

天合光能（688599）

公司研究/点评报告

出货高增，积极扩产尽享大尺寸红利

—天合光能（688599）2020 年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 04 月 02 日

一、事件概述

3 月 31 日，公司发布 2020 年年报：报告期内公司实现营业收入 294.18 亿元，同比+26.1%；实现归母净利润 12.29 亿元，同比+91.9%；实现扣非后归母净利润 11.12 亿元，同比+82.0%；EPS 0.64 元，加权平均 ROE 8.9%。拟以公司 20.68 亿股为基数向全体股东，每 10 股派发现金股利 1.8 元。

其中，Q4 实现营业收入 73.81 亿元，同比+22.4%，环比+4.8%；归母净利润 3.39 亿元，同比+42.7%，环比-0.4%；扣非后归母净利润 3.12 亿元，同比+16.9%，环比-4.4%。

二、分析与判断

➤ 组件出货高增，盈利能力保持高位

全年组件业务收入 220.53 亿元，同比+34.5%，主要为组件出货量高增长所致。全年组件出货量 15.915GW，同比+58.85%。公司是老牌组件龙头，2020 年组件出货量 15.915GW，位居全球第一梯队，仅次于隆基与晶科。盈利能力上，组件业务 2020 年毛利率 14.9%，同比-2.3 pct，考虑到会计准则将运杂费计入营业成本以及行业组件价格下降且原辅材成本上升，公司组件业务盈利能力在行业中处于优秀水平。

➤ 率先布局 210 大尺寸产品，积极扩产享受红利

公司率先布局 210 大尺寸产品，2020 年 2 月发布基于 210 大硅片的 500W“至尊”组件，5 个月后发布 600W+“至尊”组件。凭借产品优势和对于 BOS 节约贡献，公司 210 产品受下游客户认可，实现满产满销，2020Q4-2021Q1 接单量超过 10GW。凭借产品优势，公司加快扩产，公司 2020、2021 年底组件产能分别达 22、50GW，电池产能分别达 12、35GW，其中 210 电池占比 70%以上。公司在 210 体系中，无论是产品推广、产能布局还是产业链整合均走在行业前列，凭借产品和产能先发优势，未来充分享受红利。

➤ 战略布局清晰，跟踪支架、户用系统、智慧能源业务多点开花

公司长期发展规划清晰，围绕智慧能源，布局了跟踪支架、户用系统、储能多方业务。

(1) 跟踪支架：由收购 Nclave 而来，行业空间较大，渗透率持续提升，正处在快速发展阶段。2020 年出货 2GW，2021 年预计 4GW。(2) 户用系统：属于高毛利业务，公司历经多年打造“天合富家”品牌，2020 年安装量 40MW，2021 年预计 800MW-1GW。

(3) 智慧能源：与鹏辉能源合资公司，规划 10GWh 储能产能布局，同时配套集成 BMS、PCS、EMS 系统等，提供全生命周期解决方案。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.8、27.12、35.85 亿元，同比分别增长 69.2%、30.4%、32.2%，EPS 分别为 1.01、1.31、1.73 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 19、15、11 倍。公司产品、品牌、渠道优势明显，未来业绩增速较高、增长较为确定，当前估值较低，参考当前 CS 光伏产业 50 倍 PE (TTM) 估值，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期、组件销售价格下跌超预期、上游原材料涨价。

推荐

维持评级

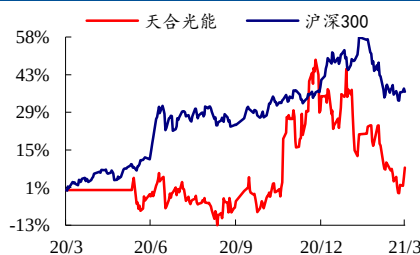
当前价格： 18.95 元

交易数据

2021-4-1

近 12 个月最高/最低(元)	25.49/14.84
总股本(百万股)	2,068
流通股本(百万股)	301
流通股比例(%)	14.55
总市值(亿元)	392
流通市值(亿元)	57

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号： S0100120120042

电话： 021-60876734

邮箱： dingya@mszq.com

相关研究

1.天合光能(688599):业绩大幅增长,大尺寸龙头呼之欲出

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29,418	55,569	84,450	97,400
增长率（%）	26.1	88.9	52.0	15.3
归属母公司股东净利润（百万元）	1,229	2,080	2,712	3,585
增长率（%）	91.9	69.2	30.4	32.2
每股收益（元）	0.64	1.01	1.31	1.73
PE（现价）	29.6	18.8	14.5	10.9
PB	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	29,418	55,569	84,450	97,400
营业成本	24,719	47,770	72,683	82,990
营业税金及附加	97	278	422	487
销售费用	1,015	2,374	3,842	4,887
管理费用	1,109	2,089	3,238	3,689
研发费用	363	630	1,027	1,164
EBIT	2,115	2,429	3,238	4,183
财务费用	538	372	465	542
资产减值损失	(329)	0	0	0
投资收益	386	0	0	0
营业利润	1,433	2,115	2,816	3,676
营业外收支	(27)	0	0	0
利润总额	1,407	2,164	2,835	3,690
所得税	174	0	0	0
净利润	1,233	2,164	2,835	3,690
归属于母公司净利润	1,229	2,080	2,712	3,585
EBITDA	3,281	3,640	4,327	5,268
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9429	14467	38546	45582
应收账款及票据	4232	10002	14357	14610
预付款项	1039	1397	2623	2970
存货	7120	16918	11654	16316
其他流动资产	1695	1695	1695	1695
流动资产合计	28360	51404	75028	89177
长期股权投资	444	444	444	444
固定资产	10012	9746	9400	9088
无形资产	649	671	687	697
非流动资产合计	17232	16556	15621	15108
资产合计	45592	67960	90649	104285
短期借款	5068	6268	7468	8968
应付账款及票据	15031	29048	44197	50464
其他流动负债	33	33	33	33
流动负债合计	24245	42949	61303	71250
长期借款	4108	5608	7108	7108
其他长期负债	1132	1132	1132	1132
非流动负债合计	5646	7146	8646	8646
负债合计	29892	50095	69950	79896
股本	2068	2068	2068	2068
少数股东权益	620	704	827	932
股东权益合计	15701	17865	20699	24389
负债和股东权益合计	45592	67960	90649	104285

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	26.1	88.9	52.0	15.3
EBIT 增长率	60.6	14.9	33.3	29.2
净利润增长率	91.9	69.2	30.4	32.2
盈利能力				
毛利率	16.0	14.0	13.9	14.8
净利润率	4.2	3.7	3.2	3.7
总资产收益率 ROA	2.7	3.1	3.0	3.4
净资产收益率 ROE	8.2	12.1	13.6	15.3
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.0
现金比率	0.4	0.4	0.6	0.7
资产负债率	0.7	0.7	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	54.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	92.8	90.0	70.0	60.0
总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	1.0	1.3	1.7
每股净资产	7.3	8.3	9.6	11.3
每股经营现金流	1.2	1.5	10.6	3.2
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.6	18.8	14.5	10.9
PB	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.9	8.7	3.0	1.6
股息收益率	0.9	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,233	2,164	2,835	3,690
折旧和摊销	1,275	1,211	1,089	1,085
营运资金变动	70	(652)	17,610	1,333
经营活动现金流	2,558	3,047	21,980	6,637
资本开支	4,687	313	136	559
投资	165	0	0	0
投资活动现金流	(3,988)	(313)	(136)	(559)
股权募资	2,310	0	0	0
债务募资	265	1,476	1,500	0
筹资活动现金流	1,662	2,304	2,235	958
现金净流量	232	5,038	24,079	7,036

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。