

公司研究

业绩符合预期，大尺寸组件龙头布局支架与储能

——天合光能（688599.SH）2020年年度报告点评

要点

事件：公司发布2020年年报，实现营业收入294.18亿元，同比+26.14%；实现归母净利润12.29亿元，同比+91.9%；扣非后归母净利润11.12亿元，同比+82%；综合毛利率15.97%，同比-1.42pcts。2020年单四季度实现营收94.91亿元，同比+45.37%；归母净利润3.98亿元，同比+17%。符合此前业绩快报。

组件与系统业务增速较快：公司主营业务收入290.67亿元，同比增长28.55%，主要系光伏组件及系统产品销量增加。光伏组件业务营收220.53亿元，同比+34.5%，增速较快，毛利率14.9%，同比-2.4pcts；系统产品营收39.93亿元，同比+241%，毛利率14.48%，同比-0.6pcts。公司经营性净现金流30亿元，同比-43%，主要由于供应链波动，原材料现金支付比例增加、库存增加。

大力扩展大尺寸210产能，与通威合作完善一体化布局。截至2020年底，公司的组件总产能约22GW，其中210大尺寸组件产能约10GW，2020年组件出货量13.285GW，同比+52%。公司加速宿迁、盐城、义乌三大生产基地的210组件工厂建设，预计2021年底，组件总产能突破50GW，210组件产能约44GW，占比超80%；公司于宿迁、盐城、越南及泰国的生产基地共拥有电池片产能约12GW，预计到2021年底，自有电池产能将达到26GW，其中210大尺寸电池占比70%左右；此外，公司拟与通威共同投资150亿元进行光伏产业链硅料、拉棒、切片和电池四个环节产能的建设，包括年产4万吨高纯硅项目、年产15GW拉棒项目、年产15GW切片项目及年产15GW高效晶硅电池项目。

持续研发创新，布局光伏支架与储能：2020年公司研发投入16.28亿元，同比增长22.29%，其中研发费用36,348.68万元，同比增长23.73%。公司全资收购跟踪支架企业Nclave，2019年Nclave光伏跟踪支架出货1.5GW，全球市占率达4%，在国内企业中仅次于Arctech Solar（中信博）的6%市占率；2020年跟踪支架出货量超2GW，实现了快速增长。另外，公司持续在储能业务发力，目前已与鹏辉能源合资建设磷酸铁锂电芯一期、PACK一期，另有储能集装箱系统组装线等项目，已规划累计超过10GWh的总体产能布局。

维持“买入”评级：上游涨价公司毛利率承压，下调21-22年（下调19%/4%），新增23年预测，预计公司2021-23年归母净利润分别为18.27/28.20/35.91亿元，对应EPS 0.88/1.36/1.74元，当前股价对应PE分别为20/13/10倍。公司光伏组件出货量居全球前列，大尺寸产品提前布局将保障公司在产业链降价背景下获取超额收益，目前估值处于低位，维持“买入”评级。

风险提示：光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期，光伏产业链价格战剧烈程度超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,322	29,418	51,914	69,071	85,920
营业收入增长率	-6.91%	26.14%	76.47%	33.05%	24.39%
净利润（百万元）	641	1,229	1,827	2,820	3,591
净利润增长率	14.82%	91.90%	48.64%	54.36%	27.33%
EPS（元）	0.36	0.59	0.88	1.36	1.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.36%	8.15%	11.05%	15.00%	16.67%
P/E	49	30	20	13	10
P/B	2.6	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-30

买入（维持）

当前价：17.92元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

联系人：陈无忌

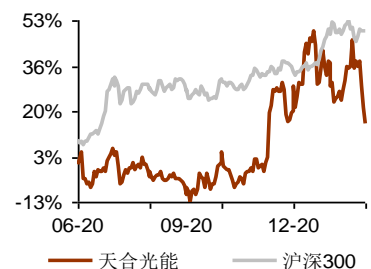
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.68
总市值(亿元)	370.59
一年最低/最高(元)	14.74/26.49
近3月换手率	48.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.86	-22.22	-33.96
绝对	-14.84	-22.59	4.71

资料来源：Wind

相关研报

大尺寸、一体化及数字化，光伏老兵重新起航——天合光能（688599.SH）价值投资分析报告（2021-03-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,322	29,418	51,914	69,071	85,920
营业成本	19,267	24,719	44,576	58,926	73,300
折旧和摊销	857	1,143	1,162	1,341	1,519
税金及附加	132	97	260	345	430
销售费用	1,382	1,015	1,792	2,384	2,879
管理费用	927	1,109	1,957	2,604	3,153
研发费用	298	363	727	932	1,074
财务费用	354	538	757	1,085	1,178
投资收益	103	386	100	100	100
营业利润	837	1,433	2,151	3,348	4,277
利润总额	870	1,407	2,201	3,398	4,327
所得税	168	174	374	578	736
净利润	702	1,233	1,827	2,820	3,591
少数股东损益	62	4	0	0	0
归属母公司净利润	641	1,229	1,827	2,820	3,591
EPS(按最新股本计)	0.36	0.59	0.88	1.36	1.74

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,241	2,998	-2,725	7,486	7,269
净利润	641	1,229	1,827	2,820	3,591
折旧摊销	857	1,143	1,162	1,341	1,519
净营运资金增加	-5,514	-1,766	11,337	1,948	3,132
其他	9,258	2,391	-17,052	1,377	-974
投资活动产生现金流	-5,200	-3,988	-2,994	-2,948	-2,950
净资本支出	-3,801	-4,687	-3,070	-3,050	-3,050
长期投资变化	476	444	0	0	0
其他资产变化	-1,875	255	76	102	100
融资活动现金流	1,106	1,662	9,268	-249	-106
股本变化	0	310	0	0	0
债务净变化	530	326	10,397	1,388	1,923
无息负债变化	5,698	5,773	4,109	-1,798	4,590
净现金流	1,287	337	3,549	4,289	4,212

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.4%	16.0%	14.1%	14.7%	14.7%
EBITDA 率	10.1%	12.6%	6.7%	7.9%	8.0%
EBIT 率	6.3%	8.6%	4.5%	6.0%	6.3%
税前净利润率	3.7%	4.8%	4.2%	4.9%	5.0%
归母净利润率	2.7%	4.2%	3.5%	4.1%	4.2%
ROA	1.9%	2.7%	3.0%	4.4%	4.9%
ROE (摊薄)	5.4%	8.2%	11.0%	15.0%	16.7%
经营性 ROIC	5.7%	9.9%	5.4%	8.7%	10.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	65%	66%	72%	69%	69%
流动比率	1.15	1.17	1.09	1.13	1.17
速动比率	0.86	0.87	0.79	0.86	0.88
归母权益/有息债务	1.26	1.54	0.82	0.87	0.92
有形资产/有息债务	3.66	4.46	2.95	2.85	3.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	36,491	45,592	61,553	63,412	72,665
货币资金	5,827	9,429	12,978	17,268	21,480
交易性金融资产	1,734	915	915	915	915
应收帐款	4,660	4,232	9,344	7,460	7,733
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,555	1,652	2,597	2,074	2,579
存货	5,617	7,120	11,590	10,017	12,461
其他流动资产	2,135	3,309	3,309	3,309	3,309
流动资产合计	22,339	28,317	42,071	42,221	49,943
其他权益工具	110	129	129	129	129
长期股权投资	476	444	444	444	444
固定资产	10,118	10,012	12,049	13,615	15,010
在建工程	843	2,330	2,499	2,659	2,811
无形资产	595	649	651	633	617
商誉	153	160	160	160	160
其他非流动资产	389	1,721	1,721	1,721	1,721
非流动资产合计	14,152	17,276	19,482	21,192	22,722
总负债	23,793	29,892	44,397	43,988	50,501
短期借款	6,041	5,068	14,775	15,163	16,086
应付账款	4,483	5,381	8,915	7,660	9,529
应付票据	4,694	9,650	10,698	8,839	10,262
预收账款	1,826	0	2,596	3,454	4,296
其他流动负债	-	33	33	33	33
流动负债合计	19,507	24,245	38,730	37,320	42,833
长期借款	2,604	4,108	5,108	6,108	7,108
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	288	128	128	128	128
非流动负债合计	4,285	5,646	5,667	6,667	7,667
股东权益	12,698	15,701	17,156	19,425	22,164
股本	1,758	2,068	2,068	2,068	2,068
公积金	9,295	11,252	11,434	11,716	12,075
未分配利润	1,025	2,013	3,286	5,272	7,653
归属母公司权益	11,956	15,081	16,536	18,805	21,545
少数股东权益	742	620	620	620	620

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.92%	3.45%	3.45%	3.45%	3.35%
管理费用率	3.97%	3.77%	3.77%	3.77%	3.67%
财务费用率	1.52%	1.83%	1.46%	1.57%	1.37%
研发费用率	1.28%	1.24%	1.40%	1.35%	1.25%
所得税率	19%	12%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.18	0.27	0.41	0.52
每股经营现金流	2.98	1.45	-1.32	3.62	3.51
每股净资产	6.80	7.29	8.00	9.09	10.42
每股销售收入	13.27	14.23	25.10	33.40	41.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	49	30	20	13	10
PB	2.6	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.4	12.2	16.3	10.7	8.8
股息率	0.6%	1.0%	1.5%	2.3%	2.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE