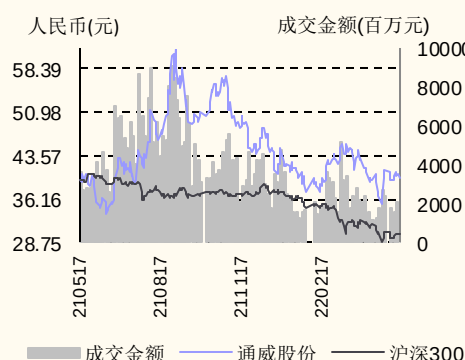


市场价格 (人民币): 39.72 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	45.02
已上市流通 A 股(亿股)	45.02
总市值(亿元)	1,788.01
年内股价最高最低(元)	61.90/33.56
沪深 300 指数	3957
上证指数	3074



发布员工持股计划，绑定核心员工稳固竞争优势

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44,200	63,491	107,682	116,022	133,876
营业收入增长率	17.69%	43.64%	69.60%	7.75%	15.39%
归母净利润(百万元)	3,608	8,208	17,919	18,365	19,233
归母净利润增长率	36.95%	127.50%	118.31%	2.49%	4.73%
摊薄每股收益(元)	0.801	1.823	3.98	4.08	4.27
每股经营性现金流净额	0.54	1.58	6.16	5.29	6.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.81%	21.89%	35.67%	30.99%	27.17%
P/E	47.96	24.66	9.98	9.74	9.30
P/B	5.67	5.40	3.56	3.02	2.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 5月16日, 公司发布员工持股计划(草案), 计划筹集资金总额不超过28亿元, 其中持有人认购不超过8.4亿元(占比30%), 主要授予公司董事长、副董事长、财务总监、董秘等高管层, 及公司多晶硅、电池片、农牧板块的核心业务负责人, 共14人; 预留19.6亿元, 将根据2022-2024年员工绩效考核结果分配给对公司有突出贡献的核心骨干员工。股票来源为二级市场购买。

评论

- 员工持股计划绑定核心人员, 利好长期发展。公司本次员工持股计划针对核心骨干员工及主要业务板块核心负责人, 锁定期12个月, 公司目前正处于扩产稳固竞争地位的关键阶段, 员工持股计划将绑定员工与企业的利益, 激发公司管理团队及相关员工积极性, 稳固竞争优势。
- 多晶硅扩产规划稳定可期, 精耕细作持续稳固成本优势。公司包头二期5万吨、乐山三期12万吨分别计划2022、2023年投产, 2022/2023年底铭牌产能将达到23/35万吨, 中长期规划2024-2026年多晶硅产能80~100万吨, 进一步巩固规模优势。随着设备投资的规模效应边际递减、原燃料价格上涨, 多晶硅行业逐步从资本开支驱动降本向技术进步驱动降本过渡, 对企业技术创新与精益管理提出更高要求。公司在多晶硅行业稳扎稳打十多年, 技术及精细化管理水平领先同行, 2021年公司新产能生产成本最低已至3.37万元/吨, 同比下降7.2%, 成本优势稳固。
- 错位一体化布局为电池片业务保驾护航。公司通过在硅料、硅片环节与下游互相参股、错位布局, 保障电池原材料供应和开工率, 巩固非硅成本优势。2021年公司电池片产能利用率达到99.68%, 大幅领先行业。多晶硅的超额利润也为公司提供了强大的资金支持, 2021年公司研发投入20.36亿元, 显著高于绝大部分同业企业, 公司在HJT、TOPCon等电池新技术上布局多年, 未来有望厚积薄发并享受技术迭代带来的超额利润。

盈利调整与投资建议

- 维持公司2022-24年净利润预测179、184、192亿元, 对应EPS为3.98、4.08、4.27元, 当前股价对应PE为9.98、9.74、9.30倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 终端需求不及预期; 新建项目扩产进度不及预期; 行业非理性扩张风险。

相关报告

- 《业绩亮眼分红高, 硅料扩产再提速-通威股份2021年报及2022...》, 2022.4.26
- 《1-2月业绩超预期, 硅料、电池量料齐升-通威股份2022年1...》, 2022.3.10
- 《Q4电池片扭亏, 业绩符合预期-通威股份2021业绩预告点评》, 2022.1.9
- 《工业硅价格如期回落, 明年硅料高盈利可期-通威股份2021年三...》, 2021.10.26
- 《Q3净利环比高增, 供应瓶颈支撑硅料高盈利-20211009...》, 2021.10.10

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

宇文甸 分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文 联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	37,555	44,200	63,491	107,682	116,022	133,876
增长率		17.7%	43.6%	69.6%	7.7%	15.4%
主营业务成本	-30,536	-36,648	-45,918	-71,047	-78,902	-95,618
%销售收入	81.3%	82.9%	72.3%	66.0%	68.0%	71.4%
毛利	7,019	7,552	17,573	36,635	37,120	38,258
%销售收入	18.7%	17.1%	27.7%	34.0%	32.0%	28.6%
营业税金及附加	-123	-124	-276	-431	-464	-536
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-975	-778	-919	-1,292	-1,508	-1,673
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
管理费用	-1,514	-1,809	-2,948	-4,630	-4,641	-5,087
%销售收入	4.0%	4.1%	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%
研发费用	-1,001	-1,035	-2,036	-3,446	-3,713	-4,016
%销售收入	2.7%	2.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,406	3,806	11,395	26,836	26,794	26,945
%销售收入	9.1%	8.6%	17.9%	24.9%	23.1%	20.1%
财务费用	-708	-676	-637	-796	-711	-561
%销售收入	1.9%	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	48	293	253	-379	-229	-242
公允价值变动收益	0	5	6	0	0	0
投资收益	118	1,569	43	50	50	50
%税前利润	3.8%	36.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	3,123	4,713	10,834	26,011	26,204	26,493
营业利润率	8.3%	10.7%	17.1%	24.2%	22.6%	19.8%
营业外收支	28	-439	-444	0	0	0
税前利润	3,152	4,274	10,390	26,011	26,204	26,493
利润率	8.4%	9.7%	16.4%	24.2%	22.6%	19.8%
所得税	-469	-559	-1,648	-4,162	-3,931	-3,974
所得税率	14.9%	13.1%	15.9%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,682	3,715	8,742	21,849	22,274	22,519
少数股东损益	48	107	534	3,930	3,909	3,286
归属于母公司的净利润	2,635	3,608	8,208	17,919	18,365	19,233
净利率	7.0%	8.2%	12.9%	16.6%	15.8%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,682	3,715	8,742	21,849	22,274	22,519
少数股东损益	48	107	534	3,930	3,909	3,286
非现金支出	1,948	2,186	2,999	3,843	4,204	4,931
非经营收益	594	-466	1,266	710	643	594
营运资金变动	-2,962	-2,996	-5,894	1,314	-3,320	492
经营活动现金净流	2,262	2,439	7,113	27,716	23,800	28,536
资本开支	-4,137	-5,354	-13,851	-15,739	-11,260	-15,350
投资	-61	182	177	80	0	0
其他	-93	432	84	40	39	39
投资活动现金净流	-4,291	-4,740	-13,591	-15,619	-11,221	-15,311
股权募资	48	6,420	2,731	0	0	0
债权募资	4,116	1,293	3,862	-2,085	-1,800	0
其他	-2,716	-1,954	-3,704	-6,075	-9,989	-8,237
筹资活动现金净流	1,448	5,759	2,890	-8,160	-11,789	-8,237
现金净流量	-581	3,457	-3,589	3,936	790	4,988

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,693	6,264	3,002	6,255	6,548	11,176
应收款项	7,327	12,110	16,511	23,749	29,927	35,413
存货	2,416	2,773	5,683	5,368	5,084	5,648
其他流动资产	1,308	4,445	3,553	4,650	5,502	6,253
流动资产	13,743	25,592	28,749	40,022	47,062	58,490
%总资产	29.4%	39.8%	32.6%	35.9%	37.4%	39.6%
长期投资	700	735	725	655	666	677
固定资产	28,123	32,828	47,939	57,605	66,801	77,277
%总资产	60.1%	51.1%	54.3%	51.7%	53.1%	52.3%
无形资产	2,953	3,135	3,419	3,539	3,735	4,018
非流动资产	33,078	38,660	59,501	71,406	78,652	89,223
%总资产	70.6%	60.2%	67.4%	64.1%	62.6%	60.4%
资产总计	46,821	64,252	88,250	111,428	125,714	147,713
短期借款	4,765	4,883	3,862	2,000	2,000	2,000
应付款项	9,517	14,073	18,871	27,072	30,402	36,721
其他流动负债	3,561	3,425	5,627	7,638	7,864	8,980
流动负债	17,843	22,381	28,360	36,710	40,265	47,700
长期贷款	4,089	6,297	11,441	8,441	6,441	6,441
其他长期负债	6,800	4,031	6,793	7,954	7,758	7,497
负债	28,733	32,708	46,593	53,106	54,464	61,638
普通股股东权益	17,577	30,541	37,503	50,238	59,257	70,797
其中：股本	3,883	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
未分配利润	6,617	9,066	15,545	26,296	37,315	48,855
少数股东权益	511	1,003	4,154	8,084	11,993	15,279
负债股东权益合计	46,821	64,252	88,250	111,428	125,714	147,713

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.679	0.801	1.823	3.981	4.080	4.273
每股净资产	4.527	6.785	8.331	11.160	13.164	15.727
每股经营现金净流	0.583	0.542	1.580	6.157	5.287	6.339
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.592	1.632	1.709
回报率						
净资产收益率	14.99%	11.81%	21.89%	35.67%	30.99%	27.17%
总资产收益率	5.63%	5.62%	9.30%	16.08%	14.61%	13.02%
投入资本收益率	9.26%	7.61%	16.52%	32.40%	28.26%	23.98%
增长率						
主营业务收入增长率	36.39%	17.69%	43.64%	69.60%	7.75%	15.39%
EBIT增长率	31.14%	11.72%	199.39%	135.51%	-0.16%	0.57%
净利润增长率	30.51%	36.95%	127.50%	118.31%	2.49%	4.73%
总资产增长率	21.66%	37.23%	37.35%	26.26%	12.82%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.8	11.3	11.5	5.0	8.0	7.0
存货周转天数	23.9	25.8	33.6	28.0	24.0	22.0
应付账款周转天数	46.2	37.5	48.0	53.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	238.5	246.3	214.4	132.6	136.6	133.6
偿债能力						
净负债/股东权益	57.35%	12.03%	30.49%	7.86%	3.22%	-2.71%
EBIT利息保障倍数	4.8	5.6	17.9	33.7	37.7	48.1
资产负债率	61.37%	50.91%	52.80%	47.66%	43.32%	41.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	31	42	56	89
增持	0	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.11	1.10	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-27	买入	39.10	N/A
2	2021-07-01	买入	43.27	55.00 ~ 55.00
3	2021-08-17	买入	47.00	58.00 ~ 58.00
4	2021-10-10	买入	50.46	69.00 ~ 69.00
5	2021-10-26	买入	57.00	75.00 ~ 75.00
6	2022-01-09	买入	42.10	80.00
7	2022-03-10	买入	43.35	80.00 ~ 80.00
8	2022-04-26	买入	35.17	N/A

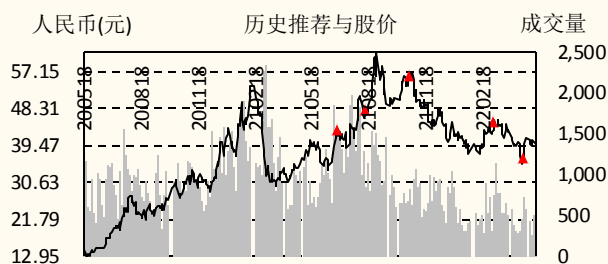
来源：国金证券研究所

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


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，不作为或被视为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