

通威股份 (600438)

乐山新产能将投产，国产多晶硅龙头启航

	徐云飞 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880517120001

本报告导读:

通威股份乐山多晶硅一期 2.5 万吨项目成功建成，标志着通威股份多晶硅扩产第一阶段完成，形成 8 万吨产能，晋升为全球第二大多晶硅企业。维持“增持”评级。

投资要点:

维持“增持”评级。维持 2018-2020 年 EPS 至 0.52/0.77/0.92 元，近期行业估值中枢上移，给予 2019 年 15 倍 PE 估值较为合理，上调目标价至 11.55 元（自 7.8 元上调）。

本次投产标志着通威一举成为全球第二大多晶硅生产商。通威股份公告称乐山年产 5 万吨高纯多晶硅项目一期 2.5 万吨已成功建成，并将于近日正式投产。乐山一期项目自投建开始历时 12 个月建成，将于 2018 年 12 月 28 日正式投产，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，逐步实现进口替代，缓解国内高纯晶硅依赖进口的局面。根据我们的数据库统计，乐山项目经过 1-3 个月运行提升，达产后通威股份将拥有 7 万吨实际生产能力为 8 万吨的多晶硅产能，仅次于保利协鑫，成为全球第二大多晶硅生产商。

成本优势明显，盈利能力显著。基于技术工艺的完善、生产效率的提高、能源消耗的下降，在产品质量进一步提升的同时，生产成本将降至 4 万元/吨以下。目前多晶硅含税售价在 8 万元/吨，新产能吨毛利 2.9 万元/吨，毛利率高达 42%，盈利能力非常强劲。

新产能连续投放，通威股份做好迎接平价爆发的准备。我们判断光伏行业的至暗时刻已经过去，行业逐步走出 531 低谷，随着海外市场的快速增长启动，光伏行业开启平价上网新周期，通威股份在硅料和高效电池片两端均布局大量新产能，将充分受益这一行业趋势。

风险提示。2019 年国内光伏政策尚不明朗。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20,884	26,089	25,451	34,631	41,399
(+/-)%	11%	25%	-2%	36%	20%
经营利润 (EBIT)	1,276	2,564	2,521	3,518	4,249
(+/-)%	19%	101%	-2%	40%	21%
净利润 (归母)	1,025	2,012	2,027	2,976	3,558
(+/-)%	39%	96%	1%	47%	20%
每股净收益 (元)	0.26	0.52	0.52	0.77	0.92
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	6.1%	9.8%	9.9%	10.2%	10.3%
净资产收益率 (%)	8.8%	15.1%	13.9%	17.7%	18.2%
投入资本回报率 (%)	8.8%	13.7%	8.4%	12.0%	17.1%
EV/EBITDA	15.5	9.7	10.9	7.0	4.8
市盈率	31.3	15.9	15.8	10.8	9.0
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.55**

上次预测: 7.80

当前价格: 8.75

2019.01.14

交易数据

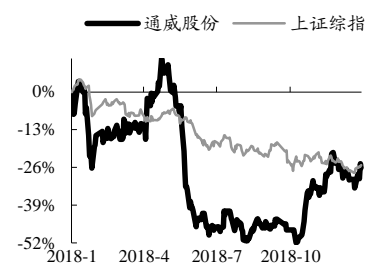
52 周内股价区间 (元)	4.96-13.26
总市值 (百万元)	33,971
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,882/2,782
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	72%
日均成交量 (百万股)	33.63
日均成交值 (百万元)	264.64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	14,369
每股净资产	3.70
市净率	2.4
净负债率	26.55%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.07	0.08
Q2	0.14	0.15
Q3	0.19	0.19
Q4	0.12	0.10
全年	0.52	0.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	0%	-28%
相对指数	-1%	1%	-3%

相关报告

《季报保持正增长，大笔回购彰显信心》
2018.10.31

《绑定隆基中环，锁定未来 3-4 年产品销售》
2018.05.27

《硅料供需紧张或至 2020 年底》2018.05.22

《Q2 高景气有望拉动电池片持续涨价》
2018.05.10

《员工持股已经开始，买入进展已经过半》
2018.05.06

模型更新时间: 2019.01.14

股票研究

必需消费
农业

通威股份 (600438)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.55**

上次预测: 7.80

当前价格: 8.75

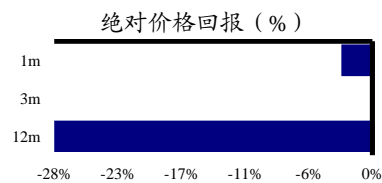
公司网址

www.tongwei.com.cn

公司简介

公司以饲料工业为主,同时涉足水产研究、水产养殖、动物保健、食品加工等相关领域的大型农业科技型上市公司,系农业产业化国家重点龙头企业。

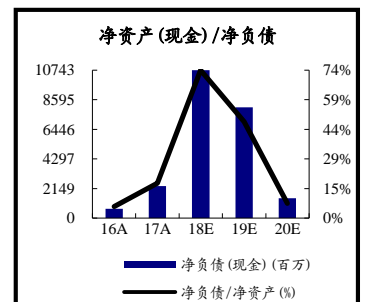
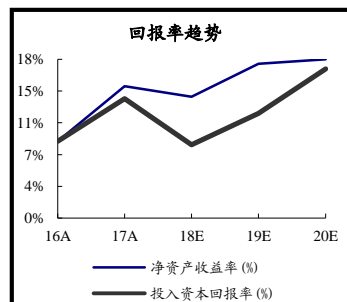
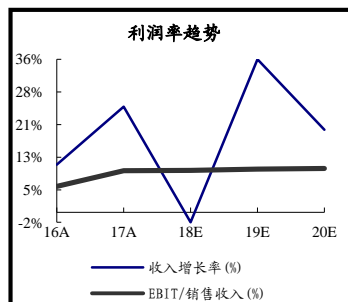
公司发展农业和新能源两大主业,其中农业主业以饲料工业为核心,全力延伸和完善水产及畜禽产业链条。



52 周价格范围 4.96-13.26
市值 (百万) 33,971

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	20,884	26,089	25,451	34,631	41,399
营业成本	17,598	21,024	20,945	28,239	33,714
税金及附加	52	104	102	139	166
销售费用	749	830	687	970	1,159
管理费用	1,175	1,551	1,196	1,766	2,111
EBIT	1,276	2,564	2,521	3,518	4,249
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
投资收益	65	53	65	65	65
财务费用	230	157	291	167	210
营业利润	1,112	2,437	2,295	3,416	4,104
所得税	198	401	368	540	646
少数股东损益	-1	29	0	0	0
净利润	1,025	2,012	2,027	2,976	3,558
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,654	2,923	1,000	1,500	2,000
其他流动资产	1,057	828	0	0	0
长期投资	371	397	397	397	397
固定资产合计	10,362	13,734	25,238	26,044	23,375
无形及其他资产	2,641	3,834	2,374	2,379	2,384
资产合计	21,399	25,548	32,353	34,848	33,566
流动负债	7,921	9,297	15,586	15,105	10,265
非流动负债	1,676	2,547	1,008	1,008	1,008
股东权益	11,678	13,339	14,617	16,816	19,597
投入资本(IC)	12,141	15,651	25,321	24,830	20,994
现金流量表					
NOPLAT	1,069	2,143	2,134	2,977	3,596
折旧与摊销	841	969	1,404	2,224	2,699
流动资金增量	-1,034	558	11	526	395
资本支出	-3,508	-4,307	-11,347	-2,935	65
自由现金流	-2,631	-637	-7,798	2,793	6,755
经营现金流	2,432	2,916	4,692	5,753	6,733
投资现金流	-4,393	-3,988	-11,282	-2,870	130
融资现金流	4,193	248	4,667	-2,384	-6,363
现金流净增加额	2,231	-824	-1,923	500	500
财务指标					
成长性					
收入增长率	11.2%	24.9%	-2.4%	36.1%	19.5%
EBIT 增长率	19.3%	101.0%	-1.7%	39.5%	20.8%
净利润增长率	39.1%	96.3%	0.7%	46.8%	19.6%
利润率					
毛利率	15.7%	19.4%	17.7%	18.5%	18.6%
EBIT 率	6.1%	9.8%	9.9%	10.2%	10.3%
净利润率	4.9%	7.7%	8.0%	8.6%	8.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.8%	15.1%	13.9%	17.7%	18.2%
总资产收益率(ROA)	4.8%	7.9%	6.3%	8.5%	10.6%
投入资本回报率(ROIC)	8.8%	13.7%	8.4%	12.0%	17.1%
运营能力					
存货周转天数	25	27	27	27	27
应收账款周转天数	10	10	10	10	10
总资产周转天数	323	328	415	354	302
净利润现金含量	2.37	1.45	2.31	1.93	1.89
资本支出/收入	17%	17%	45%	8%	0%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	46.4%	52.6%	48.4%	36.1%
净负债率	5.7%	17.4%	73.5%	47.8%	7.3%
估值比率					
PE	31.3	15.9	15.8	10.8	9.0
PB	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.5	9.7	10.9	7.0	4.8
P/S	1.5	1.2	1.3	0.9	0.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		