

通威股份 (600438)

发布员工持股方案，提高凝聚力，彰显信心 买入 (维持)

2022年05月17日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	63,491	94,355	103,982	114,815
同比	44%	49%	10%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	8,208	15,535	12,550	13,251
同比	127%	89%	-19%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.82	3.45	2.79	2.94
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.78	11.51	14.25	13.49

投资要点

- **事件:** 为提高公司凝聚力和竞争力，通威发布员工持股方案，对象为董事、监事或高级管理人员等 14 人，共认购 8.4 亿份，预留 19.6 亿份，总金额 28 亿元，锁定期是 12 个月，存续期 36 个月，预留份额将根据 2022-2024 年业绩考核结果分配给核心骨干员工。计划设立后成立资管/信托产品进行管理，按 1:1 设立优先/次级份额，份额上限为 56 亿份，对应股票上限为 1.39 亿股 (以 5 月 13 日收盘价 40.35 元/股测算)，占总股本的 3.08%。
- **惠及面广，规模空前:** 公司此前曾发布 2017 年、2021-2023 年两次持股计划，分别募资 3.6 亿元、13.5 亿元，本次募资 28 亿元，历史规模最大。持股计划均采用成立时认购+预留份额形式，本次计划设立时董监高 14 人共认购 8.4 亿份 (占 30%)，预留 70% 份额分配给核心骨干员工，惠及面较广。持股计划通过控股股东借款、参加对象合法薪酬、自筹资金及持股计划融资等方式募集资金; 计划存续期三年，将逐年减持，收益偿还融资成本后分配给骨干员工，获得现金回报，激励效果显著。员工持股计划落地，赋能公司业绩成长!
- **硅料量利双升，扩产加速:** 2022 年需求旺盛，硅料价格维持高位，硅料仍是产业链内超额收益所在。公司 2022 年出货目标 20 万吨 (我们预计权益 16~17 万吨)，假设硅料全年含税均价 18~19 万元，单吨净利 8.5~9.5 万，对应全年硅料利润 135-160 亿元。硅料产能持续扩张，目前产能 18 万吨，在建产能 17 万吨，我们预计包头二期 5 万吨 2022 年中投产，乐山三期 12 万吨 2023 年投产。
- **电池技术多管齐下，盈利修复明显:** 2022 年 Q1 起供需改善下电池盈利修复，我们预计当前大尺寸盈利 3-4 分，小尺寸盈亏平衡。公司全年出货 40GW+，平均盈利 3 分，对应全年电池利润 10 亿左右。公司深入布局多种技术路线，目前具备 1.4GW HJT 及 1GW TOPCON 产能，我们预计 2023 年电池总产能将达到 80-100GW。
- **盈利预测与投资评级:** 基于硅料价格持续超市场预期，我们维持盈利预测，我们预计 2022-2024 年净利润预测 155.35/125.50/132.51 亿元 (与前置相同)，同比+89%/-19%/6%，对应 2022-2024 年 PE 为 11.51/14.25/13.49 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧，光伏政策超预期变化等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.72
一年最低/最高价	33.56/61.90
市净率(倍)	4.22
流通 A 股市值(百万元)	178,801.49
总市值(百万元)	178,801.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.41
资产负债率(% ,LF)	52.26
总股本(百万股)	4,501.55
流通 A 股(百万股)	4,501.55

相关研究

《通威股份(600438): 2021 年 & 2022Q1 点评: 业绩高增, 扩产持续推进》

2022-04-26

《通威股份(600438): 业绩点评: 通威股份 2022 年 1~2 月经营业绩大增, 硅料景气度超预期》

2022-03-10

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,749	50,449	52,901	53,722	营业总收入	63,491	94,355	103,982	114,815
货币资金及交易性金融资产	3,013	12,819	9,957	6,337	营业成本(含金融类)	45,918	67,135	81,849	90,298
经营性应收款项	17,506	25,977	28,903	31,911	税金及附加	276	283	312	344
存货	5,683	8,309	10,130	11,175	销售费用	919	1,132	1,040	1,148
合同资产	715	1,063	1,171	1,293	管理费用	2,948	3,302	3,339	4,148
其他流动资产	1,833	2,282	2,740	3,006	研发费用	2,036	2,359	2,152	2,514
非流动资产	59,501	77,087	95,903	116,179	财务费用	637	903	1,206	1,682
长期股权投资	456	456	456	456	加:其他收益	359	594	364	402
固定资产及使用权资产	41,675	50,301	59,370	68,925	投资净收益	43	9	239	149
在建工程	10,636	19,497	29,244	39,965	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	2,411	2,511	2,511	2,511	减值损失	-253	1,026	1,129	1,242
商誉	747	747	747	747	资产处置收益	-78	-944	-10	-11
长期待摊费用	262	262	262	262	营业利润	10,834	19,926	15,806	16,461
其他非流动资产	3,314	3,314	3,314	3,314	营业外净收支	-444	-460	-80	-50
资产总计	88,250	127,536	148,804	169,902	利润总额	10,390	19,466	15,726	16,411
流动负债	28,360	50,699	58,400	65,284	减:所得税	1,648	2,920	2,359	2,298
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,862	14,957	15,028	17,456	净利润	8,742	16,546	13,367	14,113
经营性应付款项	18,211	26,629	32,447	35,797	减:少数股东损益	534	1,011	817	863
合同负债	3,112	4,550	5,547	6,120	归属母公司净利润	8,208	15,535	12,550	13,251
其他流动负债	3,174	4,564	5,377	5,912	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	3.45	2.79	2.94
非流动负债	18,234	18,634	18,834	18,934	EBIT	11,395	20,143	15,290	16,361
长期借款	11,441	11,841	12,041	12,141	EBITDA	14,647	21,341	16,888	18,408
应付债券	410	410	410	410	毛利率(%)	27.68	28.85	21.29	21.35
租赁负债	2,501	2,501	2,501	2,501	归母净利率(%)	12.93	16.46	12.07	11.54
其他非流动负债	3,882	3,882	3,882	3,882	收入增长率(%)	43.64	48.61	10.20	10.42
负债合计	46,593	69,333	77,233	84,218	归母净利润增长率(%)	127.50	89.27	-19.21	5.58
归属母公司股东权益	37,503	53,038	65,588	78,839					
少数股东权益	4,154	5,165	5,982	6,845					
所有者权益合计	41,657	58,203	71,570	85,684					
负债和股东权益	88,250	127,536	148,804	169,902					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,618	18,321	17,083	15,982	每股净资产(元)	8.33	11.78	14.57	17.51
投资活动现金流	-13,591	-19,152	-19,135	-20,994	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	2,902	10,638	-810	1,392	ROIC(%)	18.62	23.17	13.72	12.81
现金净增加额	-3,083	9,806	-2,862	-3,620	ROE-摊薄(%)	21.89	29.29	19.14	16.81
折旧和摊销	3,252	1,198	1,597	2,047	资产负债率(%)	52.80	54.36	51.90	49.57
资本开支	-13,851	-19,161	-19,374	-21,143	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.78	11.51	14.25	13.49
营运资本变动	-5,894	-1,589	1,960	-254	P/B(现价)	4.77	3.37	2.73	2.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

