

三季报略超预期，盈利能力即将走出底部

通威股份发布 3 季报，报告期内公司实现营收 280.24 亿元，同比增长 31.0%；实现归母净利润 22.4 亿元，同比增长 35.2%。其中单 3 季度实现营收 119 亿元，同比增长 33.3%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 7.0%，略超市场预期。

核心观点

- 分业务来看，3 季度电池业务利润环比骤减，农牧业务成利润重要来源。上半年电池片出货近 6GW，贡献近 10 亿元净利润，3 季度电池出货 3.5GW，但由于价格大幅下降，利润贡献降至 2 亿元左右；农牧业务收入仍保持较快增长，贡献利润约 3.4 亿元；多晶硅单季出货 1.5 万吨，贡献利润约 0.9 亿元，盈利能力环比有所改善；发电业务贡献利润 9000 万元左右。
- 光伏产业链利润有望再分配，硅料、电池盈利能力将上行。2018 年“531”和今年“630”两次价格调整之后，目前光伏产业链上硅料和电池均已处于盈利底部，随着产能周期继续轮动，我们预计产业链利润将向当前的薄弱环节转移，2020 年硅料和电池环节盈利能力有望修复。
- 产能扩张、成本优势加强，2020 年光伏板块业绩有望大幅增长。截至 3 季度末，公司已有 12GW 电池产能和 8.5 万吨硅料产能，成都 4 期（5GW）眉山 1 期（3.8~7.5GW）电池产线将于未来半年内投产，进一步增强公司电池业务的盈利能力；乐山和包头的多晶硅新产线年初投产以来爬坡总体顺利，目前多晶硅生产成本已低于设计，成本优势进一步扩大。
- 农业、发电业务保持稳定增长，成为业绩压舱石。公司加大饲料销售力度，前三季度收入增速接近 30%，全年利润贡献稳定；自营电站规模约 1.5GW，同比增长近 1 倍，收入利润快速增长。

财务预测与投资建议

- 公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.74/0.92/1.06 元，原预测值为 0.79/0.93 元，调整原因是电池价格调整较多。我们采用分部估值法，农牧业务估值 174 亿元，光伏业务估值 374 亿元，综合目标价 14.12 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 光伏装机需求不及预期
- 价格战加剧影响盈利能力

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,089	27,535	39,312	45,841	52,742
同比增长(%)	24.9%	5.5%	42.8%	16.6%	15.1%
营业利润(百万元)	2,437	2,395	3,464	4,317	5,012
同比增长(%)	119.0%	-1.7%	44.6%	24.6%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,012	2,019	2,856	3,558	4,130
同比增长(%)	96.3%	0.3%	41.5%	24.6%	16.1%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.74	0.92	1.06
毛利率(%)	19.4%	18.9%	18.6%	19.0%	19.0%
净利率(%)	7.7%	7.3%	7.3%	7.8%	7.8%
净资产收益率(%)	16.1%	14.4%	18.0%	19.4%	19.5%
市盈率	25.4	25.3	17.9	14.3	12.4
市净率	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

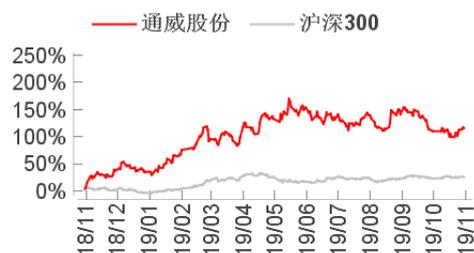


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月30日)	13.08 元
目标价格	14.12 元
52 周最高价/最低价	16.55/6.13 元
总股本/流通 A 股(万股)	388,258/388,258
A 股市值(百万元)	50,784
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2019 年 10 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.31	2.67	-10.35	113.38
相对表现	-3.79	-0.66	10.89	-88.27
沪深 300	0.52	2.01	0.54	25.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 彭海涛
021-63325888-5098
penghaitao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519010001

联系人 郑浩
021-63325888-6078
zhenghao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们采用分部估值法对公司进行估值。光伏业务可比公司选择隆基股份、中环股份、阳光电源和 ST 新梅，其中阳光电源和 ST 新梅替代之前的正泰电器和拓日新能，原因是正泰电器今年光伏业务有所收缩，传统低压电器业务收入占比较高，ST 新梅被电池龙头爱旭科技借壳，与通威可比性更好，阳光电源是国内光伏 EPC 龙头。农牧业务选择海大集团、大北农和天马科技作为可比公司，这三家企业均以饲料销售为主营业务。

我们预计，农牧业务 2019 年收入体量将达到 200 亿元，毛利率约 11%，预计 2019 年该板块的利润贡献将达到 6 亿元左右，与 2018 年基本持平，可比公司 2019 年平均 PE 约为 29 倍，公司农牧业务市值约 174 亿元。光伏业务 2019 年利润贡献达到 22 亿元，其中多晶硅和化工业务贡献利润 6~7 亿元，电池片、组件和发电部门的利润贡献约 16 亿元。光伏业务四家公司平均 PE 为 17 倍，2019 年业绩对应市场价值约 374 亿元。

表 1：通威股份分部业绩及估值结果

	营业收入	毛利率	净利润	可比公司 P/E	分部市值
农牧业务	203 亿元	11%	约 6 亿元	29	174 亿元
光伏业务	185 亿元	23.32%	约 22 亿元	17	374 亿元
其他	5 亿元				
合计	393 亿元		约 28 亿元		548 亿元

资料来源：东方证券研究所

表 2：可比公司估值统计

	每股收益			市盈率		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
隆基股份	1.33	1.75	2.12	17.18	13.03	10.79
中环股份	0.44	0.62	0.87	25.64	18.18	12.99
阳光电源	0.68	0.86	1.05	14.61	11.49	9.37
ST 新梅	0.42	0.58	0.72	16.60	12.02	9.68
调整后平均值				17.0	12.5	10.0
海大集团	1.12	1.50	1.82	30.50	22.81	18.91
大北农	0.19	0.49	0.61	25.99	10.35	8.24
天马科技	0.30	0.35	0.42	31.52	27.01	22.51
平均值				29.0	20.0	16.5

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,923	3,412	3,931	5,651	10,171	营业收入	26,089	27,535	39,312	45,841	52,742
应收票据及应收账款	1,390	2,217	2,162	2,521	2,901	营业成本	21,024	22,327	32,017	37,109	42,715
预付账款	217	228	393	458	527	营业税金及附加	104	111	118	138	158
存货	1,768	1,586	2,561	2,969	3,417	营业费用	830	863	1,101	1,284	1,477
其他	1,086	1,302	893	958	1,027	管理费用及研发费用	1,551	1,637	2,079	2,501	2,984
流动资产合计	7,384	8,745	9,941	12,558	18,044	财务费用	157	316	384	493	435
长期股权投资	149	282	300	350	400	资产减值损失	103	47	199	51	12
固定资产	12,185	16,754	28,646	29,360	28,759	公允价值变动收益	2	(1)	0	0	0
在建工程	1,420	8,247	2,364	777	349	投资净收益	53	76	50	50	50
无形资产	1,234	1,394	1,621	1,667	1,665	其他	63	87	0	0	0
其他	3,177	3,062	943	913	883	营业利润	2,437	2,395	3,464	4,317	5,012
非流动资产合计	18,165	29,739	33,873	33,068	32,057	营业外收入	19	16	20	20	20
资产总计	25,548	38,484	43,814	45,625	50,101	营业外支出	13	13	15	15	15
短期借款	4,013	5,276	6,948	4,000	3,000	利润总额	2,442	2,398	3,469	4,322	5,017
应付票据及应付账款	2,780	6,304	4,803	5,566	6,407	所得税	401	367	555	692	803
其他	2,504	7,179	4,454	4,875	5,563	净利润	2,041	2,031	2,914	3,631	4,214
流动负债合计	9,297	18,759	16,204	14,441	14,970	少数股东损益	29	12	58	73	84
长期借款	1,008	690	4,090	4,890	5,690	归属于母公司净利润	2,012	2,019	2,856	3,558	4,130
应付债券	0	0	5,000	5,000	5,000	每股收益(元)	0.52	0.52	0.74	0.92	1.06
其他	1,539	3,808	1,000	1,000	1,000						
非流动负债合计	2,547	4,498	10,090	10,890	11,690	主要财务比率					
负债合计	11,843	23,257	26,295	25,332	26,661		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	366	489	547	620	704	成长能力					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	24.9%	5.5%	42.8%	16.6%	15.1%
资本公积	5,700	5,713	5,713	5,713	5,713	营业利润	119.0%	-1.7%	44.6%	24.6%	16.1%
留存收益	3,784	5,168	7,402	10,104	13,167	归属于母公司净利润	96.3%	0.3%	41.5%	24.6%	16.1%
其他	(27)	(25)	(25)	(25)	(25)	获利能力					
股东权益合计	13,705	15,227	17,519	20,293	23,440	毛利率	19.4%	18.9%	18.6%	19.0%	19.0%
负债和股东权益总计	25,548	38,484	43,814	45,625	50,101	净利率	7.7%	7.3%	7.3%	7.8%	7.8%
						ROE	16.1%	14.4%	18.0%	19.4%	19.5%
						ROIC	12.4%	11.0%	11.3%	11.7%	12.7%
						偿债能力					
						资产负债率	46.4%	60.4%	60.0%	55.5%	53.2%
						净负债率	16.9%	26.7%	73.1%	43.1%	17.1%
						流动比率	0.79	0.47	0.61	0.87	1.21
						速动比率	0.60	0.38	0.46	0.66	0.98
						营运能力					
						应收账款周转率	38.2	26.1	29.6	31.6	31.4
						存货周转率	13.3	13.3	15.4	13.4	13.4
						总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.52	0.74	0.92	1.06
						每股经营现金流	0.75	0.80	0.67	1.91	2.12
						每股净资产	3.44	3.80	4.37	5.07	5.86
						估值比率					
						市盈率	25.4	25.3	17.9	14.3	12.4
						市净率	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
						EV/EBITDA	16.9	15.7	10.0	7.8	7.0
						EV/EBIT	22.9	21.9	15.4	12.4	10.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

