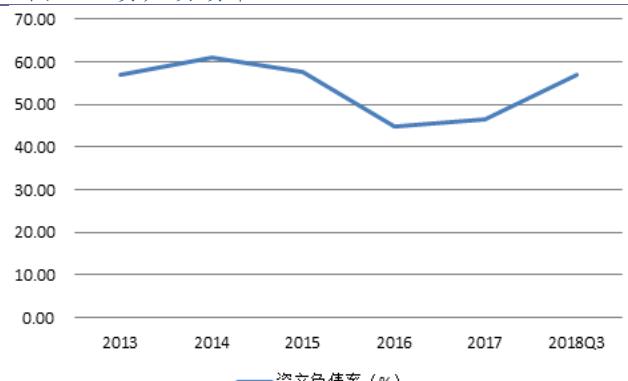
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 5：ROE 情况



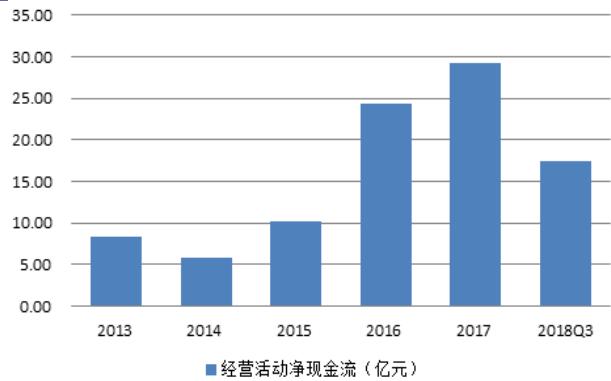
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 6：资产负债率



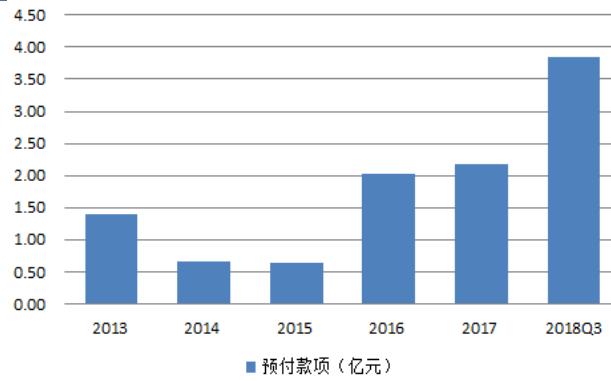
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 7：经营活动现金流



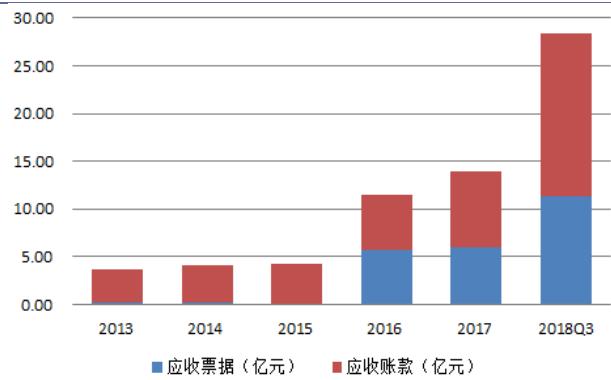
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 8：预付款项



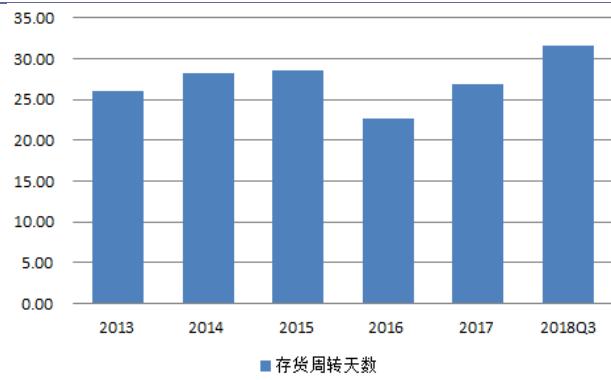
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 9：应收款项



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 10：存货情况



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

资产负债表(百万)					利润表(百万)							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
货币资金	3653	2923	1424	1805	2103	营业收入	20884	26089	28780	41754	50880	
应收和预付款项	778	1008	1046	1511	1851	营业成本	17598	21024	23599	34656	42485	
存货	1380	1768	1940	2848	3492	营业税金及附加	52	104	93	151	175	
其他流动资产	2013	1685	1874	2325	2664	销售费用	749	830	974	1371	1696	
流动资产合计	7824	7384	6283	8490	10109	管理费用	1175	1551	1665	2448	2963	
长期股权投资	111	149	149	149	149	财务费用	230	157	157	157	157	
投资性房地产	105	99	99	99	99	资产减值损失	34	103	103	103	103	
固定资产	8682	12192	15477	17745	19770	投资收益	65	53	59	56	57	
在建工程	1596	1420	2010	2217	2615	公允价值变动	2	2	2	2	2	
无形资产开发支出	1199	1234	1471	1587	1758	营业利润	1113	2437	2507	3183	3618	
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	108	6	57	31	44	
其他非流动资产	13575	18165	21142	23733	26328	利润总额	1221	2442	2564	3215	3662	
资产总计	21399	25548	27425	32223	36437	所得税	198	401	418	526	598	
短期借款	2668	4013	4013	4013	4013	净利润	1023	2041	2146	2689	3064	
应付和预收款项	2566	2833	2598	3946	5009	少数股东损益	-1	29	17	34	31	
长期借款	385	1008	1008	1008	1008	归母股东净利润	1025	2012	2129	2655	3033	
其他负债	3978	3989	4421	5726	6317							
负债合计	9597	11843	12040	14693	16348							
股本	3882	3882	3882	3882	3882	预测指标						
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
留存收益	2082	3784	5447	7558	10087	毛利率	15.73%	19.42%	18.00%	17.00%	16.50%	
归母公司股东权益	11678	13339	15003	17114	19642	销售净利率	4.91%	7.71%	7.40%	6.36%	5.96%	
少数股东权益	123	366	382	416	447	销售收入增长率	48.33%	24.92%	10.31%	45.08%	21.86%	
股东权益合计	11801	13705	15385	17530	20089	EBIT 增长率	180.03%	79.12%	-1.36%	25.37%	13.93%	
负债和股东权益	21399	25548	27425	32223	36437	净利润增长率	209.46%	96.35%	5.82%	24.70%	14.24%	
						ROE	8.77%	15.08%	14.19%	15.51%	15.44%	
						ROA	4.79%	7.88%	7.76%	8.24%	8.32%	
						ROIC	10.02%	13.88%	11.40%	13.06%	13.41%	
						EPS(X)	0.32	0.52	0.55	0.68	0.78	
						PE(X)	19.79	23.36	14.10	11.30	9.90	
						PB(X)	2.12	3.52	2.00	1.75	1.53	
						PS(X)	1.18	1.80	1.04	0.72	0.59	
						EV/EBITDA(X)	11.08	13.83	7.87	6.39	5.27	
现金流量表(百万)												
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
经营性现金流	2432	2916	3100	5369	5968							
投资性现金流	-4393	-3988	-4598	-4522	-5127							
融资性现金流	4193	248	0	-466	-544							
现金增加额	9	-17	0	0	0							

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	li yangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq. com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq. com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。