

# 通威股份 (600438.SH)

## 电池片盈利触底，光伏板块明年盈利有望提升

电池片降价短暂影响三季度盈利，业绩基本符合预期。截至2019年Q3，通威股份实现收入280.25亿元，同比增长31.03%，实现归母净利润22.43亿元，同比增长35.24%；2019年Q3，公司实现收入119.01亿元，同比增长33.32%，实现归母净利润7.92亿元，同比增长7.02%。由于6月以来，国内电池片价格大幅下降，根据PVinfolink报价，电池片价格从7月初的1.12元/w降至9月初的0.9元/w。电池片价格迅速下降影响公司盈利能力，2019年Q3公司单季度毛利率为15.68%，同比下降2.12pcts，环比下降6.18pcts。

**国内外光伏需求环比复苏，电池片价格企稳回升，盈利能力得到改善。**7月10日，国家能源局发布《国家能源局综合司关于公布2019年光伏发电项目国家补贴竞价结果的通知》，2019年国内光伏竞价项目为22.79GW，其中有21.92GW为新建项目。随着新建竞价项目陆续完成前期准备工作，国内竞价项目陆续开始启动，国内需求开始回暖。同时根据智汇光伏统计，前九月国内光伏出口规模约为50GW，同比增长80%，7、8、9月光伏出口数据持续改善。受益于光伏需求环比改善，电池片价格小幅开始回暖，目前电池片均价已经回升至0.92元/w，电池片环节盈利触底反弹。

**多晶硅料陆续放量，产能爬坡即将完成。**根据通威股份半年报，公司新投产的包头和乐山各2.5万吨产能已分别在2019年3月和2019年6月达到100吨/天的产量，随着包头和乐山新项目的提质增效，预计2019年内公司8万吨高纯晶硅产品中单晶料占比可达80%-85%。同时得益于公司自身的技术积累和科研成果，公司新产能的生产成本有望降至4万元/吨以内，具有较强的市场竞争力。产能爬坡完成和高纯度单晶料释放有助于提高公司产能的盈利能力，为后续业绩增长带来支撑。

**业绩预测：**预计公司2019~2021年实现收入351.38/423.01/481.91亿元，实现归属上市公司净利润28.55/37.54/49.33亿元，同比增长41.4%/31.5%/31.4%，对应PE17.5/13.3/10.1倍。

**风险提示：**海外光伏需求不及预期；多晶硅料和电池片价格加速下跌。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,089	27,535	35,138	42,301	48,191
增长率 yoy (%)	24.9	5.5	27.6	20.4	13.9
归母净利润(百万元)	2,012	2,019	2,855	3,754	4,933
增长率 yoy (%)	96.3	0.3	41.4	31.5	31.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.52	0.52	0.74	0.97	1.27
净资产收益率 (%)	14.9	13.3	16.4	18.2	19.7
P/E (倍)	24.8	24.8	17.5	13.3	10.1
P/B (倍)	3.75	3.39	2.94	2.48	2.03

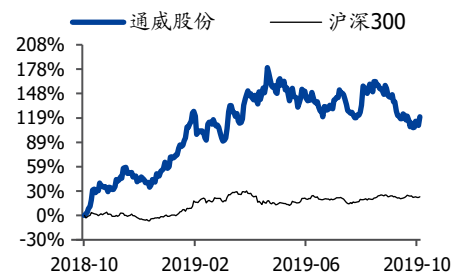
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

### 股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
最新收盘价	12.87
总市值(百万元)	49,968.87
总股本(百万股)	3,882.58
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	17.48

### 股价走势



### 作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

### 相关研究

- 1、《通威股份(600438.SH):上半年业绩高速增长,静候下半年国内需求启动》2019-08-15
- 2、《通威股份(600438.SH):半年报业绩高速增长,全年业绩确定性增强》2019-07-05
- 3、《通威股份(600438.SH):光伏龙头稳步扩张,国内需求即将启动》2019-04-18



## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	7384	8745	9582	10339	10629
现金	2923	3412	2811	2961	3373
应收账款	791	1166	1645	1880	1976
其他应收款	257	0	703	2	801
预付账款	217	228	475	294	582
存货	1768	1586	1904	2259	1446
其他流动资产	1428	2353	2044	2943	2451
<b>非流动资产</b>	18165	29739	38948	47884	55919
长期投资	149	282	294	307	319
固定投资	12192	16767	27159	36233	44205
无形资产	1234	1394	1516	1634	1748
其他非流动资产	4590	11297	9979	9710	9646
<b>资产总计</b>	25548	38484	48530	58223	66548
<b>流动负债</b>	9297	18759	24858	32681	37906
短期借款	4013	5276	10304	16079	21768
应付账款	1871	4128	2850	6030	6322
其他流动负债	3413	9354	11703	10572	9817
<b>非流动负债</b>	2547	4498	6194	4847	3500
长期借款	1008	690	4552	3414	2276
其他非流动负债	1539	3808	1642	1433	1223
<b>负债合计</b>	11843	23257	31052	37528	41405
少数股东权益	366	489	506	529	559
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	5700	5713	5713	5713	5713
留存收益	3784	5168	7160	9774	13212
归属母公司股东收益	13339	14738	16971	20166	24584
<b>负债和股东权益</b>	25548	38484	48530	58223	66548

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	2916	3100	5245	8990	9589
净利润	2041	2031	2872	3776	4963
折旧摊销	969	1218	1838	2778	3696
财务费用	157	316	636	1038	1304
投资损失	-53	-76	-106	-43	-33
营运资金变动	-36	89	4	1441	-342
其他经营现金流	-163	-479	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-3988	-6442	-10942	-11671	-11698
资本支出	4328	7124	12063	9132	8231
长期投资	90	527	-13	0	-13
其他投资现金流	431	1210	1109	-2539	-3480
<b>筹资活动净现金流</b>	248	3277	3497	1879	1090
短期借款	1345	1263	3430	4823	4257
长期借款	623	-318	3862	-1138	-1138
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-28	13	0	0	0
其他筹资现金流	-1692	2320	-3794	-1806	-2028
<b>现金净增加额</b>	-841	-62	-2200	-802	-1019

## 利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	26089	27535	35138	42301	48191
营业成本	21024	22327	27915	33300	37054
营业税金及附加	104	111	141	171	194
营业费用	830	863	1406	1509	1687
管理费用	1551	1039	1707	1826	2080
财务费用	157	316	636	1038	1304
资产减值损失	103	47	62	71	60
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	53	76	106	43	33
<b>营业利润</b>	2437	2395	3376	4430	5845
营业外收入	19	16	93	93	93
营业外支出	13	13	18	18	18
<b>利润总额</b>	2442	2398	3452	4505	5921
所得税	401	367	579	729	958
<b>净利润</b>	2041	2031	2872	3776	4963
少数股东收益	29	12	17	23	30
<b>归属母公司净利润</b>	2012	2019	2855	3754	4933
EBITDA	3689	3944	5899	8309	10909
EPS (元/股)	0.52	0.52	0.74	0.97	1.27

## 主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	24.9	5.5	27.6	20.4	13.9
营业利润 (%)	119.0	-1.7	40.9	31.2	32.0
归属母公司净利润 (%)	96.3	0.3	41.4	31.5	31.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	19.4	18.9	20.6	21.3	23.1
净利率 (%)	7.7	7.3	8.1	8.9	10.2
ROE (%)	14.9	13.3	16.4	18.2	19.7
ROIC (%)	11.3	8.9	9.8	11.0	11.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.4	60.4	64.0	64.5	62.2
净负债比率 (%)	16.9	26.7	75.4	85.4	86.7
流动比率	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	38.2	28.1	25.0	24.0	25.0
应付账款周转率	12.0	7.4	8.0	7.5	6.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.52	0.74	0.97	1.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.00	2.45	1.35	2.32	2.47
每股净资产 (最新摊薄)	3.44	3.80	4.37	5.19	6.33
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	24.8	24.8	17.5	13.3	10.1
P/B	3.75	3.39	2.94	2.48	2.03
EV/EBITDA	14.68	14.8	11.1	8.4	6.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com