

强烈推荐-A (维持)

通威股份 600438.SH

目标估值: 15.5-16.5 元

当前股价: 12.87 元

2019 年 10 月 26 日

电池、硅料盈利水平都已见底

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	388258
已上市流通股(万股)	388258
总市值(亿元)	476
流通市值(亿元)	476
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	59.6%
主要股东	通威集团有限公司
主要股东持股比例	51.47%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通威股份(600438)——电池片盈利有望见底, 硅料将全面放量》2019-08-19
- 2、《通威股份(600438)——业绩高速增长, 硅料、电池片产能快速投放》2019-04-19
- 3、《通威股份(600438)——业绩符合预期, 发布股份回购计划》2018-10-28

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

刘晓飞

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn
S1090517070005

公司发布三季报, 2019 年前三季度公司收入、归上净利、扣非归上净利分别为 280 亿、22.4 亿、20.9 亿元, 同比分别增长 31%、35%、33%。其中 Q3 收入、归上净利、扣非归上净利分别同比增长 33%、7%、3%。Q3 国内装机不及预期导致电池片价格较大幅度下跌, 目前二线电池片公司已不盈利, 预计未来电池片行业盈利状况应会有所回归, 同时公司明年通过导入大硅片和效率提升还有望实现一定的成本下降。公司新硅料基地今年如期投产, 新产线致密料比例、综合成本都有大的进步, 随着新产线爬坡放量综合成本可能继续降低。硅料在 Q2 快速降价后, 行业存量老产能也已开始亏损。综上, 公司明年硅料产能将充分释放, 电池片出货也将有大的增长, 量的增长将带来相应的业绩增量, 维持“强烈推荐-A”评级与 15.5-16.5 元目标价。

- 业绩基本符合预期。2019 年前 3 季度公司收入、归上净利、扣非归上净利分别为 280 亿、22.4 亿、20.9 亿元, 同比分别增长 31%、35%、33%。其中 Q3 收入、归上净利、扣非归上净利分别为 119 亿、7.9 亿、7 亿元, 同比分别增长 33%、7%、3%。业绩基本符合预期。
- 分项业务拆分。估算公司 Q3 电池片出货 3.5GW 左右, 单晶电池片盈利降低到 0.04 元/瓦, 多晶电池净利 0.06 元/瓦, 电池片板块贡献利润 1.7-1.9 亿元。公司乐山和包头硅料新厂 Q3 达产, 估算 Q3 产销量约 1.5 万吨, 平均单吨净利润 0.8 万元/吨, 贡献净利 1.3-1.4 亿元。农牧板块贡献净利润约 3 亿元, 同比有所下降主要是向客户让利。公司目前电站装机近 1.5GW, 估算 Q3 贡献净利润 0.6 亿元。
- 扩张产能陆续达产, 电池片盈利触底, 硅料随着后续放量盈利将回升。随着硅料与电池片产能上半年陆续投产, 公司固定资产净额剧增至达 248 亿元, 目前 9 亿元在建工程主要是电池片项目, 但不排除公司后续继续推进硅料扩产。公司今年底电池片有效产能将接近 20GW, 目前二线电池片公司多数已不盈利; 公司硅料考虑过载能力的可达产能年底估算近 9.5 万吨, 硅料是化工业态, 格局也已比较清晰, 存量老产能多数已在亏损, 公司新产线有显著的成本优势且还有一定优化空间。因此综合来看, 公司电池片盈利情况已在底部, 硅料盈利水平还会有所提振, 故其产品放量将带来相应增长。
- 投资建议: 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价为 15.5-16.5 元。
- 风险提示: 国内装机不及预期。海外需求不及预期。新技术冲击。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	26089	27535	39651	44805	51526
同比增长	25%	6%	44%	13%	15%
营业利润(百万元)	2437	2395	3428	4088	5175
同比增长	119%	-2%	43%	19%	27%
净利润(百万元)	2012	2019	2813	3351	4237
同比增长	96%	0%	39%	19%	26%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.72	0.86	1.09
PE	24.8	24.8	17.8	14.9	11.8
PB	3.7	3.4	2.8	2.5	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、三季度财务简析	3
二、公司经营与业务拆分	6
2.1 电池板块：盈利见底，在建产能即将投放	6
2.2 硅料板块：新产能成本超预期，随着放量盈利情况将有提升	8
2.3 农牧板块：价格战延续	10
2.4 光伏电站：装机和盈利稳步增长	10
三、投资建议	11
风险提示：	11

图表目录

图 1：通威股份历史 PE Band	11
图 2：通威股份历史 PB Band	11
表 1：业绩摘要	3
表 2：分项业务情况	4
表 3：盈利指标	4
表 4：收入质量指标	4
表 5：实际购买支出测算	4
表 6：资产周转情况	4
表 7：负债情况	5
表 8：电池产能明细	6
表 9：PERC 电池产能展望 (GW)	6
表 10：电池产销量明细	7
表 11：单晶电池盈利测算	7
表 12：多晶电池盈利测算	8
表 13：硅料产能	9
表 14：2019 年全球主要多晶硅产能投放情况	9
表 15：硅料分部测算	9
表 16：饲料板块	10
表 17：电站板块盈利测算	10
表 18：分版块净利预测	11
附：财务预测表	12

一、三季度财务简析

业绩基本符合预期。2019年前3季度公司收入、归上净利、扣非归上净利分别为280亿、22.4亿、20.9亿元，同比分别增长31%、35%、33%。

其中Q3收入、归上净利、扣非归上净利分别为119亿、7.9亿、7亿元，同比分别增长33%、7%、3%。业绩基本符合预期。

Q3公司综合毛利率16%，同比下降2PCT，环比下降6PCT，主要系电池片价格大幅调整的影响，同时，Q3公司农业板块对客户让利，盈利情况也有所下降。

前三季度，公司赊销比19%略有上升，经营性现金流净额与利润比值95%稍有下降，前三季度公司经营净现金净额21.7亿元，与税后利润比约95%。公司负债率提升2.5个百分点，如不考虑可转债的带息负债，与去年同期基本相当，总体看，公司报表质量还比较健康。

过去一年公司硅料、电池片大扩张，今年三季度公司固定资产达到248亿元，较上年同比增长83%；目前在建工程9.3亿元，同比下降83%，主要系新建硅料厂和电池厂投产转固，如果公司不启动硅料再扩产，后续资本开支强度会显著降低。

表 1：业绩摘要

百万元	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动 (%)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
营业总收入	21,387	28,025	31	8,926	11,901	33
营业成本	17,359	22,610	30	7,337	10,034	37
毛利润	4,027	5,415	34	1,589	1,866	17
营业税金及附加	78	84	8	24	29	18
销售费用	688	772	12	255	336	32
管理费用	684	931	36	180	338	88
财务费用	229	515	125	100	174	74
研发费用	376	654	74	131	198	51
资产减值损失	71	-1	-102	34	-0	-101
信用减值损失	-	-32		-	39	
其他收益	-	-		-	-	
公允价值变动净	13	7	-49	7	8	9
投资净收益	76	82	8	4	24	457
资产处置收益	-	36		-	-	
汇兑净收益	-	-		-	-	
营业利润	2,042	2,709	33	895	974	9
加：营业外收入	15	18	20	5	11	135
减：营业外支出	8	10	29	3	7	140
利润总额	2,050	2,718	33	897	978	9
所得税	373	438	17	153	158	4
净利润	1,677	2,280	36	745	820	10
少数股东损益	17	37	114	4	28	555
归上净利润	1,660	2,243	35	740	792	7
非经常性损益	91	157	72	62	92	49
扣非归上净利	1,568	2,086	33	678	700	3
主要比率(%)			PCT 变动	-	-	PCT 变动
毛利率	19	19	0	18	16	-2
销售费用率	3	3	-0	3	3	-0
管理费用率	3	3	0	2	3	1
研发费用率	2	2	1	1	2	0

百万元	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动 (%)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
财务费用率	1	2	1	1	1	0
经营利润率	10	10	0	10	8	-2
销售净利率	8	8	0	8	7	-1
所得税率	22	19	-3	20	19	-1

资料来源: wind、招商证券

表 2: 分项业务情况

百万元	2018H1	2019H1	同比
营业总收入	12,461	16,124	29.40%
农牧业务	6,943	9,992	43.91%
光伏业务	5,294	8,159	54.11%
其他业务	224	225	0.70%
内部抵消	-0.64	-2,251	
(%)			PCT 变动
综合毛利率	19.57	22.01	2.44
农牧业务	14.02	10.83	-3.19
光伏业务	27.04	29.17	2.13
其他业务	14.81	43.74	28.93

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 盈利指标

	2016	2017	2018	PCT 同比	2018Q1-3	2019Q1-3	PCT 同比
ROE	14.38	16.07	14.43	-1.64	11.95	14.39	2.44
ROA	7.45	8.70	6.34	-2.35	5.58	5.54	-0.04
ROIC	11.29	12.05	9.96	-2.09	9.22	9.90	0.68

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 收入质量指标

百万元	2016	2017	2018	同比(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比(%)
赊销比	5.5	5.3	8.1	2.7	13.3	18.7	5.4
存货营收占比	6.6	6.8	5.8	-1.0	10.7	9.8	-0.9
商品劳务获现金营收比例	93.7	77.5	77.2	-0.2	77.1	73.7	-3.4
经营现金流税后净利润比	237.6	142.8	152.6	9.8	103.8	95.0	-8.8

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 实际购买支出测算

百万元	2016	2017	2018	同比(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比(%)
预付款	202	217	228	5	385	548	43
预收款	943	962	1,187	23	909	1,528	68
应付账款	1,623	1,871	4,128	121	-	3,834	
应付票据	690	909	2,175	139	-	3,488	
存货	1,380	1,768	1,586	-10	2,288	2,744	20
购买商品支付现金	15,183	15,000	15,416	3	12,459	16,029	29

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 资产周转情况

百万元	2016	2017	2018	同比(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比(%)
营业收入	20,884	26,089	27,535	6	21,387	28,025	31
固定资产	8,681	12,185	16,754	37	13,564	24,759	83
无形资产	1,199	1,234	1,394	13	1,256	1,642	31
在建工程	1,596	1,420	8,367	489	-	929	
收入/(固定+无形)	2.1	1.9	1.5	-22	1.4	1.1	-26

敬请阅读末页的重要说明

百万元	2016	2017	2018	同比(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比(%)
税后净利润	1,023	2,041	2,031	-1	1,677	2,280	36
经营性现金流	2,432	2,916	3,100	6	1,741	2,165	24
构建长期资产支付	3,560	4,328	7,124	65	5,179	2,797	-46

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：负债情况

百万元	2016	2017	2018	同比	2018Q1-3	2019Q1-3	同比
资产负债率(%)	44.8	46.4	60.4	14.1	57.1	59.6	2.5
短期借款	2,668	4,013	5,276	31	4,719	4,398	-7
一年到期非流动负债	1,266	224	1,509	572	948	913	-4
应付债券	0	0	0		0	4168	
长期借款	385	1,008	690	-32	1,008	1,921	91
长期应负债	1,069	1,256	3,420		2,971	2,396	

资料来源：wind、招商证券

二、公司经营与业务拆分

2.1 电池板块：盈利见底，在建产能即将投放

电池片出货如期增长。公司当前电池产能 11.5GW，实际产能利用率在 120%左右，合肥和成都三期经过上半年爬坡后已经处于满产状态，成都四期 3.8GW 产能预计 11 月投产，该线兼容了 M6 硅片，如果使用 M6 硅片，产能将达到 5GW，到年底公司电池实际产能将接近 20GW。眉山一期 3.8GW 产能原本设计的 M2 硅片，中环推出 M12 硅片后，该产线改为兼容 M12 硅片，如果 M12 硅片可以顺利导入，该产线实际产能将达到 7-8GW，预计明年 Q2 投产，明年公司产能将达到 28GW。

估算三季度电池产量约 3.5GW，其中单晶 2.7GW，多晶 0.8GW，环比增加 3%。

表 8：电池产能明细

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020	开工日期	投产日期	资本开支-亿元
合肥多晶	2.4	2.4	3.0	3.0	3.2		收购	
合肥单晶			2.3	3.2	3.2	2017/11/8	2018/11/28	15.00
成都一期	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2015/11/18	2016/6/30	15.00
成都二期		2.0	2.0	2.0	2.0	2017/2/18	2017/9/20	15.00
成都三期			3.2	3.2	3.2	2018/5/17	2018/11/18	18.00
成都四期				5.0	5.0	2019/3/1	2019/11/15	20.50
眉山一期					7.5	2019/3/1	2020/5/15	50.00
设计产能	3.4	5.4	11.5	17	25			
有效产能			12	20	28			

资料来源：wind、招商证券

表 9：PERC 电池产能展望 (GW)

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q4E
韩华	6.5	6.5	7.0	7.7	7.8
通威	9.0	9.0	9.0	9.0	13.4
阿特斯	4.7	6.8	7.8	8.8	9.3
隆基	4.0	4.0	7.0	10.6	10.6
爱旭	4.5	5.8	5.8	7.8	9.6
晶科	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
天合	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
晶澳	4.2	4.2	5.5	5.5	5.5
平煤	2.0	2.0	2.0	3.0	4.0
苏州润阳	2.0	2.0	4.0	4.0	4.0
尚德	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
东方日升	3.0	3.0	4.0	6.0	6.0
URE	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
正泰	1.6	1.6	2.1	2.1	2.1
协鑫集成	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
东方环盛	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Suming	1.5	1.5	2.5	2.5	2.5
亿晶光电	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
横店东磁	1.2	1.2	1.4	2.2	2.2
Vina	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5
潞安	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0
江苏吴宇	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q4E
越南 Boviet	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
REC	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Mcell	0.6	0.6	1.0	1.0	1.0
TSEC	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
中锂腾晖	0.5	0.5	0.7	1.0	1.0
晋能	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Motech	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
印度 Adani	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
中国节能	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
航天机电	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Inventec	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
URE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
台湾 E-ton	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
江苏中宇	0.1	0.7	0.7	1.5	3.0
Yingli	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
中电光伏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uniex	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
阳光中科	0.0	0.0	0.6	1.5	1.5
其他	0.0	4.7	6.7	8.6	9.4
合计	67.9	77.8	92.4	107.4	119.8

资料来源：PVInfolink、招商证券

表 10：电池产销量明细

电池经营参数：	2016A	2017A	2018A	2019Q1	2019Q2	2018Q3	2019Q3
产量-MW	2,372	4,109	6,528	2,407	3,387	1,550	3,500
单晶产量-MW	165	1,341	3,508	1,607	2,587	800	2,700
多晶产量-MW	2,207	2,768	3,020	800	800	750	800
对外销量-MW	2,112	3,647	5,803	2,170	3,450	1,392	3,300
单晶销量-MW	165	947	2,801	1,370	2,650	640	2,500
多晶销量-MW	1,947	2,700	3,002	800	800	752	800
组件产量-MW	312	349	619	114			
组件销量-MW	272	370	618	123	49	150	150
合计销量-MW	2,384	3,996	6,421	2,293	3,499	790	3,450

资料来源：wind、招商证券

电池片盈利能力见底。三季度国内电池价格跌幅较大，目前 21.7%效率单晶电池市场价在 0.94-1.00 元/瓦，已经企稳，估算公司 Q3 单晶电池均价在 0.98 元/瓦，环比下降 19%。硅片三季度价格保持平稳，P 型 M2-180um 报价稳定在 3.07 元/瓦，非硅成本 0.24-0.25 元/瓦，处于行业领先水平，电池生产成本 0.75 元/瓦，毛利率 14%，环比下降 15PCT。净利 0.044 元/瓦，销售净利率 5%，测算单晶电池 Q3 贡献净利约 1.2 亿元。

多晶电池 Q3 产销量约 800MW，含税售价 0.84 元/瓦，非硅 0.25 元/瓦，完全成本 0.667 元/瓦，测算净利 0.06 元/瓦，实现净利约 5200 万元。

电池板块整体实现净利约 1.8 亿元，环比下降 69%。

表 11：单晶电池盈利测算

单位：元/瓦	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E
产量-MW	3,508	1,607	2,587	2,700	2,700	9,300
销量-MW	3,419	1,493	2,699	2,650	2,650	9,320
电池售价-含税	1.31	1.28	1.21	0.98	1.00	1.10

单位: 元/瓦	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E
硅片价格-元/片	3.93	3.15	3.07	3.07	3.07	3.08
电池面积-mm ²	24,430	24,430	24,430	24,430	24,430	24,430
电池效率	21.5%	21.8%	21.8%	22.0%	22.2%	22.0%
电池功率-W	5.25	5.33	5.33	5.37	5.42	5.37
硅片成本	0.65	0.51	0.51	0.51	0.50	0.51
非硅成本	0.27	0.25	0.25	0.24	0.24	0.26
生产成本	0.92	0.76	0.76	0.75	0.74	0.77
毛利-元/瓦	0.21	0.34	0.31	0.12	0.14	0.21
毛利率	18.8%	31%	29%	14%	16%	21%
期间费用	0.14	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07
完全成本	1.06	0.84	0.84	0.82	0.81	0.84
利润	0.07	0.264	0.231	0.052	0.074	0.136
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.06	0.224	0.196	0.044	0.063	0.116
净利总额-百万元	201	334	529	117	167	1,080

资料来源: wind、招商证券

表 12: 多晶电池盈利测算

单位: 元/瓦	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E
产量-MW	3,020	800	800	800	800	3,200
销量-MW	3,000	800	800	800	800	3,200
电池价格-含税	1.14	0.91	0.88	0.85	0.80	0.86
硅片价格-元/片	2.72	2.08	1.90	1.86	1.80	1.91
电池效率	18.6%	18.6%	18.6%	18.7%	18.7%	18.7%
硅片面积-mm ²	24,649	24,649	24,649	24,649	24,649	24,649
电池功率	4.58	4.58	4.58	4.61	4.61	4.61
硅片成本	0.51	0.40	0.37	0.36	0.35	0.37
非硅成本	0.29	0.25	0.25	0.24	0.24	0.25
生产成本	0.80	0.651	0.617	0.597	0.586	0.617
毛利-元/瓦	0.209	0.154	0.162	0.155	0.122	0.144
毛利率	19%	19%	21%	16%	14%	15%
期间费用	0.13	0.09	0.08	0.06	0.06	0.07
完全成本	0.93	0.741	0.697	0.657	0.646	0.690
利润	0.05	0.06	0.08	0.10	0.06	0.07
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.04	0.05	0.07	0.08	0.05	0.06
净利总额-百万元	133	43	56	65	42	194

资料来源: wind、招商证券

2.2 硅料板块: 新产能成本超预期, 随着放量盈利情况将有提升

公司当前硅料产能 9.5 万吨, 乐山一期和包头一期在 9 月达产。公司乐山一期 9 月满负荷之后完全成本 4.56 万元/吨, 包头满负荷之后完全成本 4.34 万元/吨, 比公司最初预计的 5 万元/吨的完全成本还低, 而且还有大约 2000 元/吨的下降空间。不排除公司后续会启动二期继续扩产。

硅料盈利情况也已触底。Q3 多晶硅料产销量 1.5 万吨左右, 同比增加 182%。Q3 硅料市场平稳运行, 单晶致密料均价 75 元/千克, 疏松料均价 59 元/千克。公司单晶料占比 80% 以上, 估算公司硅料综合售价不含税 64 元/千克, 生产成本 45 元/千克, 毛利率 30%, 完全成本 54 元/千克, 净利 8.9 元/千克, 销售净利率 14%, 贡献净利约 1.3 亿元。

表 13: 硅料产能

单位: 万吨	2016	2017	2018	2019	投产日期
永祥股份	1.5	2.0	2.5	2.5	
乐山项目一期		2.5	3.0	3.5	2018/12/28
包头项目一期		2.5	3.0	3.5	2019/6/1
合计	1.5	7.0	8.5	9.5	

资料来源: wind、招商证券

表 14: 2019 年全球主要多晶硅产能投放情况

单位: 万吨	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	生产成本 (万元/吨)
通威乐山新		2.4	3.3	3.3	3.3	3.3	<5
通威包头		2	2.4	3.3	3.3	3.3	<5
新特	3.6	3.6	5.4	7.2	7.2	7.2	<5
协鑫新疆	4	4	4	4	4	4	<5
东方希望	3	3	3	3	3	3	<5
大全	1.8	3	3.5	3.5	3.5	7	5 左右
通威乐山老	2	2	2	2	2	2	5 左右
盾安	1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	5~6
亚洲硅业	2	2	2	2	2	2	6~7
洛阳中硅	2	2	2	2	2	2	6~7
协鑫徐州	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	6~7
江苏康博	1	1	1	1	1	1	6~7
国内主要产能合计	25.9	30.1	36.5	38.3	38.3	41.8	
其中低成本产能	14.4	18.1	24.5	26.3	26.3	29.8	
Wacker	8	8	8	8	8	8	7~8
OCI Malaysia	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	7~8
OCI Korean	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	7~8
Hemlock	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	8~9
REC	2	2	2	2	2	2	7~8
Hanwha	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	-
Samsung	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	-
海外主要产能合计	22.85	22.85	22.85	22.85	22.85	22.85	-
全球产能合计	48.75	52.95	59.35	61.15	61.15	64.65	

资料来源: 各公司数据、招商证券

表 15: 硅料分部测算

单位: 元/千克	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E	2020E	2021E
产量-吨	19277	4,694	18,612	15,000	20,000	57,840	90,000	95,000
销量-吨	19189	4,600	18,240	15,000	20,000	57,840	90,000	95,000
售价(元/KG)-不含税	84	65	64	64	64.0	64.1	62.0	60.0
成本(元/KG)	55	49	50	45	45.0	46.9	40.00	38.00
毛利率	33.8%	24.5%	21.4%	30.2%	29.7%	26.8%	35.5%	36.7%
三费附加	11.73	10	9	9	9	9	7	6
完全成本	67.03	58.51	58.79	54.00	54.00	55.89	47.00	44.00
利润(元/KG)	16.51	6.39	4.84	10.48	10.00	8.18	15.00	16.00
净利(元/KG)	14.03	5.43	4.11	8.91	8.50	6.96	12.75	13.60
销售净利率	17%	8%	6%	14%	13%	11%	21%	23%
财务数据: 百万元								
收入	1603	299	1161	967	1280	3706	5580	5700
成本	1061	225	912	675	900	2712	3600	3610

敬请阅读末页的重要说明

单位：元/千克	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E	2020E	2021E
毛利	542	73	249	292	380	994	1980	2090
期间费用	225	44	160	135	180	521	630	570
营业利润	481	29	88	157	200	473	1350	1520
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	409	25	75	134	170	402	1148	1292

资料来源：wind、招商证券

2.3 农牧板块：价格战延续

公司饲料产能超过 1000 万吨，盈利主要来自于鱼饲料，存在明显的季节性波动，5-9 月是旺季，因此饲料板块业绩往往集中在 Q3，但由于今年整个水产饲料行业比较低迷，公司也顺应市场情况，让利给养殖户，以价换量，预计今年饲料板块收入增长 20-25%，但估算公司 Q3 饲料板块净利约 3 亿元，较上年同期下降约 30%。

表 16：饲料板块

单位：百万元	2016	2017	2018
销售收入	13,806	14,972	16,816
营业成本	12,172	12,776	14,453
毛利	1,633	2,196	2,363
毛利率%	11.83	14.67	14.05
产量	401.62	429.38	428.12
销量	401.36	426.28	423.36
库存量	4.51	6.08	4.07
均价	3,440	3,512	3,564

资料来源：wind、招商证券

2.4 光伏电站：装机和盈利稳步增长

公司目前可控装机约 1.5GW，Q3 发电量预计在 6 亿度，度电净利 0.1 元，测算电站板块净利约 6000 万元。公司电站板块资产规模约 108 亿元，负债约 88 亿元，权益 20 亿元，年度净利约 2 亿元，ROE 约 10%。

表 17：电站板块盈利测算

电站运营：元/度	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E
可控装机容量-MW	1151	1254	1389	1489	1589	1589
发电量-亿度	8.43	3.39	4.9	6	4.5	17.9
售电量-亿度	8.23	3.26	4.6	5.76	4.32	17.5
产销率	98%	96%	95%	96%	96%	98%
上网电价-含税	0.87	0.75	0.74	0.74	0.73	0.74
度电成本	0.29	0.27	0.22	0.22	0.26	0.24
期间费用	0.37	0.33	0.29	0.29	0.32	0.31
完全成本	0.66	0.60	0.51	0.51	0.58	0.55
度电净利-元/度	0.11	0.06	0.14	0.10	0.07	0.10
净利润	90	20	67	60	29	175

资料来源：wind、招商证券

三、投资建议

1、大扩产陆续投运，2020 年电池片、硅料将有大的放量：在过去 4 个季度，公司固定资产净额增加约 110 亿元，当前还有成都四期 5GW (M6)、眉山一期 7.5GW (M12) 等电池片产能投产在即，到年底公司电池片有效产能将接近 20GW，2020 年下半年公司有效产能可能接近 27-28GW。

公司两大硅料基地 2019 年已投运，目前在爬坡和优化过程中，考虑实际过载能力的硅料可达产能估算接近 9.5 万吨。

2、电池片行业盈利能力触底、硅料盈利可能有所提振：电池片行业盈利触底，二线企业已不盈利，后续随着上下游价格波动盈利状况可能有一定的回归。硅料是化工业态，格局也已比较清晰，目前存量老产能多数已在亏损，公司新投产两个硅料新产线的成本显著低于老线，且单晶料比例、综合成本还有优化空间，因此，即使不考虑涨价，随着后续放量公司硅料业务的盈利能力就会有所提升。

3、结论与投资建议：公司成本领先，竞争力清晰，2019、2020 年估值分别为 18、15 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

表 18：分版块净利预测

净利预测-百万	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019E	2020E	2021E
硅料	409	25	75	134	170	402	1148	1496
电池	842	378	585	181	209	1274	1071	1489
电站	111	20	67	70	30	175	205	253
农牧	430	10	170	290	100	570	600	700
水泥	180	20	60	40	20	140	160	160
其他	40	30	0	80	20	251	167	120
合计	2012	483	957	795	549	2813	3351	4218

资料来源：wind、招商证券

风险提示：

- 1、国内装机不及预期：补贴力度不及预期会导致国内需求低迷
- 2、海外需求不及预期：海外各国政策多变易导致海外需求不及预期
- 3、新技术冲击：异质结等新电池技术已经开始产业导入，冲击现有电池产能

图 1：通威股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：通威股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7384	8745	11632	14068	17808
现金	2923	3412	3988	5449	7926
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	600	1051	1514	1710	1967
应收款项	791	1166	1650	1865	2144
其它应收款	259	535	770	870	1000
存货	1768	1586	2275	2555	2913
其他	1044	996	1434	1618	1858
非流动资产	18165	29739	30125	31996	33730
长期股权投资	149	282	282	282	282
固定资产	12185	16754	17401	19494	21418
无形资产	1234	1394	1254	1129	1016
其他	4597	11309	11189	11092	11015
资产总计	25548	38484	41757	46064	51538
流动负债	9297	18759	18967	20505	22471
短期借款	4013	5276	5000	5000	5000
应付账款	2780	6304	6439	7232	8244
预收账款	962	1187	1712	1923	2192
其他	1542	5992	5816	6351	7035
长期负债	2547	4498	4698	4898	5098
长期借款	1008	690	890	1090	1290
其他	1539	3808	3808	3808	3808
负债合计	11843	23257	23665	25403	27569
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积金	5700	5713	5713	5713	5713
留存收益	3757	5143	7956	10463	13695
少数股东权益	366	489	540	602	680
归属于母公司所有者权益	13339	14738	17551	20058	23290
负债及权益合计	25548	38484	41757	46064	51538

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2916	3100	4736	6263	7480
净利润	2012	2019	2813	3351	4237
折旧摊销	969	1218	1613	1627	1764
财务费用	241	403	690	759	797
投资收益	(53)	(76)	(115)	(100)	(100)
营运资金变动	(261)	(459)	(329)	557	695
其它	7	(6)	64	69	86
投资活动现金流	(3988)	(6442)	(1885)	(3400)	(3400)
资本支出	(4328)	(7124)	(2000)	(3500)	(3500)
其他投资	341	683	115	100	100
筹资活动现金流	248	3277	(2275)	(1403)	(1602)
借款变动	161	1331	(1585)	200	200
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(28)	13	0	0	0
股利分配	0	0	0	(844)	(1005)
其他	115	1934	(690)	(759)	(797)
现金净增加额	(824)	(65)	576	1461	2477

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26089	27535	39651	44805	51526
营业成本	21024	22327	32196	36158	41221
营业税金及附加	104	111	160	181	208
营业费用	830	863	1150	1299	1443
管理费用	1551	1039	1348	1523	1752
研发费用	0	598	793	896	1031
财务费用	157	316	690	759	797
资产减值损失	103	47	0	0	0
公允价值变动	2	(1)	15	0	0
投资收益	115	162	100	100	100
营业利润	2437	2395	3428	4088	5175
营业外收入	19	16	16	16	16
营业外支出	13	13	13	13	13
利润总额	2442	2398	3431	4091	5178
所得税	401	367	566	679	863
净利润	2041	2031	2865	3413	4314
少数股东损益	29	12	52	61	78
归属于母公司净	2012	2019	2813	3351	4237

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	25%	6%	44%	13%	15%
营业利润	119%	-2%	43%	19%	27%
净利润	96%	0%	39%	19%	26%
获利能力					
毛利率	19.4%	18.9%	18.8%	19.3%	20.0%
净利率	7.7%	7.3%	7.1%	7.5%	8.2%
ROE	15.1%	13.7%	16.0%	16.7%	18.2%
ROIC	11.3%	10.0%	14.3%	15.0%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	60.4%	56.7%	55.1%	53.5%
净负债比率	20.5%	19.4%	14.1%	13.2%	12.2%
流动比率	0.8	0.5	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	1.0	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	13.4	13.3	16.7	15.0	15.1
应收帐款周转率	20.6	15.3	14.7	13.3	13.4
应付帐款周转率	8.3	4.9	5.1	5.3	5.3
每股资料 (元)					
EPS	0.52	0.52	0.72	0.86	1.09
每股经营现金	0.75	0.80	1.22	1.61	1.93
每股净资产	3.44	3.80	4.52	5.17	6.00
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.26	0.33
估值比率					
PE	24.8	24.8	17.8	14.9	11.8
PB	3.7	3.4	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	19.1	17.3	11.7	10.4	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。