

通威股份 (600438.SH) 光伏王者加强产业合作, 员工持股共享新能源盛宴

2021年02月10日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
刘强 (分析师)
蔡紫豪 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

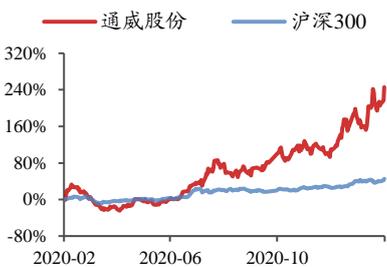
caizihao@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

证书编号: S0790520120001

日期	2021/2/9
当前股价(元)	51.00
一年最高最低(元)	51.49/11.21
总市值(亿元)	2,295.79
流通市值(亿元)	2,186.81
总股本(亿股)	45.02
流通股本(亿股)	42.88
近3个月换手率(%)	156.81

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-全球光伏制造新王者, 引领成本、技术趋势》- 2021.1.26

● 加强产业链合作, 员工持股鼓舞军心

2021年2月9日, 通威股份公布与晶科能源战略合作协议以及员工持股计划: (1) 与晶科能源共同投资4.5万吨多晶硅以及15GW硅片产能, 公司参股晶科能源30%硅片建设项目, 晶科能源参股公司35%多晶硅项目, 双方按照股权比例锁定2倍权益的实际产出硅料、硅片供应。此外, 晶科能源继续向通威供应三年合计约6.5GW硅片产品, 合作期限为2021~2023年; (2) 公司公布员工持股计划, 筹集资金规模不超过13.5亿元(预留不超过9.45亿元), 参与人员不超过12人, 股票来源于二级市场购买, 锁定期为12个月。公司继续通过参股模式加强产业链合作, 并通过员工持股计划提振员工积极性, 我们维持盈利预测不变, 预计公司2020~2022年EPS为0.96、1.26、1.66元, 归母净利润为43.28、56.80、74.62亿元, 对应当前股价的PE为53.0、40.4、30.8倍, 维持“买入”评级。

● 公司加快产能扩张, 硅料供应紧张或将持续

2021年硅料供应紧张, 预计公司2021年年底投产7.5万吨产能, 这部分产能在2022年率先释放, 有望继续分享硅料高价红利, 并加快公司市占率提升。此次与晶科能源合作再投资4.5万吨产能, 预示硅料可能长期维持供应紧张状态, 下游厂商不仅通过签订长协锁定现有产能保障供应, 还通过与硅料龙头合资锁定新增产能, 凸显公司卡位优势。公司优秀的成本控制能力以及低电价资源锁定能力, 帮助其成为全行业成本最低厂商, 在精细化管理下, 新增产能同样成本领先。

● 锁定硅片保障供应链安全, 员工持股共享新能源盛宴

因硅料供给紧张, 预计优质硅片产品同样供给紧俏。公司作为第三方专业电池厂商, 通过参股锁定硅片供给, 一方面缓解电池端盈利压力, 另一方面保障电池业务原材料的长期稳定供应, 与晶科能源形成优势互补; 2020年后全球光伏需求旺盛, 同时竞争也将加剧, 公司通过员工持股计划激励高管及核心骨干, 与重要人才分享新能源盛宴, 管理优势继续凸显。

● **风险提示:** 光伏装机量不及预期, 原材料价格波动超预期, 技术推进不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	45,682	56,238	70,002
YOY(%)	5.5	36.4	21.6	23.1	24.5
归母净利润(百万元)	2,019	2,635	4,328	5,680	7,462
YOY(%)	0.3	30.5	64.3	31.2	31.4
毛利率(%)	18.9	18.7	19.8	21.8	22.0
净利率(%)	7.3	7.0	9.5	10.1	10.7
ROE(%)	13.3	14.8	20.1	21.4	22.4
EPS(摊薄/元)	0.45	0.59	0.96	1.26	1.66
P/E(倍)	113.7	87.1	53.0	40.4	30.8
P/B(倍)	15.6	13.7	11.3	9.1	7.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8745	13743	14729	17071	18714
现金	3412	2693	2690	3286	2976
应收票据及应收账款	2217	2129	3157	3351	4750
其他应收款	535	805	825	1182	1316
预付账款	228	390	362	564	588
存货	1586	2416	2386	3378	3774
其他流动资产	768	5310	5310	5310	5310
非流动资产	29739	33078	36503	41716	48768
长期投资	282	440	633	834	1042
固定资产	16767	24536	27247	31427	37208
无形资产	1394	1710	1918	2120	2264
其他非流动资产	11297	6392	6704	7336	8253
资产总计	38484	46821	51232	58787	67482
流动负债	18759	17843	19349	23162	26273
短期借款	5276	3623	3623	3623	3623
应付票据及应付账款	6304	8904	9344	12562	14620
其他流动负债	7179	5317	6383	6978	8031
非流动负债	4498	10889	9530	8183	6954
长期借款	690	8301	6942	5595	4366
其他非流动负债	3808	2588	2588	2588	2588
负债合计	23257	28733	28879	31345	33227
少数股东权益	489	511	552	620	705
股本	3882	3883	4502	4502	4502
资本公积	5713	5673	5673	5673	5673
留存收益	5168	7181	10246	14286	19611
归属母公司股东权益	14738	17577	21802	26822	33550
负债和股东权益	38484	46821	51232	58787	67482

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3100	2357	6694	10536	11833
净利润	2031	2682	4368	5748	7547
折旧摊销	1218	1996	2044	2469	3040
财务费用	316	708	436	430	327
投资损失	-76	-118	-78	-81	-88
营运资金变动	89	-2962	-76	1970	1007
其他经营现金流	-479	52	-1	-0	0
投资活动现金流	-6442	-4291	-5391	-7601	-10003
资本支出	7124	4208	3232	5013	6842
长期投资	527	-59	-193	-217	-209
其他投资现金流	1210	-142	-2352	-2805	-3370
筹资活动现金流	3277	1441	-1306	-2339	-2139
短期借款	1263	-1653	0	0	0
长期借款	-318	7611	-1360	-1347	-1229
普通股增加	0	0	619	0	0
资本公积增加	13	-40	0	0	0
其他筹资现金流	2320	-4477	-565	-992	-911
现金净增加额	-62	-485	-3	596	-310

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27535	37555	45682	56238	70002
营业成本	22327	30536	36641	43986	54580
营业税金及附加	111	123	151	205	250
营业费用	863	975	1142	1605	1940
管理费用	1039	1514	1736	2467	2798
研发费用	598	1001	552	850	1322
财务费用	316	708	436	430	327
资产减值损失	47	-5	0	0	0
其他收益	90	214	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	-0
投资净收益	76	118	78	81	88
资产处置收益	-3	140	0	0	0
营业利润	2395	3123	5103	6777	8873
营业外收入	16	42	52	32	36
营业外支出	13	14	15	14	14
利润总额	2398	3152	5139	6795	8895
所得税	367	469	771	1047	1348
净利润	2031	2682	4368	5748	7547
少数股东损益	12	48	40	68	85
归母净利润	2019	2635	4328	5680	7462
EBITDA	3879	5834	7574	9600	12225
EPS(元)	0.45	0.59	0.96	1.26	1.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	36.4	21.6	23.1	24.5
营业利润(%)	-1.7	30.4	63.4	32.8	30.9
归属于母公司净利润(%)	0.3	30.5	64.3	31.2	31.4
获利能力					
毛利率(%)	18.9	18.7	19.8	21.8	22.0
净利率(%)	7.3	7.0	9.5	10.1	10.7
ROE(%)	13.3	14.8	20.1	21.4	22.4
ROIC(%)	8.7	9.9	13.1	15.2	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	61.4	56.4	53.3	49.2
净负债比率(%)	51.4	70.9	55.5	38.1	28.1
流动比率	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	15.3	17.3	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.59	0.96	1.26	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.52	1.49	2.34	2.63
每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.71	4.52	5.63	7.13
估值比率					
P/E	113.7	87.1	53.0	40.4	30.8
P/B	15.6	13.7	11.3	9.1	7.2
EV/EBITDA	61.3	41.6	32.0	25.0	19.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn