

通威股份(600438.SH)买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 54.06元

战略合作再下一城, 员工持股绑定核心利益

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	45.02
已上市流通A股(亿股)	42.88
总市值(亿元)	2,433.54
年内股价最高最低(元)	54.06/11.14
沪深300指数	5808
上证指数	3655



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,535	37,555	45,566	59,537	79,341
营业收入增长率	5.5%	36.4%	21.3%	30.7%	33.3%
归母净利润(百万元)	2,019	2,635	3,920	5,679	7,525
归母净利润增长率	0.33%	30.51%	48.78%	44.88%	32.51%
摊薄每股盈利(元)	0.520	0.679	0.871	1.262	1.672
净资产收益率(%)	13.70%	14.99%	18.60%	21.73%	22.78%
总股本(百万股)	3,882	3,883	4,502	4,502	4,502

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2月10日, 通威股份发布战略合作及员工持股计划公告, 具体内容包括:
 - 拟与晶科能源共同投资年产4.5万吨高纯晶硅项目、年产15GW硅片项目, 公司持股比例分别为65%、30%, 硅片投产节奏将视硅料建设进度安排, 实现同时建成投产, 双方按股权比例锁定2倍权益的硅料、硅片产出;
 - 计划在2021-2023年期间采购晶科能源合计约6.5GW硅片;
 - 2021-2023年员工持股计划拟筹资不超过13.5亿元, 锁定期12个月。

评论

- 加速产业链上下游错位合作, 放大硅料环节竞争优势, 实现互利共赢:**
- 去年9月公司已与天合签订产业链战略合作协议, 致力于实现上下游错位合作的“虚拟一体化”。根据公告, 本次与晶科合资的4.5万吨硅料和15GW硅片项目基本实现1:1配套, 硅片投产节奏将视硅料建设进度安排, 实现同时建成投产, 符合一体化布局要求。
- 公司通过合资参股的方式投资硅料、硅片项目, 实现与下游客户的深度利益绑定, 不仅可以提前锁定下游需求, 平滑行业周期波动给公司产品销售带来的影响, 同时有助于放大自身在硅料领域长期积累的技术、成本优势, 实现上下游互利共赢。我们认为, 在当前光伏各环节技术变化趋缓的背景下, 一体化大趋势将持续演绎, 并逐渐体现为企业在各个环节综合实力的比拼, 公司凭借硅料、电池片环节的相对优势, 与隆基、晶科、天合等组件龙头形成了良好的协同合作关系, 持续巩固行业龙头地位。
- 出台三年期员工持股计划, 彰显公司管理层信心:** 公司公布2021-2023年员工持股计划, 筹资总额不超过13.5亿元, 锁定期12个月。本期员工持股计划设立后将成立资管/信托产品进行管理, 按照不高于1:1的比例设立优先份额和次级份额, 次级份额由本次持股计划全额认购, 产品合计筹资不超过27亿元, 将在股东大会审议过后6个月内通过二级市场购买公司股票。员工持股计划激励人员主要为公司高级管理人员, 有助于绑定核心利益, 同时彰显管理层对公司未来发展的信心。

盈利调整与投资建议

- 考虑到Q4硅料价格表现略不及预期, 以及预计可能存在一定的年底固定资产减值等因素, 下调公司2020年净利润至39.2亿元(-21%), 维持2021-2022E净利润预测56.8、75.3亿元不变, 对应EPS分别为0.87, 1.26, 1.67元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情超预期恶化, 产品价格表现不及预期, 合同履行风险。

相关报告

- 《一体化合作落地, 硅料长单锁定出货-通威&天合事件点评》, 2020.11.18
- 《电池片盈利领先同业, Q4硅料出货迎量价齐升-通威股份2020...》, 2020.10.23
- 《盈利能力回归, 硅料电池高景气中释放弹性-通威股份2020半...》, 2020.8.10
- 《景气波动促行业洗牌, 静待硅料电池盈利回暖-通威股份2019&...》, 2020.4.21

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	26,089	27,535	37,555	45,566	59,537	79,341
增长率		5.5%	36.4%	21.3%	30.7%	33.3%
主营业务成本	-21,024	-22,327	-30,536	-37,080	-47,253	-62,741
% 销售收入	80.6%	81.1%	81.3%	81.4%	79.4%	79.1%
毛利	5,066	5,208	7,019	8,486	12,284	16,600
% 销售收入	19.4%	18.9%	18.7%	18.6%	20.6%	20.9%
营业税金及附加	-104	-111	-123	-141	-185	-246
% 销售收入	0.40%	0.40%	0.33%	0.31%	0.31%	0.31%
营业费用	-830	-863	-975	-1,094	-1,429	-1,904
% 销售收入	3.2%	3.1%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-1,551	-1,039	-1,514	-1,595	-2,084	-2,777
% 销售收入	5.9%	3.8%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	2,581	3,195	4,407	4,757	7,637	10,673
% 销售收入	9.9%	11.6%	11.7%	10.4%	12.8%	13.5%
财务费用	-157	-316	-708	-672	-811	-763
% 销售收入	0.6%	1.1%	1.9%	1.5%	1.4%	1.0%
资产减值损失	-103	-47	-5	-687	-58	-72
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0
投资收益	53	76	118	1,350	200	200
% 税前利润	2.2%	3.1%	3.8%	28.4%	2.9%	2.0%
营业利润	2,437	2,395	3,123	4,748	6,968	10,038
营业利润率	9.3%	8.7%	8.3%	10.4%	11.7%	12.7%
营业外收支	6	3	28	5	5	5
税前利润	2,442	2,398	3,152	4,753	6,973	10,043
利润率	9.4%	8.7%	8.4%	10.4%	11.7%	12.7%
所得税	-401	-367	-469	-713	-1,046	-1,506
所得税率	16.4%	15.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,041	2,031	2,682	4,040	5,927	8,536
少数股东损益	29	12	48	121	248	1,012
归属于母公司的净利润	2,012	2,019	2,635	3,920	5,679	7,525
净利率	7.7%	7.3%	7.0%	8.6%	9.5%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,041	2,031	2,682	4,040	5,927	8,536
少数股东损益	29	12	48	121	248	1,012
非现金支出	1,072	1,265	2,001	3,158	3,402	4,126
非经营收益	180	316	594	-769	649	621
营运资金变动	-378	-512	-2,962	3,240	292	927
经营活动现金净流	2,916	3,100	2,314	9,669	10,270	14,210
资本开支	-4,307	-7,095	-4,137	-14,616	-7,976	-10,042
投资	138	585	-61	-11	-11	-11
其他	182	68	-93	1,350	200	200
投资活动现金净流	-3,988	-6,442	-4,291	-13,277	-7,787	-9,853
股权募资	171	92	48	0	0	0
债权募资	997	4,771	4,116	7,059	-653	-1,127
其他	-937	-1,582	-2,716	-1,131	-1,484	-1,447
筹资活动现金净流	231	3,280	1,448	5,928	-2,138	-2,575
现金净流量	-841	-62	-528	2,320	346	1,782

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,923	3,412	2,693	5,012	5,358	7,141
应收账款	1,648	2,751	2,935	3,598	4,530	6,023
存货	1,768	1,586	2,416	3,017	3,826	5,070
其他流动资产	1,045	996	1,308	1,300	1,350	1,519
流动资产	7,384	8,745	13,743	12,927	15,064	19,753
% 总资产	28.9%	22.7%	29.4%	22.5%	23.4%	26.4%
长期投资	397	523	547	558	568	579
固定资产	13,734	25,134	28,277	39,041	43,811	49,868
% 总资产	53.8%	65.3%	60.4%	67.9%	68.2%	66.5%
无形资产	2,368	2,633	2,953	3,509	3,434	3,363
非流动资产	18,165	29,739	33,078	44,580	49,219	55,203
% 总资产	71.1%	77.3%	70.6%	77.5%	76.6%	73.6%
资产总计	25,548	38,484	46,821	57,507	64,283	74,956
短期借款	4,237	6,785	4,765	6,983	5,789	4,136
应付账款	4,165	8,078	11,033	10,883	12,663	15,960
其他流动负债	894	3,896	2,045	2,339	2,682	3,268
流动负债	9,297	18,759	17,843	20,205	21,134	23,364
长期贷款	1,008	690	4,089	5,089	5,589	6,089
其他长期负债	1,539	3,808	6,800	10,504	10,546	10,574
负债	11,843	23,257	28,733	35,797	37,268	40,026
普通股股东权益	13,339	14,738	17,577	21,077	26,135	33,038
少数股东权益	366	489	511	632	880	1,892
负债股东权益合计	25,548	38,484	46,821	57,507	64,283	74,956
比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.518	0.520	0.679	0.871	1.262	1.672
每股净资产	3.436	3.796	4.527	5.428	6.731	8.509
每股经营现金净流	0.751	0.798	0.596	2.490	2.645	3.660
每股股利	0.080	0.160	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	15.08%	13.70%	14.99%	18.60%	21.73%	22.78%
总资产收益率	7.88%	5.25%	5.63%	6.82%	8.83%	10.04%
投入资本收益率	11.37%	9.67%	9.26%	9.63%	13.93%	17.00%
增长率						
主营业务收入增长率	24.92%	5.54%	36.39%	21.33%	30.66%	33.26%
EBIT增长率	97.03%	0.66%	31.14%	39.64%	60.55%	39.75%
净利润增长率	96.35%	0.33%	30.51%	48.78%	44.88%	32.51%
总资产增长率	19.39%	50.63%	21.66%	22.82%	11.78%	16.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	13.0	13.8	13.0	12.0	12.0
存货周转天数	27.3	27.4	23.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	30.3	49.0	46.2	65.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	170.6	222.3	238.5	280.8	243.6	210.2
偿债能力						
净负债/股东权益	16.95%	26.69%	57.35%	70.35%	52.68%	32.34%
EBIT利息保障倍数	16.4	8.2	4.8	7.1	9.4	14.0
资产负债率	46.36%	60.43%	61.37%	62.25%	57.98%	53.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	11	24	52	105
增持	0	1	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.11	1.10	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-05	买入	13.86	17.20
2	2019-08-15	买入	12.80	15.40
3	2019-10-25	买入	12.25	17.28
4	2020-02-12	买入	14.90	17.64
5	2020-04-21	买入	12.75	N/A
6	2020-08-10	买入	25.60	32.00
7	2020-10-23	买入	27.68	32.00
8	2020-11-18	买入	29.48	40.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402