通威股份(600438)/电源设备

业绩超预期，光伏制造板块边际改善

评级：买入(维持)

市场价格：12.87

分析师：苏晨
执业证书编号：S0740519050003
Email：suchen@r.qlzq.com.cn

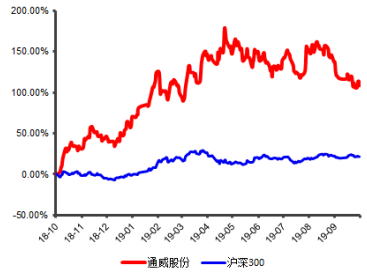
分析师：陈奇
执业证书编号：S0740514070005
Email：chenqi@r.qlzq.com.cn

分析师：花秀宁
执业证书编号：S0740519070001
Email：huaxn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3883
流通股本(百万股)	3883
市价(元)	12.87
市值(百万元)	49969
流通市值(百万元)	49969

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 上半年电池盈利靓丽，业绩符合预期

2 一季报靓丽，电池扩产推进

3 三季报业绩微增，回购股份彰显发展信心

4 业绩符合预期，低成本产能扩张带来增长

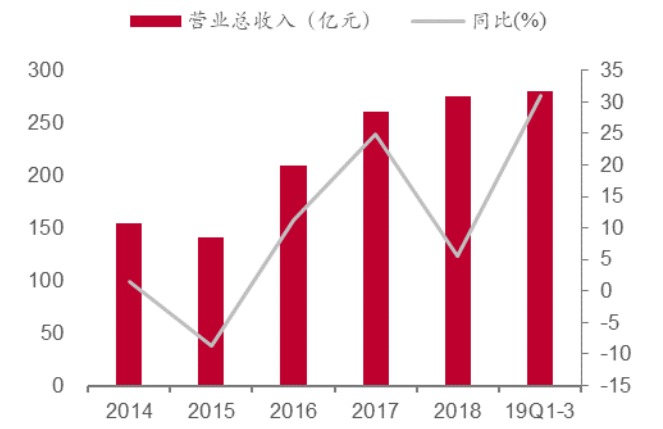
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	26089.24	27535.17	36381.58	44223.89	48939.65
增长率 yoy%	24.92%	5.54%	32.13%	21.56%	10.66%
净利润	2012.04	2018.75	3116.95	4060.83	4765.86
增长率 yoy%	96.35%	0.33%	54.40%	30.28%	17.36%
每股收益（元）	0.52	0.52	0.80	1.05	1.23
每股现金流量	-0.21	-0.02	0.28	0.25	0.15
净资产收益率	15.08%	13.70%	16.01%	18.20%	17.73%
P/E	24.83	24.75	16.03	12.30	10.48
PEG	0.95	0.75	0.35	0.47	0.32
P/B	3.75	3.39	2.57	2.24	1.86

投资要点

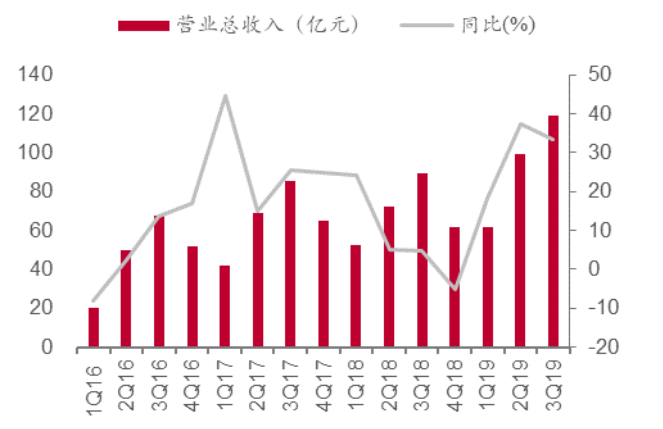
- **事件：**公司公布 2019 年三报，实现营收 280.25 亿元，同增 31.03%；归母净利润 22.43 亿元，同增 35.24%；EPS 0.58 元，ROE 13.04%。其中，3Q19 实现营收 119.01 亿元，同增 33.32%；归母净利润 7.92 亿元，同增 7.02%；EPS 0.20 元，ROE 4.71%，业绩超预期。
- **电池价格下滑致公司三季度盈利水平下滑。**3Q19 公司毛利率和净利率分别为 15.69%/6.89%，同比分别降低 2.12/1.45 PCT，环比分别降低 6.18/2.91 PCT。我们认为盈利能力下滑主要原因是三季度以来电池片价格下跌而上游硅片价格基本持平所致。
- **2020 年全球需求同增 15%以上。**国内方面，考虑 2019 年需求递延、平价项目以及竞价项目，预计 2020 年国内需求 40-50GW。海外方面，考虑产业链价格下跌，海外平价区域扩大，预计海外需求在今年 80-90GW 基础上增长 15%以上至 90-100GW，全球需求约 140GW，同增 15%以上。
- **单晶料供需状况好转。**硅料环节，2020 年除公司之外无扩产计划，考虑 1 年建设期和 3-6 个月产能爬坡期，2020 年硅料环节无新增产能释放，供需状况好转，盈利能力将提升。
- **电池环节盈利能力或将回升。**当前单晶 PERC 价格对应一线企业龙头毛利率约 10%，盈利处于行业底部，供给有所压制，同时由于硅片环节扩产在 2020 年释放，硅片价格预计下滑，电池盈利能力或将回升。
- **硅料新产能生产成本降至 4 万元/吨以下，电池扩产稳步推进。**硅料方面，公司三季度公开业绩说明材料显示，目前永祥多晶硅（2 万吨产能）、永祥新能源、内蒙古通威单晶料占比分别为 82%、80%、50-60%，且新项目（永祥新能源、内蒙古通威）生产成本已降至 4 万元/吨以内。电池片方面，扩产稳步推进，成都四期项目目前正在工艺设备安装调试，预计 2019 年底投产，眉山一期项目目前土建施工，预计 2020 年上半年投产。
- **投资建议：**预计 2020 年全球需求同增 15%以上，单晶用硅料供需状况好转，电池片盈利能力或将回升。我们预计 2019-2021 年分别实现净利 31.17、40.61 和 47.66 亿元，同比分别增长 54.40%、30.28%、17.36%，当前股价对应三年 PE 分别为 16、12、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**去补贴化加速带来的市场波动风险；技术更新的风险。

图表 1：19Q1-3 营收 280.25 亿元，同增 31.03%



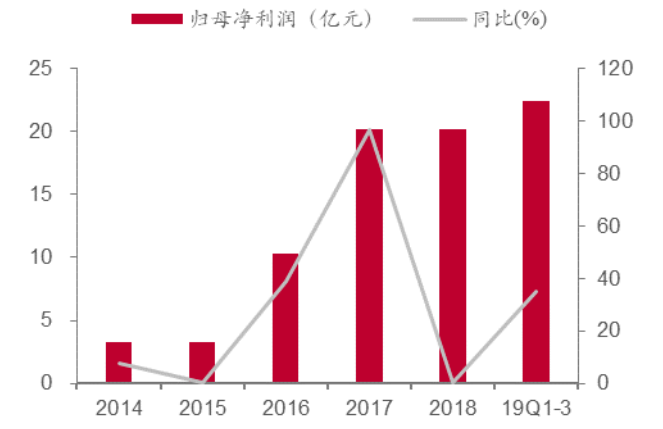
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：3Q19 营收 119.01 亿元，同增 33.32%



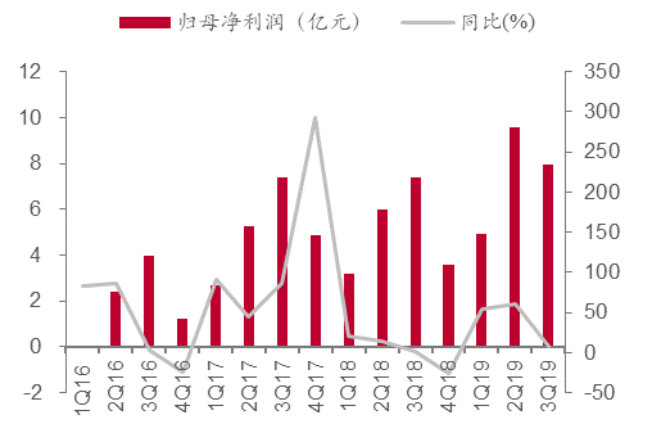
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3:19Q1-3 归母净利润 22.43 亿元，同增 35.24%



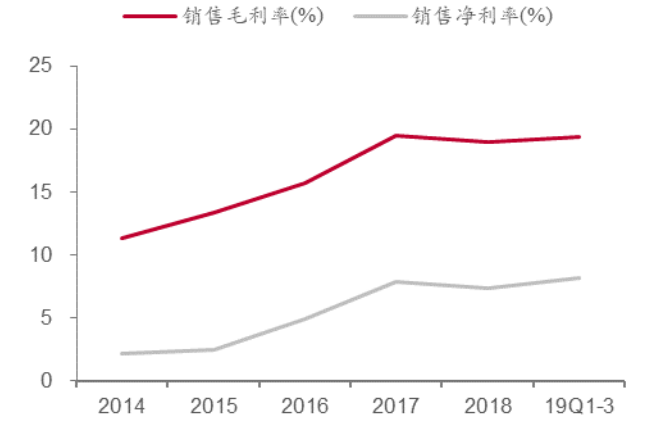
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：3Q19 归母净利 7.92 亿元，同增 7.02%



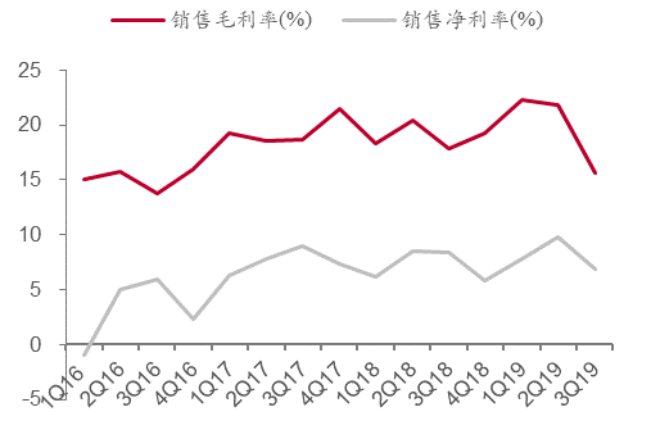
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：19Q1-3 毛利率、净利率为 19.32%、8.14%



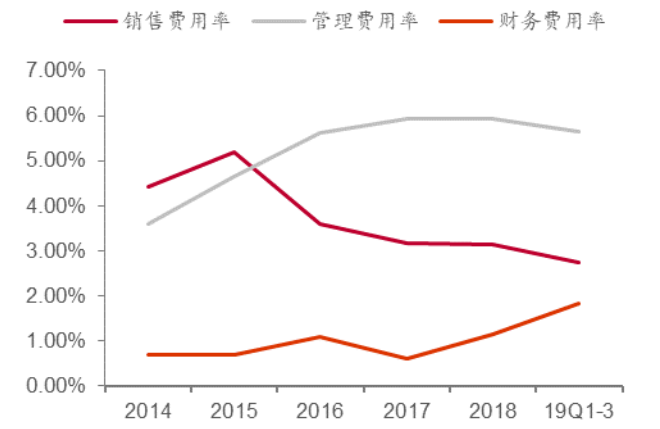
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：3Q19 毛利率、净利率为 15.68%、6.89%



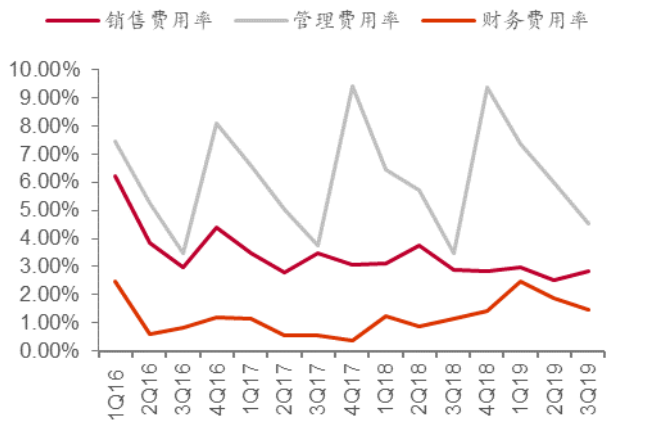
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：19Q1-3 三费分别为 2.75%、5.65%、1.84%



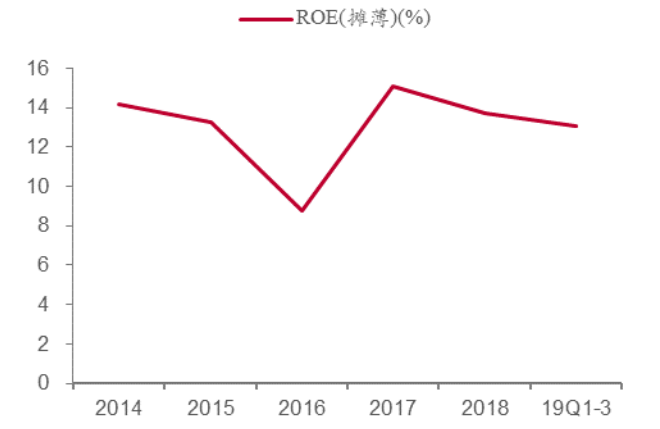
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：3Q19 三费分别为 2.83%、4.51%、1.46%



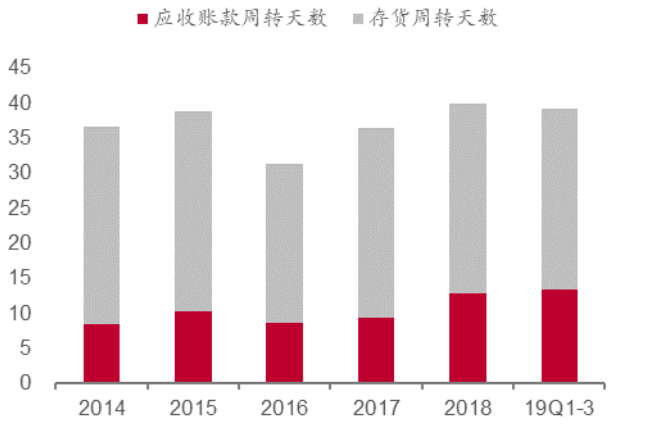
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：19Q1-3 ROE 为 13.04%，同增 1.49PCT



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：19Q1-3 营业周期为 39.17 天，同降 8 天

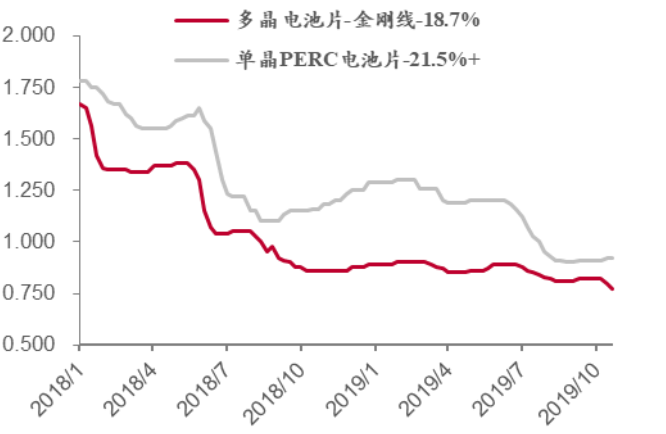


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：硅料价格相对稳定（元/kg）

来源：PV InfoLink，中泰证券研究所

图表 12：单晶 PERC 电池价格略有回升（元/W）



来源：PV InfoLink，中泰证券研究所

图表 13：公司财务数据预测（百万元）

2019年10月25日

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**26,089.2**	**27,535.2**	**36,381.6**	**44,223.9**	**48,939.7**
减:营业成本	21,023.5	22,326.9	28,955.0	34,709.8	38,073.3
营业税费	104.2	111.4	145.5	177.5	196.7
销售费用	830.2	862.7	1,146.0	1,370.9	1,468.2
管理费用	1,550.7	1,038.9	1,873.7	2,233.3	2,447.0
财务费用	156.9	316.0	613.2	931.1	1,138.5
资产减值损失	103.5	47.4	61.6	60.0	56.3
加:公允价值变动收益	1.6	-1.0	0.6	-0.7	0.3
投资和汇兑收益	52.6	75.5	64.4	64.2	68.0
营业利润	**2,436.8**	**2,395.3**	**3,651.6**	**4,804.7**	**5,627.8**
加:营业外净收支	5.5	3.0	39.0	15.8	19.3
利润总额	**2,442.4**	**2,398.3**	**3,690.6**	**4,820.5**	**5,647.1**
减:所得税	400.9	367.3	553.6	723.1	847.1
净利润	**2,012.0**	**2,018.7**	**3,117.0**	**4,060.8**	**4,765.9**
资产负债表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	2,922.9	3,412.1	4,508.3	5,480.1	6,064.4
交易性金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1
应收帐款	1,048.1	1,700.2	1,267.5	2,544.0	1,820.9
应收票据	599.6	1,051.1	549.5	1,641.2	862.5
预付帐款	217.0	228.1	301.6	371.1	360.0
存货	1,767.7	1,585.9	2,527.2	2,586.4	2,992.3
其他流动资产	828.5	767.7	884.3	826.8	826.3
可供出售金融资产	148.8	146.7	150.2	148.6	148.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	149.4	281.6	358.0	440.4	537.4
投资性房地产	98.5	95.2	125.8	132.7	144.1
固定资产	12,192.2	16,766.7	20,563.0	27,341.0	30,413.0
在建工程	1,420.2	8,247.2	10,916.0	14,022.5	18,223.3
无形资产	1,233.5	1,393.5	1,577.0	1,662.4	1,778.4
其他非流动资产	2,922.0	2,807.9	2,797.7	3,093.9	3,102.0
资产总额	**25,548.5**	**38,483.6**	**46,526.3**	**60,291.2**	**67,273.3**
短期债务	4,013.0	5,276.2	12,351.6	14,591.5	19,398.3
应付帐款	2,294.2	4,715.7	1,648.9	6,855.7	3,028.1
应付票据	909.0	2,175.3	270.6	3,185.0	903.6
其他流动负债	2,080.3	6,591.7	4,324.8	4,848.3	5,734.4
长期借款	1,008.4	690.5	5,737.4	5,432.9	7,900.2
其他非流动负债	1,538.6	3,807.7	2,212.5	2,519.6	2,846.6
负债总额	**11,843.5**	**23,257.0**	**26,545.7**	**37,433.1**	**39,811.2**
少数股东权益	**365.6**	**488.9**	**509.0**	**545.6**	**579.8**
股本	3,882.4	3,882.4	3,882.4	3,882.4	3,882.4
留存收益	9,483.7	10,880.4	15,589.3	18,430.2	22,999.9
股东权益	**13,705.0**	**15,226.6**	**19,980.6**	**22,858.2**	**27,462.1**
现金流量表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
净利润	2,041.4	2,031.0	3,117.0	4,060.8	4,765.9
加:折旧和摊销	968.6	1,217.9	1,457.4	2,180.5	2,642.4
资产减值准备	103.5	47.4	-	-	-
公允价值变动损失	-1.6	1.0	0.6	-0.7	0.3
财务费用	241.3	402.9	613.2	931.1	1,138.5
投资收益	-52.6	-75.5	-64.4	-64.2	-68.0
少数股东损益	29.4	12.3	20.0	36.6	34.2
营运资金的变动	-3.3	5,637.4	-8,548.4	6,248.6	-4,101.3
经营活动产生现金	**2,915.8**	**3,099.6**	**-3,404.7**	**13,392.8**	**4,412.0**
投资活动产生现金	**-3,987.7**	**-6,441.6**	**-8,116.4**	**-12,116.6**	**-9,995.8**
融资活动产生现金	**247.9**	**3,277.4**	**12,617.2**	**-304.4**	**6,168.2**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	24.9%	5.5%	32.1%	21.6%	10.7%
营业利润增长率	119.0%	-1.7%	52.4%	31.6%	17.1%
净利润增长率	96.3%	0.3%	54.4%	30.3%	17.4%
EBITDA增长率	62.5%	27.0%	29.0%	38.3%	18.9%
EBIT增长率	88.5%	27.3%	32.3%	34.5%	18.0%
NOPLAT增长率	92.7%	5.9%	57.9%	34.5%	18.0%
投资资本增长率	21.5%	24.8%	89.5%	10.5%	32.1%
净资产增长率	16.1%	11.1%	31.2%	14.4%	20.1%
利润率					
毛利率	19.4%	18.9%	20.4%	21.5%	22.2%
营业利润率	9.3%	8.7%	10.0%	10.9%	11.5%
净利润率	7.7%	7.3%	8.6%	9.2%	9.7%
EBITDA/营业收入	13.4%	16.1%	15.7%	17.9%	19.2%
EBIT/营业收入	9.7%	11.7%	11.7%	13.0%	13.8%
运营效率					
固定资产周转天数	144	189	185	195	212
流动营业资本周转天数	-3	-47	-31	-23	-28
流动资产周转天数	105	105	93	96	97
应收帐款周转天数	14	18	15	16	16
存货周转天数	22	22	20	21	21
总资产周转天数	324	419	421	435	469
投资资本周转天数	171	200	243	276	304
投资回报率					
ROE	15.1%	13.7%	16.0%	18.2%	17.7%
ROA	8.0%	5.3%	6.7%	6.8%	7.1%
ROIC	19.3%	16.9%	21.3%	15.1%	16.2%
费用率					
销售费用率	3.2%	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%
管理费用率	5.9%	3.8%	5.2%	5.1%	5.0%
财务费用率	0.6%	1.1%	1.7%	2.1%	2.3%
三费/营业收入	9.7%	8.1%	10.0%	10.3%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	60.4%	57.1%	62.1%	59.2%
负债权益比	86.4%	152.7%	132.9%	163.8%	145.0%
流动比率	0.79	0.47	0.54	0.46	0.44
速动比率	0.60	0.38	0.40	0.37	0.34
利息保障倍数	16.13	10.20	6.96	6.16	5.94
分红指标					
DPS(元)	0.16	0.16	0.24	0.31	0.37
分红比率	30.9%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	1.2%	1.2%	1.9%	2.4%	2.9%
业绩和估值指标	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EPS(元)	0.52	0.52	0.80	1.05	1.23
BVPS(元)	3.44	3.80	5.02	5.75	6.92
PE(X)	24.8	24.8	16.0	12.3	10.5
PB(X)	3.7	3.4	2.6	2.2	1.9
P/FCF	94.1	57.4	-104.1	19.9	59.4
P/S	1.9	1.8	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.5	7.8	11.0	8.0	7.5
CAGR(%)	26.1%	33.2%	45.3%	26.1%	33.2%
PEG	0.9	0.7	0.4	0.5	0.3
ROIC/WACC	2.2	1.9	2.5	1.7	1.9
REP	1.6	1.0	0.8	1.0	0.8

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。