

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

通威股份(600438)

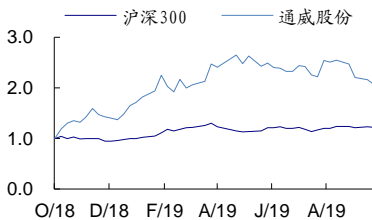
增持

2019年三季报业绩点评

(维持评级)

2019年10月28日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,883/3,883
总市值/流通(百万元)	47,562/47,562
上证综指/深圳成指	2,941/9,568
12个月最高/最低(元)	16.60/5.46

相关研究报告:

- 《通威股份-600438-2019年中报业绩点评:上半年业绩超预期,下半年关注产业链价格反弹》——2019-08-15
- 《通威股份-600438-2018年年报及一季度业绩预告点评:18年符合预期,19年扬帆前行》——2019-04-18
- 《通威股份-600438-不惧短期价格回调,光伏龙头价值仍被低估》——2019-04-16
- 《通威股份-600438-2017年业绩预告点评:高速增长兑现,未来成长周期启动》——2018-01-09
- 《通威股份-600438-重大事件快评:持股计划彰显高管信心》——2017-12-18

证券分析师:方重寅

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002
 联系人:李恒源
 E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

三季报业绩略超预期,“光伏硅料+电池片”持续领先

● 公司2019年三季报略超预期,三季报归母净利润增速超35%

2019年三季报实现营业收入280.25亿(+31.03%),归母净利润为22.43亿(+35%),19年三季度高效单晶电池加速投产叠加国内需求阶段性空窗,高效单晶电池片价格均有较大幅度回落,倚靠全球第一大电池片生产商的产能及非硅成本双领先,三季报业绩略超预期。三季度单季度实现收入119.91亿元,同比增长33352%;归母净利润7.92亿元,同比增长7.2%。

● 电池非硅成本进一步降低,期待2020年电池供求关系阶段性改善

公司电池片产能达到12GW(高效单晶9GW),2019上半年通威太阳能分别实现电池片6GW产量,同比增长约97%,贡献净利润近9.77亿元,同比增长近193%。电池片价格三季度承压,系全行业PERC电池产能快速扩张叠加下游需求阶段性断档,四季度及明年上半年,关注国内新增装机爆发及组件厂商进入存货周期,电池片价格或将维稳或小幅反弹。目前公司非硅成本预计0.25元/W,随着目前成都四期3.8GW爬坡达产,19年底将实现PERC电池产能17GW,电池总产能20GW。同时,随着产能释放及转换效率的提升,公司非硅成本将进一步摊薄,全球电池片龙头成本同步领先。

● 多晶硅产能释放进行中,未来多晶硅料价格将维稳或小幅提升

下半年随着装机需求的启动,行业内明年将鲜有多晶硅料产能投放,预计多晶硅料短期进入紧平衡状态,价格平稳或将小幅回暖。公司上半年硅料出货量2.28万吨,同比增长162.85%,但由于上半年硅料价格同比下跌40-50%、新产能爬坡期间多晶料占比高以及成本高的原因,上半年硅料仅贡献利润净利润0.4-0.5亿元。而同时,2019-2020年,通威与隆基、中环合计签订12.05万吨多晶硅,公司产能消纳将得以保证,随着包头、乐山新产能逐步满产,公司现金成本领先优势将持续扩大。

● 风险提示

国内光伏政策落地不及预期;海外需求不及预期。

● 投资建议:维持“增持”评级

公司正处历史估值低点,估值上修的空间和弹性较大。综合相对估值与绝对估值,我们认为公司合理估值区间为15.75-18.75元/股,维持“增持”的投资评级。

盈利预测和财务指标

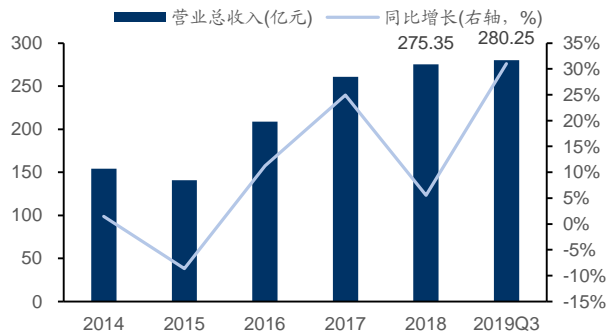
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27,535	38,470	47,121	58,902
(+/-%)	5.5%	39.7%	22.5%	25.0%
净利润(百万元)	2019	3096	4089	4884
(+/-%)	0.3%	53.4%	32.1%	19.5%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.80	1.03	1.20
EBIT Margin	11.6%	10.7%	11.5%	10.7%
净资产收益率(ROE)	13.7%	16.2%	18.0%	18.2%
市盈率(PE)	26.6	15.4	11.9	10.2
EV/EBITDA	17.5	11.7	9.5	8.5
市净率(PB)	3.64	2.49	2.15	1.86

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

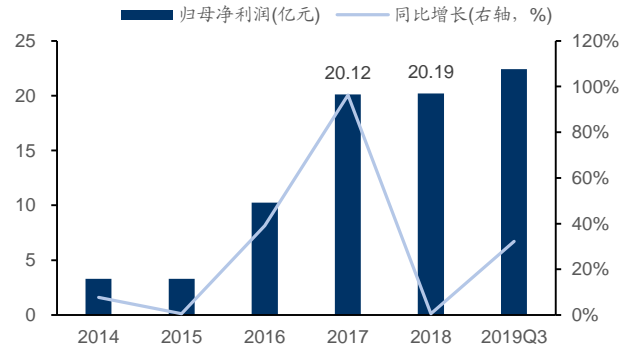
2019年三季报实现营业收入 280.25 亿 (+31.03%)，归母净利润为 22.43 亿 (+35%)。19年三季度高效单晶电池加速投产叠加国内需求阶段性空窗，高效单晶电池片价格均有较大幅度回落，倚靠全球第一大电池片生产商的产能及非硅成本双领先，三季报业绩略超预期。三季度单季度实现收入 119.91 亿元，同比增长 33352%；归母净利润 7.92 亿元，同比增长 7.2%。

图 1：2014-2019Q3 公司营业收入（亿，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2014-2019Q3 公司归母净利润（亿，%）

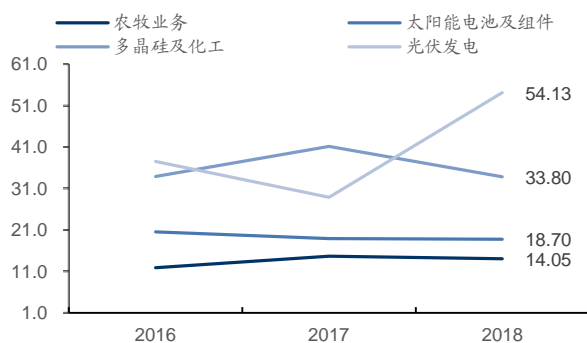


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2019 上半年通威太阳能分别实现电池片 6GW 产量，同比增长约 97%，贡献净利润近 9.77 亿元，同比增长近 193%。公司电池片产能达到 12GW（高效单晶 9GW）。电池片价格三季度承压，系全行业 PERC 电池产能快速扩张叠加下游需求阶段性断档，下半年关注国内新增装机爆发及组件厂商进入存货周期，电池片价格或将维稳或小幅反弹。目前公司非硅成本预计 0.25 元/W，随着上半年新开工成都四期 3.8GW 及峨眉高效电池产能，预计 19 年底 PERC 电池产能 17GW，电池总产能 20GW。同时，随着产能释放及转换效率的提升，公司非硅成本将进一步摊薄，全球电池片龙头成本同步领先。

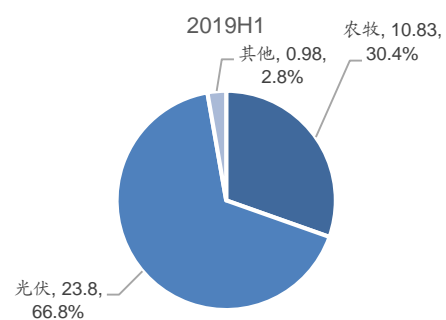
上半年硅料出货量 2.28 万吨，同比增长 162.85%，但由于上半年硅料价格同比下跌 40-50%、新产能爬坡期间多晶料占比高以及成本高的原因，上半年硅料仅贡献利润净利润 0.4-0.5 亿元。而下半年随着装机需求的启动，及多家厂商检修，预计多晶硅料短期进入紧平衡状态，价格或将小幅回暖。同时，2019-2020 年，通威与隆基、中环合计签订 12.05 万吨多晶硅。公司产能消纳将得以保证。随着包头、乐山新产能逐步满产，公司现金成本领先优势将持续扩大。

图 3：2016-2018 公司各业务毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2019H1 年公司各业务毛利占比（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

低成本新产能集中投产，将加速淘汰落后产能。2018 年三、四季度，通威 3 万吨、保利 6 万吨产能投产，全行业 2019 年底，现金成本小于 4 万/吨的全新产能规模将达到 25.64 吨（此类产能有效产能能达到名义产能的 1.2 倍），需求不变的情况下这将直接挤出现金成本落后的产能。

表 1: 通威与国内外企业生产成本拆分

		2018 年底					2019 年中					2019 年底				
		现金成本 (万/吨)	<4 万 /吨	4 万 -5 万 /吨	5 万 -7 万 /吨	>7 万 /吨	合计	<4 万 /吨	4 万 -5 万 /吨	5 万 -7 万 /吨	>7 万/ 吨	合计	<4 万/ 吨	4 万-5 万/ 吨	5 万-7 万 /吨	>7 万/ 吨
一类 (新 产能 + 低 电 价)	通威股份	3.6	3				3	6			6	6				6
	保利协鑫	2.8	6				6	6			6	6				6
	东方希望	3.6	1.8				1.8	3.6			3.6	3.6				3.6
	新特能源	4.5	4.32				4.32	4.32			4.32	8.64				8.64
	大全新能源	4.2	1.4				1.4	1.4			1.4	1.4				1.4
	通威永祥	4.6		2			2		2		2		2			2
	大全新能源 老产能	4.78		1.8			1.8	1.8			1.8		1.8			1.8
	洛阳中硅	6.1			2		2		2		2			2		2
	美国瓦克				2		2		2		2			2		2
	内蒙古盾安 光伏	4.78		1.5			1.5		1.5		1.5		1.5			1.5
二类 (低 电价 + 技 改产 能)	青海亚洲硅 业	6.2			1.5		1.5		1.5		1.5			1.5		1.5
	江西赛维				1		1		1		1			1		1
	眉山瑞能				0.6		0.6		0.6		0.6			0.6		0.6
	宜昌南玻				0.8		0.8		0.8		0.8			0.8		0.8
	云南云芯	6.3			0.6		0.6		0.6		0.6			0.6		0.6
	神舟硅业				0.5		0.5		0.5		0.5			0.5		0.5
	鄂尔多斯	5.5			0.8		0.8		0.8		0.8			0.8		0.8
	内蒙东立				0.6		0.6		0.6		0.6			0.6		0.6
三类 (高 电价 + 技 改产 能)	江苏中能 (自备电)	5.8			4		4		4		4			4		4
	江西赛维	7.09				2	2		2		2			2		2
	江苏康博	5.9			1		1		1		1			1		1
	江苏中能 (外购电)	7.4				3	3		3		3			3		3
	韩国 OCI	7.5				5.2	5.2		5.2		5.2			5.2		5.2
	德国瓦克	7.6				6	6		6		6			6		6
	Hemelock					2	2		2		2			2		2
河南恒星	7.09				1	1		1		1			1		1	
合计		16.5	5.3	15.4	19.2		21.3	5.3	15.4	19.2		25.6	5.3	15.4	19.2	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司多晶硅现金成本低廉，保障产能高效运转。在产能过剩背景下，市场价格将不断下行。当市场价格跌破现金成本时，产能被迫停产。根据测算，公司包头、乐山新产能现金成本约 29.19 元/kg、32.26 元/kg，永祥老产能在 17 年现金成本为 44.92 元/kg，18 年电价优惠政策使得现金成本降至 39.08 元/kg，公司产能、现金成本在行业内处于领先水平。

表 2: 通威多晶硅现金成本、生产成本拆解 (单位: 元/kg)

乐山: 老产线 2 万吨产能, 18 年产量 1.9 万吨		包头: 2.5 万吨产能, 预计实际销量 3 万		乐山: 2.5 万吨产能, 预计实际销量 3 万	
2018 (老产线)		2018 (包头新产线)		2018 (乐山新产线)	
电费	21.00	电费	13.17	电费	16.50
量 (/KG)	60.00	量 (/KG)	57.28	量 (/KG)	55.00
价格 (元/KG)	0.35	价格 (元/KG)	0.23	价格 (元/KG)	0.30
蒸汽	2.31	蒸汽	1.92	蒸汽	1.67
量 (/KG)	18.00	量 (/KG)	15.00	量 (/KG)	13.00
价格 (元/KG)	0.13	价格 (元/KG)	0.13	价格 (元/KG)	0.13
金属硅	11.79	金属硅	10.97	金属硅	10.97
量 (/KG)	1.15	量 (/KG)	1.07	量 (/KG)	1.07
价格 (元/KG)	10.26	价格 (元/KG)	10.26	价格 (元/KG)	10.26
人力及其他	3.98	人力及其他	2.30	人力及其他	2.30
现金成本	39.08	现金成本	28.37	现金成本	31.44
折旧	13.28	折旧	8.00	折旧	8.00
生产成本	52.36	生产成本	36.37	生产成本	39.44

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测整理

投资评级与建议: 电池片业务持续领先, 估值处于行业中下水平, 维持“增持”的投资评级

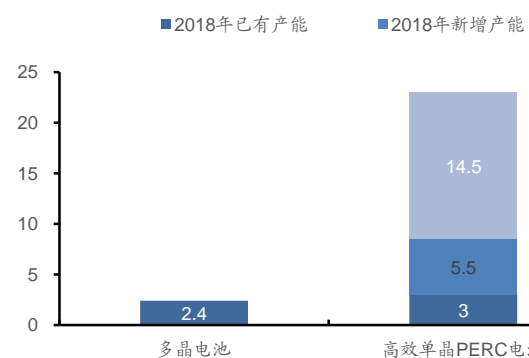
公司为全球第一大电池生产商, 成本及产能持续领先。2018 年 11 月成都三期 3.2GW 投产, 合肥二期 2.3GW 高效晶硅电池产能于 19 年一季度投产, 公司电池产能达到 10.9GW。新产能持续投放将进一步拉动太阳能电池加工成本持续下降, 公司盈利能力和竞争优势将进一步增强。在未来 PERC 电池的大趋势下, 公司将成为 PERC 电池的主要生产企业, 而其他主流电池企业产能扩张较慢, 公司在 2018 年成为全球第一大电池生产企业。

高效电池产能全线释放, 新产能开工在即。公司成都 3.2GW、合肥 2.3GW 单晶 PERC 电池片产能分别于 2018 年 11 月、2019 年 1 月投产, 公司电池片产能达到 12GW (高效单晶 9GW)。目前公司非硅成本预计 0.23 元/W, 随着 19 年 3 月新开工成都四期 3.8GW 及峨眉 10GW 高效电池产能, 预计 19 年底 PERC 电池产能 17GW, 电池总产能 20GW, 非硅成本将进一步摊薄。

表 3: 通威非硅成本领先行业 (¥/W)

梯队区间	公司	电池片非硅成本 (元/W)
第一梯队	通威股份	0.2-0.25 元
	隆基股份泰州产线、爱旭	0.25-0.30 元
第二梯队	晶科、晶澳、天合、阿特斯、新	0.35 元左右
	电池产线展宇、平煤等新产线	
第三梯队	其他国内厂商	0.4-0.45 元
第四梯队	英利、海润、台湾电池工厂	0.6 元

数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

图 5: 扩产后通威电池产能结构 (GW)


资料来源: 中国光伏行业协会、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司估值低于同业平均水平。通威股份是全球光伏“电池片+硅料”双龙头, 预计

公司 2019-2021 年净利润分别为 30.96/40.89/48.84 亿元，分别同比增长 53.4%/32.1%/19.5%，对应的 EPS 为 0.73/1.03/1.41 元，PE 分别为 13.6/9.6/7.1 倍。

选取跟通威股份业务类似或上下游同行业可比公司，根据 wind 一致预期数据，2019 年行业市盈率均值为 19.69 倍，我们预测通威对应的估值 15.4 倍，低于行业估值中枢水平。根据国信估值模型中 19 年 EPS 预测 0.80 元/股，公司估值应在 15.75 元/股；结合 FCFE 绝对估值，我们认为公司估值合理区间为 15.75-18.75 元/股，维持“增持”的评级。

表 4：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	收盘价 (2019/8/14)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	
300457.SZ	阳光电源	15.81	31.26	494.18	0.56	0.81	1.01	17.2	11.4	8.8	买入
002129.sz	中环股份	3.76	25.15	94.56	0.23	0.44	0.63	44.00	23.92	16.67	买入
603668.sh	天马科技	27.85	11.57	322.24	0.36	0.47	0.61	28.10	21.55	16.48	未评级
平均								30.43	19.69	14.68	-
600438.SH	通威股份	38.83	12.25	475.62	0.52	0.80	1.03	23.6	15.4	11.9	增持

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3412	3753	4129	4541	营业收入	27535	38470	47121	58902
应收款项	2751	3162	3873	4841	营业成本	22327	30760	37292	47121
存货净额	1586	2486	2786	3669	营业税金及附加	111	155	190	237
其他流动资产	996	1466	1750	2216	销售费用	863	1539	1956	2400
流动资产合计	8745	10867	12537	15268	管理费用	1039	1887	2285	2851
固定资产	25122	30869	35921	40445	财务费用	316	440	537	465
无形资产及其他	1394	1339	1284	1229	投资收益	76	76	67	68
投资性房地产	2942	2942	2942	2942	资产减值及公允价值变动	(48)	(71)	(63)	(71)
长期股权投资	282	396	482	575	其他收入	(511)	0	0	0
资产总计	38484	46414	53167	60459	营业利润	2395	3695	4866	5824
短期借款及交易性金融负债	6785	16323	12978	14023	营业外净收支	3	8	8	8
应付款项	6304	2364	6551	5968	利润总额	2398	3702	4874	5832
其他流动负债	5670	3214	3879	4916	所得税费用	367	587	760	917
流动负债合计	18759	21902	23408	24907	少数股东损益	12	19	25	30
长期借款及应付债券	690	(1187)	(1814)	(2441)	归属于母公司净利润	2019	3096	4089	4884
其他长期负债	3808	6077	8346	10615					
长期负债合计	4498	4890	6532	8175	现金流量表 (百万元)				
负债合计	23257	26792	29941	33082	净利润	2019	3096	4089	4884
少数股东权益	489	500	515	532	资产减值准备	(56)	33	13	13
股东权益	14738	19121	22711	26845	折旧摊销	1212	2204	2927	3448
负债和股东权益总计	38484	46414	53167	60459	公允价值变动损失	48	71	63	71
					财务费用	316	440	537	465
					营运资本变动	8369	(5874)	5840	417
					其它	63	(22)	1	5
					经营活动现金流	11654	(492)	12934	8839
					资本开支	(12459)	(8001)	(8001)	(8001)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(12591)	(8116)	(8087)	(8094)
					权益性融资	92	0	0	0
					负债净变化	(318)	623	623	623
					支付股利、利息	(936)	(1212)	(1749)	(2001)
					其它融资现金流	3842	9538	(3346)	1046
					融资活动现金流	1426	8949	(4472)	(332)
					现金净变动	489	341	375	413
					货币资金的期初余额	2923	3412	3753	4129
					货币资金的期末余额	3412	3753	4129	4541
					企业自由现金流	(172)	(8198)	5324	1167
					权益自由现金流	3352	1594	2147	2444

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.52	0.80	1.03	1.20
每股红利	0.24	0.31	0.44	0.49
每股净资产	3.80	4.93	5.70	6.57
ROIC	13%	12%	13%	15%
ROE	14%	16%	18%	18%
毛利率	19%	20%	21%	20%
EBIT Margin	12%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	16%	16%	18%	17%
收入增长	6%	40%	22%	25%
净利润增长率	0%	53%	32%	19%
资产负债率	62%	59%	57%	56%
息率	1.7%	2.3%	3.3%	3.7%
P/E	26.6	17.3	13.5	11.6
P/B	3.6	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.5	12.7	10.2	9.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032