通威股份（600438）

员工持股计划彰显信心，硅料扩产再提速

买入（维持）

2021 年 02 月 10 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,555	42,839	59,667	73,933
同比（%）	36.4%	14.1%	39.3%	23.9%
归母净利润（百万元）	2635	3817	5630	6881
同比（%）	30.5%	44.9%	47.5%	22.2%
每股收益（元/股）	0.61	0.89	1.31	1.60
P/E（倍）	83.00	57.29	38.84	31.78

投资要点

- **事件：**1）通威与晶科签订战略协议，通威 30%参股晶科 15GW 硅片新项目，晶科 35%参股通威 4.5 万吨硅料新项目，双方按股权比锁定 2 倍权益的实际产出硅料、硅片；2）晶科和通威签订三年合计约 6.5GW 硅片长单。2）通威推出 2021-2023 员工持股计划，公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿购买公司股票，占总股本 1.28%，锁定期 12 个月。

- **硅料加速扩产，龙头地位持续强化：**硅料端，截止 20 年末公司设计产能 8 万吨，实际产能 9 万吨+，21 年 Q4 乐山二期 3.5 万吨、保山 4 万吨项目投产（隆基参股项目）；22 年包头二期 4 万吨（天合参股项目）、晶科参股项目 4.5 万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产。公司硅料加速扩产，硅料龙头地位持续强化。

- **组件龙头深度绑定，坚持“制造为本”发展理念：**纵观光伏产业链，近两年是时间窗口期，各环节集中度迅速提升，组件龙头集中趋势明显。公司作为上游制造商，坚持“制造为本”的发展理念，同时与隆基、晶科、天合等组件龙头通过参股方式深度绑定，可以充分保障制造端产品的外销。

- **大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：**公司作为全行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年 10.18 万吨、与晶科 3 年合计锁量 9.3 万吨、与美科硅能源合计锁量 6.88 万吨、与天合 3 年合计锁量 7.2 万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的 95%+，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。

- **锁单&合资，补齐硅片环节短板：**公司与晶科能源签订 6.5GW 硅片长单的同时，与晶科合资 15GW 硅片项目，公司持股 30%，同时公司此前还与天合合资 15GW 硅片项目，公司持股 65%。通过锁单及合资建厂，公司补齐硅片环节短板，确保 182&210 大尺寸硅片供应， 最大化电池盈利。

- **员工持股激励计划出台，利好公司长期发展：**公司公布 2021-2023 员工持股计划，员工持股计划资金总额为不超过人民币 13.5 亿元（其中管理层出资 4.05 亿元，预留份额 9.45 亿元用于奖励员工），锁定期 12 个月，存续期限为 36 个月。公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿回购公司股票，占总股本 1.28%，经公司股东大会审议通过后 6 个月内委托资管/信托产品在二级市场购买公司股票。管理层出资于二级市场回购公司股票，表明管理层对未来行业及公司前景充分的看好。本次员工持股计划通过绑定核心管理层利益，有利于进一步推动公司稳健发展、做强做优，利好公司长期发展。

- **投资建议：**我们预计公司 20-22 年业绩为：38.17、56.30、68.81 亿元，同比+44.9%、+47.5%、+22.2%，对应 EPS 为 0.89、1.31、1.60 元。目标价 58.95 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.00
一年最低/最高价	11.05/51.49
市净率(倍)	8.97
流通 A 股市值(百万元)	218680.64

基础数据

每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	53.93
总股本(百万股)	4287.86
流通 A 股(百万股)	4287.86

相关研究

1、《通威股份（600438）：强强联手天合，硅料+硅片+电池全产业完善布局》2020-11-18
2、《通威股份三季报业绩点评：电池片超预期，硅料盈利向好》2020-10-23
3、《通威股份 20H1 中报业绩点评：业绩符合预期，硅料&电池片盈利趋势向上》2020-08-10

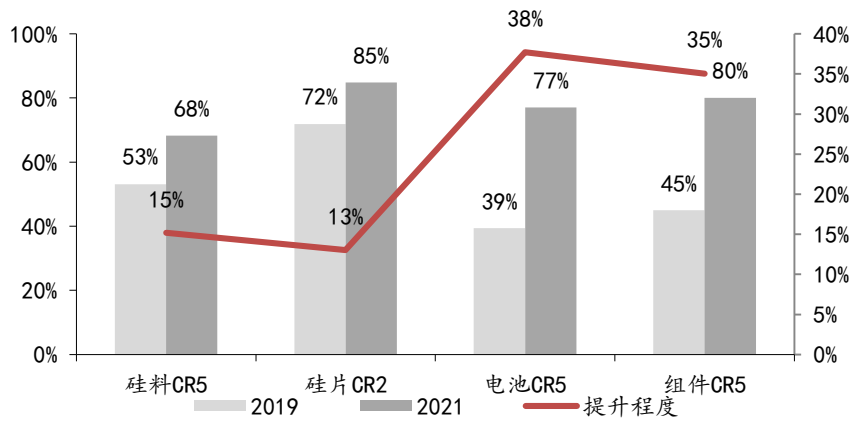
请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：1）通威与晶科签订战略协议，通威 30%参股晶科 15GW 硅片新项目，晶科 35%参股通威 4.5 万吨硅料新项目，双方按股权比锁定 2 倍权益的实际产出硅料、硅片；2）晶科和通威签订三年合计约 6.5GW 硅片长单。2）通威推出 2021-2023 员工持股计划，公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿购买公司股票，占总股本 1.28%，锁定期 12 个月。

硅料加速扩产，龙头地位持续强化：硅料端，截止 20 年末公司设计产能 8 万吨，实际产能 9 万吨+，21 年 Q4 乐山二期 3.5 万吨、保山 4 万吨项目投产（隆基参股项目）；22 年包头二期 4 万吨（天合参股项目）、晶科参股项目 4.5 万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产。公司硅料加速扩产，硅料龙头地位持续强化。

组件龙头深度绑定，坚持“制造为本”发展理念：纵观光伏产业链，近两年是时间窗口期，各环节集中度迅速提升，组件龙头集中趋势明显。公司作为上游制造商，坚持“制造为本”的发展理念，同时与隆基、晶科、天合等组件龙头通过参股方式深度绑定，可以充分保障制造端产品的外销。

图 1：光伏板块龙头占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

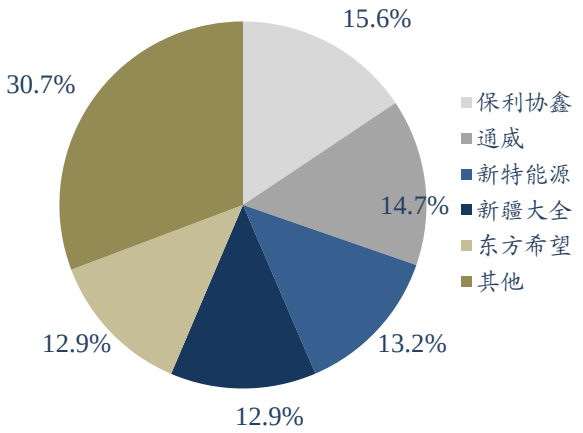
大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：公司作为全行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年 10.18 万吨、与晶科 3 年合计锁量 9.3 万吨、与美科硅能源合计锁量 6.88 万吨、与天合 3 年合计锁量 7.2 万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的 95%+，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。

图 2：公司硅料长单情况

	公告时间	交易对手	合同类别	合同商品	数量	单价	合同总额	合同期限
通威股份	2020年9月25日	隆基股份	销售合同	多晶硅料	10.18万吨/年	按月议价	90亿元/年	
	2020年11月7日	晶科能源	销售合同	多晶硅料	9.3万吨	按月议价		2020年11月至2023年12月
	2020年11月17日	美科硅能源	销售合同	多晶硅料	6.88万吨	按月议价		2021年1月至2023年12月
	2020年11月17日	天合光能	销售合同	多晶硅料	7.2万吨	按月议价		2021年1月至2023年12月

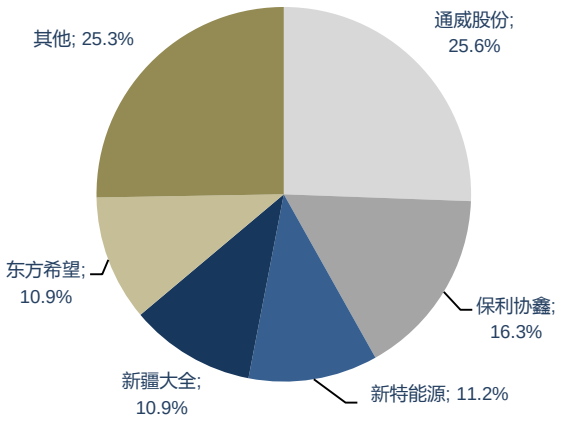
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：国内硅料五家寡头竞争格局（2020 年）



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

图 3：21 年硅料市场格局（按产能）



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

锁单&合资，补齐硅片环节短板：公司与晶科能源签订 6.5GW 硅片长单的同时，与晶科合资 15GW 硅片项目，公司持股 30%，同时公司此前还与天合合资 15GW 硅片项目，公司持股 65%。通过锁单及合资建厂，公司补齐硅片环节短板，确保 182&210 大尺寸硅片供应， 最大化电池盈利。

表 1：通威电池产能扩张计划

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	类型
合肥多晶	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0	多电池、黑硅电池
合肥单晶			2.3	4.0	4.0	4.0	158 尺寸，可改 166
成都一期	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	158 尺寸，可改 166
成都二期		2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	158 尺寸，可改 166
成都三期			3.2	4.0	4.0	4.0	158 尺寸，可改 166
成都四期				4.5	4.5	4.5	166 向下兼容
眉山一期					7.5	7.5	210 向下兼容
眉山二期						7.5	210 向下兼容
金堂一期						7.5	210 向下兼容
金堂二期						7.5	210 向下兼容
设计产能	3.4	5.4	11.5	20	27.5	50.0	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司硅片长单情况

	公告时间	交易对手	合同类别	合同商品	数量	单价	合同期限	备注
通威股份	2020年1月22日	通威股份	销售合同	单晶硅片	48亿片	按月议价	020年1月1日至2022年12月31	2020-2022年分别为14、16、18亿片
	2020年9月10日	通威股份	销售合同调整	单晶硅片	26亿片		2021年	2021年向成都通威销售单晶硅片由14亿调整为26亿片
	2021年2月9日	晶科能源	采购合同	单晶硅片	6.5GW	按月议价	2021年至2023年	
	2021年2月9日	晶科能源	采购合同	单晶硅片	9GW/年	按月议价	晶科项目投产起每年	需按照通威30%股权的两倍锁定硅片供应

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

员工持股激励计划出台，利好公司长期发展：公司公布 2021-2023 员工持股计划，员工持股计划资金总额为不超过人民币 13.5 亿元（其中管理层出资 4.05 亿元，预留份额 9.45 亿元用于奖励员工），锁定期 12 个月，存续期限为 36 个月。公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿回购公司股票，占总股本 1.28%，经公司股东大会审议通过后 6 个月内委托资管/信托产品在二级市场购买公司股票。管理层出资于二级市场回购公司股票，表明管理层对未来行业及公司前景充分的看好。本次员工持股计划通过绑定核心管理层利益，有利于进一步推动公司稳健发展、做强做优，利好公司长期发展。

图 6：公司本次员工持股计划持有人名单及分配情况

序号	持有人	职务	认购持股计划份额/个人出资额（万份/万元）	比例（%）
1	谢毅	董事长	40,500	30%
2	严虎	副董事长		
3	段雍	董事		
4	邓三	监事会主席		
5	郭异忠	总经理		
6	陈平福	副总经理		
7	王尚文	副总经理		
8	宋刚杰	副总经理		
9	沈金竹	副总经理		
10	张璐	副总经理		
11	周斌	财务总监		
12	严轲	董事会秘书		
13	预留份额		94,500	70%
合计			13,500	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：我们预计公司 20-22 年业绩为：38.17、56.30、68.81 亿元，同比+44.9%、+47.5%、+22.2%，对应 EPS 为 0.89、1.31、1.60 元。目标价 58.95 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

通威股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**13743.3**	**17141.3**	**16615.7**	**22501.9**
现金	2692.7	9047.8	3323.2	3000.0
应收款项	2934.7	3521.0	4904.1	8102.2
存货	2415.7	2859.0	3854.8	4800.8
其他	5700.2	1713.6	4533.6	6598.9
非流动资产	**33077.6**	**38972.9**	**45738.5**	**52400.1**
长期股权投资	439.7	597.9	756.0	914.2
固定资产	28121.0	33915.1	40579.6	47139.9
无形资产	1709.8	1652.8	1595.8	1538.8
其他	2807.1	2807.1	2807.1	2807.1
资产总计	**46821.0**	**56114.2**	**62354.2**	**74902.0**
流动负债	**17843.4**	**23497.2**	**25581.8**	**32973.2**
短期借款	4765.0	10000.0	10000.0	13618.4
应付账款	8903.7	5717.9	5139.7	6401.1
其他	4174.7	7779.3	10442.1	12953.6
非流动负债	**10889.4**	**12389.4**	**13389.4**	**14689.4**
长期借款	4089.0	4089.0	4089.0	4089.0
其他	6800.4	8300.4	9300.4	10600.4
负债总计	**28732.8**	**35886.6**	**38971.2**	**47662.5**
少数股东权益	511.1	551.1	610.1	682.2
归属母公司股东权益	17577.0	19676.5	22772.9	26557.3
负债和股东权益总计	**46821.0**	**56114.2**	**62354.2**	**74902.0**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2357.5	10224.9	5519.1	7693.8
投资活动现金流	-4290.8	-7387.1	-8710.2	-9039.1
筹资活动现金流	1441.1	3517.3	-2533.5	1022.1
现金净增加额	-485.3	6355.1	-5724.6	-323.2
折旧和摊销	1988.3	1484.4	1894.6	2327.6
资本开支	-4932.3	-7228.9	-8552.1	-8881.0
营运资本变动	-5700.1	4833.4	-2114.4	-1636.5
企业自由现金流	-4128.8	2440.1	-2433.9	-399.9

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**37555.1**	**42839.1**	**59666.8**	**73932.9**
营业成本	30536.0	34783.9	46900.0	58409.9
营业税金及附加	122.9	171.4	238.7	295.7
营业费用	975.3	1113.8	1491.7	1700.5
管理费用	1572.1	3055.7	3875.7	4714.8
财务费用	707.8	669.6	814.6	1024.5
投资净收益	118.4	150.0	150.0	150.0
其他	-636.4	178.3	245.7	302.7
营业利润	**3123.0**	**3373.0**	**6741.8**	**8240.3**
营业外净收支	28.5	1200.0	3.0	3.0
利润总额	**3151.5**	**4573.0**	**6744.8**	**8243.3**
所得税费用	469.2	686.0	1011.7	1236.5
少数股东损益	47.8	70.0	103.2	126.1
归属母公司净利润	**2634.6**	**3817.1**	**5629.9**	**6880.7**
EBIT	4530.0	3942.6	7456.4	9164.8
EBITDA	6518.4	5427.1	9351.0	11492.4

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.61	0.89	1.31	1.60
每股净资产(元)	4.10	4.59	5.31	6.19
发行在外股份(百万股)	3882.6	4287.9	4287.9	4287.9
ROIC(%)	14.1%	10.2%	16.9%	16.9%
ROE(%)	15.0%	19.4%	24.7%	25.9%
毛利率(%)	18.7%	18.8%	21.4%	21.0%
EBIT Margin(%)	12.1%	9.2%	12.5%	12.4%
销售净利率(%)	7.0%	8.9%	9.4%	9.3%
资产负债率(%)	61.4%	64.0%	62.5%	63.6%
收入增长率(%)	36.4%	14.1%	39.3%	23.9%
净利润增长率(%)	30.5%	44.9%	47.5%	22.2%
P/E	83.00	57.29	38.84	31.78
P/B	12.44	11.11	9.60	8.23
EV/EBITDA	37.96	46.91	27.55	23.18

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

