



日常消费 食品、饮料与烟草

2019-10-25

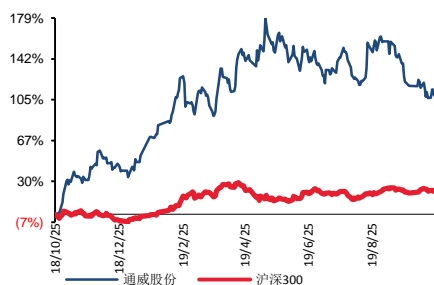
公司点评报告

买入/维持

通威股份(600438)

通威股份(600438) 三季报业绩点评——电池片盈利底部已过，硅料将全面达产

■ 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
12 个月最高/最低(元)	16.55/5.91

相关研究报告:

通威股份(600438)《通威股份(600438)中报业绩点评——业绩持续亮眼，龙头地位凸显》
--2019/08/15

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

证券分析师：方杰

事件：公司发布 2019 年三季度业绩公告，报告期内，公司实现营业收入 280.25 亿元，同比增长 31.03%；实现归属于上市公司股东净利润 22.43 亿元，同比增长 35.24%，其中扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 20.86 亿元，同比增长 32.98%。其中三季度单季收入 119.01 亿元，同比增长 33.32%，净利润 7.92 亿元，同比增长 7.02%。符合预期。

电池片业务满产满销，贡献主要利润。公司三季度电池片业务依然保持满产满销状态，产销量约 3.4GW，同比增长了 110%左右，其中单晶 PERC 高效电池 2.6GW。但由于第三季度电池片价格下降幅度较大，利润相应减少，单季盈利 2.07 亿元，环比下降了 68%，同比下降 26%左右。从前三季度来看，电池片板块是利润的主要来源，产销量达 9.1GW，贡献利润 11.8 亿。新建产能方面，成都四期和眉山一期高效晶硅电池项目，预计 2019 年年底至 2020 年上半年相继建成投产，届时公司太阳能电池产能规模进一步扩大至 20GW。其中成都四期将兼容 166 硅片尺寸，眉山一期有望兼容 210 硅片尺寸。同时，公司 HIT 电池试验线也在稳步建设过程中。随着行业市场集中度的逐步提升，公司在太阳能电池行业中的市占率也将进一步提高，行业影响力有效提升，叠加成本优势及研发积累在产业化工艺技术中的持续应用，公司在行业内的竞争优势将得到进一步的巩固。

单晶用料比例提升，成本顺利达标。在硅料方面，公司三季度多晶硅产销 1.5 吨左右，其中乐山老产能、新产能基本处于满产状态。多晶硅盈利 0.9 亿元，化工盈利 1 亿元左右。从前三季度来看，多晶硅产销总体在 3.5-4.0 万吨，多晶硅利润 1.5 亿元左右，化工业务利润 3.0 亿元左右。单晶用料占比方面，乐山老产能已经实现单晶料占比 82%；乐山新产能单晶料占比 80%；包头新产能单晶料占比 50-60%，并将在四季度实现全面达产。成本方面，乐山、包头新产能生产成本已经降至 4 万元/吨以内，顺利实现预定成本目标。从目前的运行情况来看，实际产量可做到设计产能的 140%左右，单晶用料占比将在四季度达到 80%-85%的高效水平，加速进口替代进程，进一步缓解国内单晶用料供应不足的局面。

发挥水产饲料竞争优势，提升销量显著。在传统农业板块上，公司饲料业务突出核心产品水产饲料的竞争优势，继续提升产品品质，打造产品核心竞争力和综合性价比，结合市场消费结构的转型升级，进一

电话：010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120002

步优化产品结构，提升水产饲料在饲料总量中的比例，提升水产饲料中膨化饲料、特种饲料等高端产品的比例。在市场营销方面，公司加大客户开发力度，持续优化客户结构，聚焦优质大客户，提升核心销售网络质量。同时，积极探索高质量营销模式，调整营销团队激励导向，落实赛马机制，实现了销量快速突破。前三季度农牧板块贡献业绩约 5.0 亿元左右。

投资建议：公司光伏板块持续发力，产能扩张稳步前进，产品倍受市场青睐，盈利能力不断增强。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 28.64、37.29 和 42.94 亿元，对应 EPS0.74、0.96 和 1.11 元/股，对应 PE16、12 和 11 倍，给予“买入”评级。

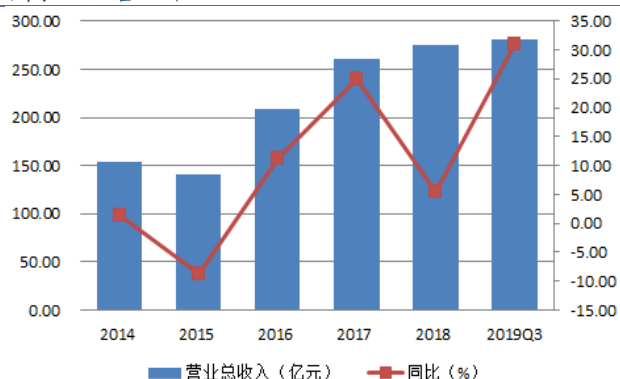
风险提示：产能扩张不及预期，产品销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27535	36478	46659	55991
(+/-%)	5.54	32.48	27.91	20.00
净利润(百万元)	2018	2864	3729	4294
(+/-%)	30.04	9.47	30.18	15.16
摊薄每股收益(元)	0.52	0.74	0.96	1.11
市盈率(PE)	26.60	16.60	12.76	11.08

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 营业收入



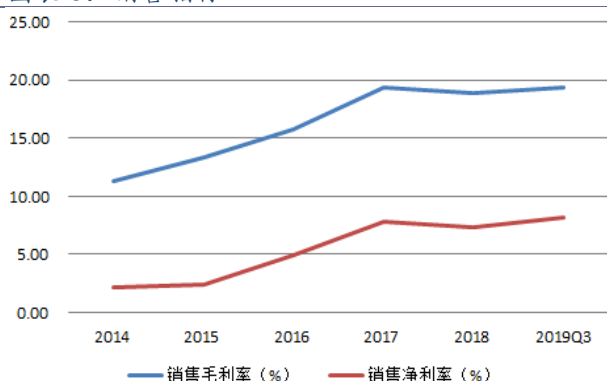
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2: 归母净利润



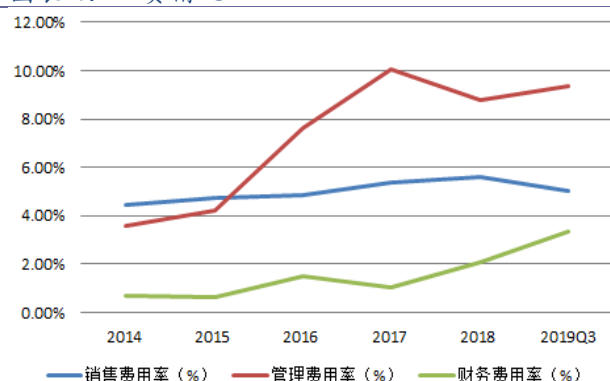
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 销售指标



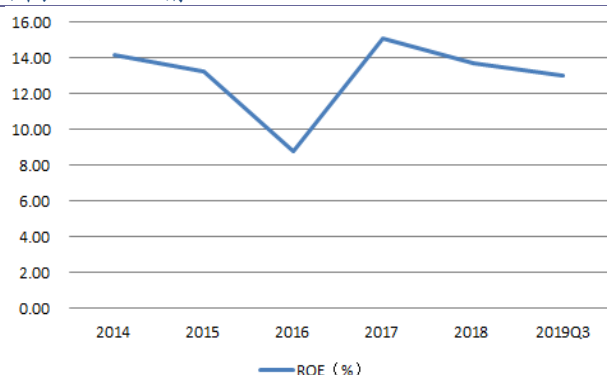
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: 三费情况



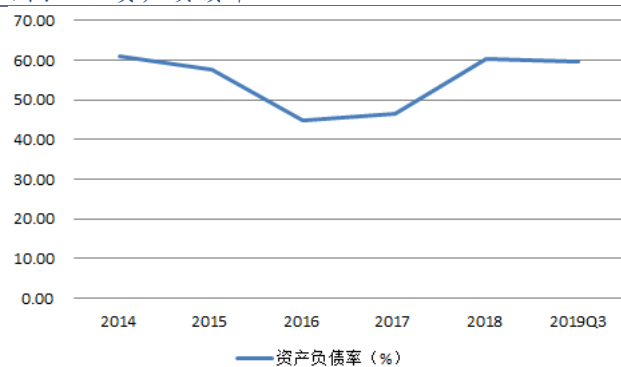
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: ROE 情况



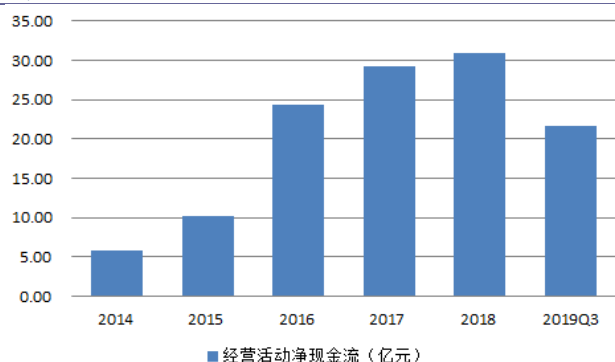
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 资产负债率



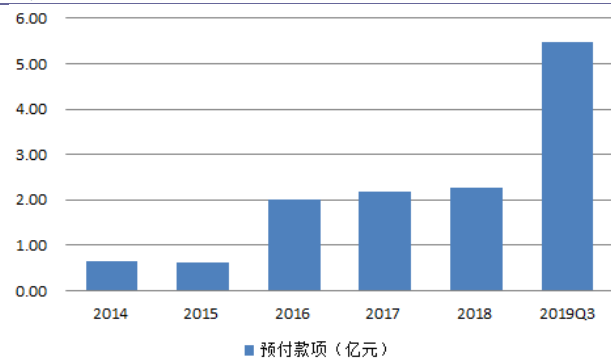
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 7: 经营活动现金流



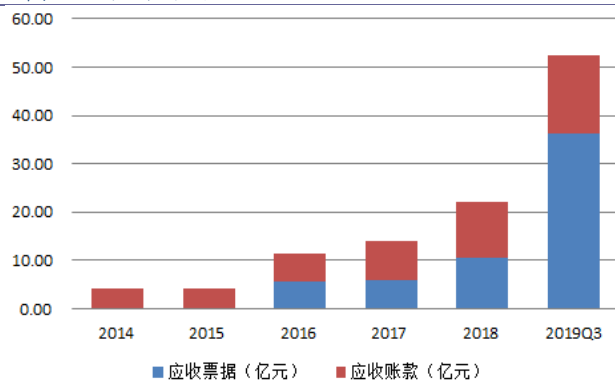
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 预付款项



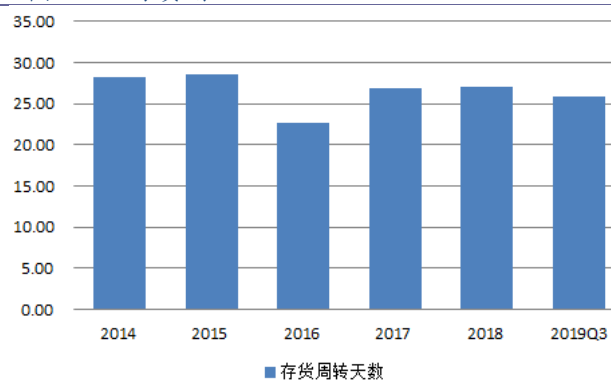
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: 应收款项



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 10: 存货情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2923	3412	-4886	12102	11134	营业收入	26089	27535	36478	46659	55991
应收和预付款项	1008	1394	21007	14462	24800	营业成本	21024	22327	30094	38727	46472
存货	1768	1586	2256	2906	3486	营业税金及附加	104	111	147	188	225
其他流动资产	1685	1819	2194	2680	3010	销售费用	830	863	1152	1468	1765
流动资产合计	7384	8210	20572	32150	42431	管理费用	1551	1039	1772	2014	2568
长期股权投资	149	282	282	282	282	财务费用	157	316	157	157	157
投资性房地产	99	95	95	95	95	资产减值损失	103	47	103	103	103
固定资产	12192	12	-4020	-10874	-14760	投资收益	53	76	64	70	67
在建工程	1420	0	-798	-1907	-2861	公允价值变动	2	-1	2	2	2
无形资产开发支出	1234	1394	1451	1533	1600	营业利润	2437	2395	3377	4332	5027
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	6	3	4	4	4
其他非流动资产	18165	4617	-1395	-9276	-14049	利润总额	2442	2398	3381	4336	5031
资产总计	25548	12827	19177	22874	28382	所得税	401	367	485	577	695
短期借款	4013	5276	5276	5276	5276	净利润	2041	2031	2896	3759	4336
应付和预收款项	2833	1187	3340	3960	4948	少数股东损益	29	12	32	31	42
长期借款	1008	690	690	690	690	归母股东净利润	2012	2018	2864	3729	4294
其他负债	3989	5792	7714	7653	8458						
负债合计	11843	12946	17020	17579	19372						
股本	3882	3882	3882	3882	3882	预测指标					
资本公积	5700	5713	5713	5713	5713		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	3784	5168	7411	10518	14191	毛利率	19.42%	18.91%	17.50%	17.00%	17.00%
归母公司股东权益	13339	14738	16981	20088	23761	销售净利率	7.71%	9.50%	7.85%	7.99%	7.67%
少数股东权益	366	489	521	552	594	销售收入增长率	24.92%	5.54%	32.48%	27.91%	20.00%
股东权益合计	13705	15227	17502	20640	24355	EBIT 增长率	79.12%	27.42%	2.09%	28.24%	16.03%
负债和股东权益	25548	28173	34522	38219	43727	净利润增长率	96.35%	30.04%	9.47%	30.18%	15.16%
						ROE	15.08%	17.75%	16.87%	18.56%	18.07%
						ROA	7.88%	9.29%	8.30%	9.76%	9.82%
						ROIC	13.88%	15.45%	9.86%	24.21%	21.45%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.52	0.52	0.74	0.96	1.11
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE (X)	23.36	26.60	16.60	12.76	11.08
经营性现金流	2916	3100	-14641	8298	-7554	PB (X)	3.52	2.18	3.16	2.67	2.26
投资性现金流	-3988	-6442	6343	9311	7207	PS (X)	1.80	1.17	1.47	1.15	0.96
融资性现金流	248	3277	0	-621	-621	EV/EBITDA (X)	13.83	7.99	21.18	16.47	18.76
现金增加额	-17	3	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。