

通威股份 (600438)

三季度业绩符合预期，盈利底部逐渐明确

——通威股份三季报点评

	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:

通威股份三季报符合预期，主要产品生产成本持续下降，优质产能计划继续扩张，盈利底部逐渐明确。维持“增持”评级。

投资要点:

维持“增持”评级。维持 2019-2021 年 EPS0.78、1.00、1.21 的预测，维持目标价 19.30 元。通威股份发布三季报，前三季度实现收入 280 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 22.4 亿元，同比增长 35%；实现扣非净利润 20.9 亿元，同比增长 33%，业绩符合预期。

硅料新产能逐渐爬坡至满产，电池片技术进步成本继续下行。预计三季度硅料产出 1.5 万吨，其中乐山老项目和新项目保持满产，单晶料比例超过 80%；包头项目 10 月达到满产，目前单晶料预计在 60%左右。从盈利情况看，两个新项目成本均超出可研计划，乐山项目完全成本预计约 4.6 万元/吨，包头项目预计约 4.3 万元/吨。后续如果乐山项目电价调整，成本还有下降空间。电池片环节目前依然保持极高的产能利用率，预计三季度出货量单晶为 2.6GW、多晶为 0.8GW，目前非硅成本已经达到 0.2-0.25 元/W。后续乐山四期项目将采用 166 大硅片，眉山一期兼容 210 大硅片(也是国内第一批 210 产能)，预计将取得成本上的代差优势。

行业格局愈发清晰，盈利底部逐步明确。在行业盈利能力不佳的背景下，通威股份是少数坚持继续扩充产能的企业。目前硅料环节的海外竞争对手基本无法盈利，价格有托底，而单晶 PERC 目前毛利率水平仅为 10%-15%，低于盈利中枢水平，回升到 15%以上的毛利率水平概率比较大。随着 2020 年需求的进一步增长，行业供需已经出现边际缓和。

催化剂。非硅成本继续下降、产品出货量大幅增长。

风险提示。2019 年国际贸易政策及汇率风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,092	27,535	35,477	44,899	53,055
(+/-)%	25%	6%	29%	27%	18%
经营利润 (EBIT)	2,561	2,643	4,178	5,543	6,287
(+/-)%	101%	3%	58%	33%	13%
净利润 (归母)	2,008	2,019	3,040	3,886	4,679
(+/-)%	96%	1%	51%	28%	20%
每股净收益 (元)	0.52	0.52	0.78	1.00	1.21
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.8%	9.6%	11.8%	12.3%	11.9%
净资产收益率 (%)	15.1%	13.7%	17.9%	19.3%	19.5%
投入资本回报率 (%)	13.7%	11.9%	9.6%	12.8%	14.8%
EV/EBITDA	14.1	13.4	11.2	7.7	6.1
市盈率	23.7	23.6	15.6	12.2	10.2
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: **19.30**

上次预测: 19.30

当前价格: 12.25

2019.10.27

交易数据

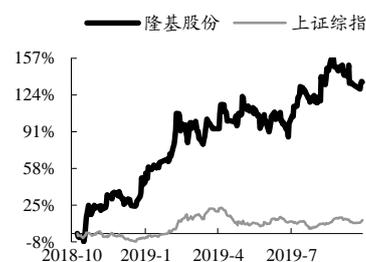
52 周内股价区间 (元)	5.52-16.78
总市值 (百万元)	47,562
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,883/3,883
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	32.72
日均成交值 (百万元)	453.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,207
每股净资产	4.43
市净率	2.8
净负债率	49.19%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.08	0.13
Q2	0.15	0.25
Q3	0.19	0.20
Q4	0.09	0.20
全年	0.52	0.78

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-13%	109%
相对指数	-11%	-14%	96%

相关报告

《业绩符合预期，期待硅料新产能发力》
2019.08.15

《上半年预增靠 PERC，下半年业绩看硅料》
2019.07.05

《夯实成本优势，2019 年产能全面释放》
2019.05.04

《业绩符合预期，2019 年产能释放业绩增长》
2019.01.24

《乐山新产能将投产，国产多晶硅龙头启航》
2019.01.14

模型更新时间: 2019.10.27

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: **19.30**

上次预测: 19.30

当前价格: 12.25

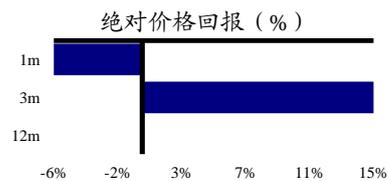
公司网址

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。

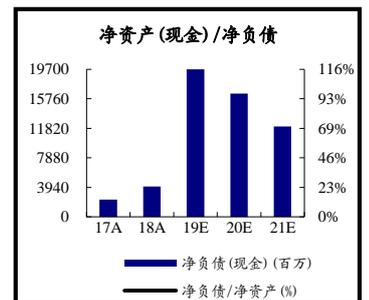
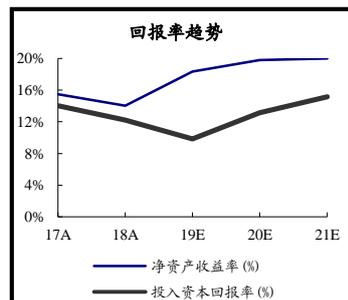
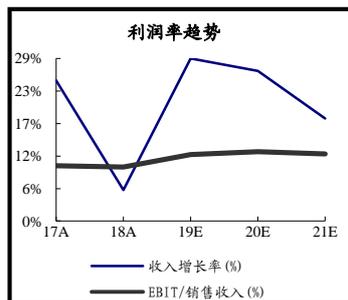
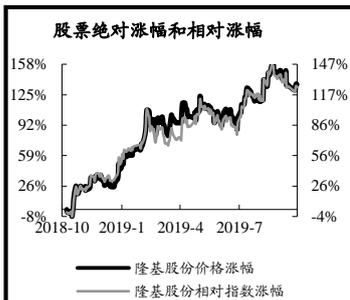
公司发展农业和新能源两大主业,其中农业主业以饲料工业为核心,全力延伸和完善水产及畜禽产业链条。



52 周价格范围: 5.52-16.78
市值 (百万): 47,562

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	26,092	27,535	35,477	44,899	53,055
营业成本	21,026	22,327	28,668	36,051	42,577
税金及附加	104	111	142	180	212
销售费用	833	863	1,112	1,407	1,857
管理费用	1,042	1,039	1,378	1,719	2,122
EBIT	2,561	2,643	4,178	5,543	6,287
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资收益	53	76	65	65	65
财务费用	157	316	667	1,033	840
营业利润	2,433	2,395	3,576	4,575	5,512
所得税	401	367	552	705	849
少数股东损益	29	12	0	0	0
净利润	2,008	2,019	3,040	3,886	4,679
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,923	3,412	2,000	2,500	3,000
其他流动资产	829	724	0	0	0
长期投资	397	523	523	523	523
固定资产合计	13,735	25,254	36,830	37,603	38,177
无形及其他资产	3,834	3,845	2,826	3,204	3,386
资产合计	25,551	38,604	46,797	49,655	51,966
流动负债	9,302	18,759	27,696	26,668	24,299
非流动负债	2,547	4,499	690	690	690
股东权益	13,336	14,738	17,027	20,136	24,039
投入资本(IC)	15,647	18,805	36,698	36,545	36,051
现金流量表					
NOPLAT	2,140	2,238	3,536	4,692	5,322
折旧与摊销	969	1,218	1,851	2,785	3,489
流动资金增量	563	2,911	-226	527	473
资本支出	-4,307	-7,095	-12,393	-3,919	-4,229
自由现金流	-635	-728	-7,231	4,084	5,056
经营现金流	3,026	3,100	1,153	8,196	9,458
投资现金流	-4,099	-6,442	-12,328	-3,854	-4,164
融资现金流	248	3,277	9,763	-3,842	-4,794
现金流净增加额	-824	-65	-1,412	500	500
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.9%	5.5%	28.8%	26.6%	18.2%
EBIT 增长率	100.7%	3.2%	58.1%	32.7%	13.4%
净利润增长率	96.0%	0.5%	50.6%	27.8%	20.4%
利润率					
毛利率	19.4%	18.9%	19.2%	19.7%	19.8%
EBIT 率	9.8%	9.6%	11.8%	12.3%	11.9%
净利润率	7.7%	7.3%	8.6%	8.7%	8.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.1%	13.7%	17.9%	19.3%	19.5%
总资产收益率(ROA)	7.9%	5.2%	6.5%	7.8%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	13.7%	11.9%	9.6%	12.8%	14.8%
运营能力					
存货周转天数	27	27	27	27	27
应收账款周转天数	10	13	10	10	10
总资产周转天数	328	425	439	392	350
净利润现金含量	1.51	1.54	0.38	2.11	2.02
资本支出/收入	17%	26%	35%	9%	8%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	60.4%	61.8%	57.0%	50.5%
净负债率	17.4%	27.6%	115.7%	81.7%	50.1%
估值比率					
PE	23.7	23.6	15.6	12.2	10.2
PB	3.6	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.1	13.4	11.2	7.7	6.1
P/S	1.8	1.7	1.3	1.1	0.9
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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		