

通威股份

600438

审慎增持 (维持)

电池盈利触底，硅料优势扩大

2019年12月01日

市场数据

市场数据日期	2019-11-29
收盘价(元)	13.10
总股本(百万股)	3882.58
流通股本(百万股)	3882.58
总市值(百万元)	50861.86
流通市值(百万元)	50861.86
净资产(百万元)	17207.04
总资产(百万元)	43782.24
每股净资产	4.43

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27535	36335	44418	52524
同比增长	5.5%	32.0%	22.2%	18.2%
净利润(百万元)	2019	2834	3820	4977
同比增长	0.5%	40.4%	34.8%	30.3%
毛利率	18.9%	19.4%	19.8%	19.9%
净利率	7.3%	7.8%	8.6%	9.5%
净资产收益率(%)	13.7%	16.7%	15.2%	15.6%
每股收益(元)	0.52	0.73	0.98	1.28
每股经营现金流(元)	0.80	1.43	2.05	2.58

相关报告

《国内淡季业绩高增，光伏龙头优势验证》2019-08-15

《【兴证电新 通威股份 18 年年报及 19 年一季报点评】逆势试金，未来可期》2019-04-18

《【兴证电新 通威股份 三季报点评】三季报略超预期，淡季满产满销全年业绩无忧》2018-11-03

分析师:

朱玥

zhuyuej@xyzq.com.cn

S0190517060001

陶宇鸥

taoyuou@xyzq.com.cn

S0190519090001

投资要点

- **事件:** 公司发布 19 年三季报，实现营业收入 280.24 亿，同比+31.03%，实现归属母公司净利润 22.43 亿，同比+35.24%，实现扣非归母净利润 20.86 亿元，同比+32.98%。Q3 单季度实现营业收入 119.0 亿元，同比增长 33.52%，实现归属母公司净利润 7.92 亿元，同比增长 7.02%，实现扣非归母净利润 7.0 亿元，同比+3.2%，业绩符合预期。
- **电价价格下跌，Q3 单季度毛利率、净利率下滑。** 公司 19 年前三季度总毛利率/净利率 19.32%、8.0%，分别同增 0.49、0.24pct。2019Q3 单季度毛利率/净利率为 15.68%、6.66%，环降 6.18pct、2.98pct。电池价格低位，预计公司 Q3 多晶毛利率 20%，单晶毛利率 10%-15%，持续保持盈利。估算非硅成本 0.23-0.25 元/W，未来随着大尺寸产品比例提升，非硅成本有望进一步下降，有望向 0.2 元/W 靠近。19 前三季度费用率增至 10.24%，同比增加 0.99 个百分点，其中销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别同-0.47、+0.12、+0.57、+0.77pct。
- **现金流优良，营业周期降低。** 19 年前三季度经营活动现金流净流入达 21.7 亿元，同增 4.24 亿元(+24.5%)。前三季度公司存货/应收账款周转天数分别为 25.85、13.31 天，同比分别降 5.69、2.38 天。公司销售回款情况、现金流情况均大幅改善。
- **电池或迎反弹，新增低成本产硅料竞争力十足。** 单晶 PERC 电池龙头企业毛利率已跌至仅 10% 左右，国内需求延期将会延续到 19Q4、20Q1，对需求有所支撑，单晶盈利或有好转。硅料方面，内蒙通威等新产能成本低于 4 万元/吨，完全成本不到 5 万元/吨，公司成本优势望巩固。
- **投资建议:** 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.73 元、0.98 元、1.28 元，对应(11 月 29 日)估值分别为 17.9 倍、13.3 倍、10.2 倍，予以审慎增持评级。

风险提示: 1、光伏装机不及预期; 2、国际贸易摩擦加剧; 3、原材料价格大幅波动; 4、公司产能投放不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8745	12190	15378	18170
货币资金	3412	4775	6077	7186
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1166	1643	2090	2472
其他应收款	535	748	952	1126
存货	1586	2220	2824	3340
非流动资产	29739	39432	48407	56867
可供出售金融资产	147	147	147	147
长期股权投资	282	282	282	282
投资性房地产	95	95	95	95
固定资产	16754	30243	39336	47150
在建工程	8367	3673	2735	2547
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1394	1510	1627	1744
资产总计	38484	51622	63785	75037
流动负债	18759	28955	31667	34858
短期借款	5276	11935	11373	10861
应付票据	2175	2870	3509	4149
应付账款	4128	5118	6256	7398
其他	7179	9032	10529	12450
非流动负债	4498	5213	6445	7629
长期借款	690	990	1290	1590
其他	3808	4222	5154	6038
负债合计	23257	34168	38112	42487
股本	3882	3882	3882	3882
资本公积	5713	5713	10403	12280
未分配利润	4755	6826	10179	14952
少数股东权益	489	505	525	548
股东权益合计	15227	17455	25674	32550
负债及权益合计	38484	51622	63785	75037

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2031	2834	3820	4977
折旧和摊销	1169	1254	1895	2423
资产减值准备	47	56	61	52
无形资产摊销	49	49	49	49
公允价值变动损失	1	-1	-1	-1
财务费用	403	628	859	735
投资损失	-76	-76	-92	-109
少数股东损益	12	16	20	23
营运资金的变动	89	-1670	-1604	-2339
经营活动产生现金流量	3100	5567	7963	10004
投资活动产生现金流量	-6442	-10294	-10260	-10244
融资活动产生现金流量	3277	6090	3599	1349
现金净变动	-62	1363	1301	1109
现金的期初余额	2490	3412	4775	6077
现金的期末余额	2428	4775	6077	7186

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535	36335	44418	52524
营业成本	22327	29268	35615	42090
营业税金及附加	111	147	180	204
销售费用	863	1095	1229	1392
管理费用	1039	1956	2196	2487
财务费用	316	628	859	735
资产减值损失	47	61	70	77
公允价值变动	-1	-1	-1	-1
投资收益	76	76	92	109
营业利润	2395	3254	4360	5648
营业外收入	16	16	16	16
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	2398	3257	4363	5651
所得税	367	407	524	650
净利润	2031	2850	3840	5001
少数股东损益	12	16	20	23
归属母公司净利润	2019	2834	3820	4977
EPS(元)	0.52	0.73	0.98	1.28

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	5.5%	32.0%	22.2%	18.2%
营业利润增长率	-1.6%	35.9%	34.0%	29.5%
净利润增长率	0.5%	40.4%	34.8%	30.3%
盈利能力				
毛利率	18.9%	19.4%	19.8%	19.9%
净利率	7.3%	7.8%	8.6%	9.5%
ROE	13.7%	16.7%	15.2%	15.6%

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
偿债能力				
资产负债率	60.4%	66.2%	59.7%	56.6%
流动比率	0.47	0.42	0.49	0.52
速动比率	0.38	0.34	0.40	0.43

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营运能力				
资产周转率	86.0%	80.6%	77.0%	75.7%
应收帐款周转率	24.44	22.96	21.18	20.49

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.73	0.98	1.28
每股经营现金	0.80	1.43	2.05	2.58
每股净资产	3.80	4.37	6.48	8.24

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
估值比率(倍)				
PE	25.2	17.9	13.3	10.2
PB	3.5	3.0	2.0	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn