

日期: 2021年04月08日

行业: 电气设备和新能源


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870520010001

基本数据 (2021年03月30日)

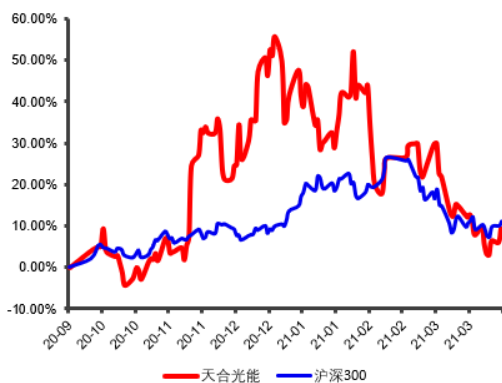
报告日股价 (元)	17.92
12mth A 股价格区间 (元)	14.65-26.34
总股本 (百万股)	2068.03
无限售 A 股/总股本	14.55%
流通市值 (百万元)	5392.02
每股净资产 (元)	7.29

主要股东 (2020A)

高纪凡	17.00%
-----	--------

收入结构 (2020A)

光伏产品	74.96%
光伏系统	20.72%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

组件出货高增长, 大尺寸及一体化布局深入**—2020 年年报点评****■ 公司动态事项**

公司发布2020年年报。2020年全年公司实现营业收入294.18亿元,同比增长26.14%;实现归母净利润12.29亿元,同比增长91.90%;扣非后净利润11.12亿元,同比增长81.97%。另外,公司拟每10股派发现金红利1.8元,合计拟派发现金3.72亿元。

■ 事项点评**组件销量高增长, 海外收入占比提升**

公司深耕太阳能光伏领域二十余年,光伏组件是公司的主要产品之一,销往全球100多个国家和地区。2020年公司光伏组件业务收入220.53亿元,同比增长34.51%。公司20年全年组件出货15.915GW,其中外销13.285GW,同比增长51.71%;业务毛利率14.90%,同比下滑2.4个百分点;单瓦售价1.66元,同比下滑24%;单瓦净利约0.067元,同比下滑16.6%。公司Q4单瓦净利约0.05元,在辅材价格大幅上涨推动成本上行的环境下依旧保持较好的盈利水平。公司全年海外业务收入206.63亿元,占比70%,同比提升1个百分点。我们预计海外组件出货达12GW,同比显著提升。公司海外业务毛利率16.69%,较国内高出2.24个百分点,20年公司海外业务毛利贡献占比提升至73%,其中美国单地区贡献比例超过46%,主要受益于公司海外产能规模的提升及美国201关税情况的改善。

坚定推行大尺寸, 一体化布局持续推进

2020年公司引领行业推出210mm尺寸超高功率组件产品,牵头发起“600W+产品创新开放生态联盟”,与全行业协同迈向210高效组件新时代。大尺寸产品在BOS降本上具有明显的优势,截至目前,公司210mm尺寸“至尊”系列组件签单量已超10GW,新产品受到市场广泛认可。我们预计2021年公司210mm组件产品出货占比有望提升至70%。公司持续推进大尺寸以及产业链一体化布局,截至2020年底,公司自有电池产能12GW,组件产能22GW;预计2021年有望形成电池产能35GW(其中210mm尺寸产品占比70%),组件产能50GW以上的产能规模,公司电池自给率不断提升,盈利水平有望改善。我们预计公司2021年组件出货有望提升至30GW以上,呈现翻倍增长,且电池片自给率有望提升至80%以上。

积极开拓创新, 布局新的增长极

公司智能跟踪支架解决方案成为探索降低度电成本的主要途径。2020年,收购西班牙Nclave公司剩余49%股权,Nclave成为公司全

资子公司，主要产品为用于天合智能优配等系统的跟踪支架。公司2020年跟踪支架出货约2GW，保持了高速增长，业务毛利率将近20%。2021年底公司支架产能有望提升至5GW，公司支架在手订单饱满，21年出货有望同比翻倍增长。另外，公司持续在储能智能解决方案业务发力，目前已与鹏辉能源合资建设磷酸铁锂电芯生产线一期项目、PACK生产线一期项目，另有储能集装箱系统组装线等产能项目，现有电芯产能约2GWh，已经规划了累计超过10GWh的总体产能布局，同时配套集成了BMS、PCS、EMS系统等，致力于为客户提供全生命周期的完整系统解决方案服务和高效可靠的储能系统集成产品。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2021年、2022年和2023年公司营业收入分别为547.90亿元、741.60亿元和922.10亿元，增速分别为86.25%、35.35%和24.34%；归属于母公司股东净利润分别为20.72亿元、30.56亿元和41.08亿元，增速分别为68.58%、47.49%和34.39%；全面摊薄每股EPS分别为1.00元、1.48元和1.99元，对应PE为17.88倍、12.12倍和9.02倍。公司系光伏组件龙头企业，一体化及大尺寸布局逐步深入，盈利有望显著改善，同时将显著受益于组件环节集中度提升。未来六个月内，我们首次给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

公司新增产能投放不及预期，产业链价格博弈加剧致使下游需求释放推迟等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	29417.97	54789.58	74160.37	92210.40
增长率(%)	26.14%	86.25%	35.35%	24.34%
归属母公司股东净利润	1229.28	2072.34	3056.52	4107.69
增长率(%)	91.90%	68.58%	47.49%	34.39%
每股收益(元)	0.59	1.00	1.48	1.99
市盈率(X)	30.15	17.88	12.12	9.02

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2021年03月30日收盘价)

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9429	10958	14832	18442
应收和预付款项	5271	10119	12927	15250
存货	7120	13110	17982	22091
其他流动资产	5581	7541	9037	10431
长期股权投资	444	444	444	444
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	12342	21633	29220	37373
无形资产和开发支出	649	725	790	860
商誉	160	160	160	160
其他非流动资产	4913	6238	7346	8304
资产总计	45592	69285	89988	109645
短期借款	5068	15944	17395	19199
应付和预收款项	15031	21226	32175	40702
长期借款	4108	4108	4108	4108
其他负债	1513	1513	1513	1513
负债合计	29892	49279	64146	76466
股本	2068	2068	2068	2068
资本公积	11161	11161	11161	11161
留存收益	2013	6145	11735	18721
归属母公司股东权益	15081	19524	25572	33175
少数股东权益	620	626	636	649
股东权益合计	15701	20150	26208	33823
负债和股东权益合计	45592	69285	89988	109645

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	2998	-1606	8458	8067
投资活动产生现金流量	-3988	-6326	-3996	-3820
融资活动产生现金流量	1662	9461	-588	-636
现金流量净额	337	1529	3874	3610

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	29418	54790	74160	92210
营业成本	24719	47152	62902	77788
营业税金及附加	97	265	340	390
营业费用	1015	1863	2596	3273
管理费用	1109	2027	2840	3550
财务费用	538	82	62	-25
研发费用	363	603	875	1153
资产减值损失	-329	-219	-290	-346
投资收益	386	438	371	323
其他收益	83	82	37	46
营业利润	1433	2472	3634	4874
营业外收支净额	-27	-27	-27	-27
利润总额	1407	2446	3607	4848
所得税	174	367	541	727
净利润	1233	2079	3066	4121
少数股东损益	4	7	10	13
归属母公司股东净利润	1229	2072	3057	4108

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.97%	13.94%	15.18%	15.64%
EBIT/销售收入	14.70	15.41	9.13	6.90
销售净利率	4.19%	3.79%	4.13%	4.47%
ROE	8.15%	10.61%	11.95%	12.38%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.17	0.98	0.95	0.95
速动比率	0.81	0.61	0.57	0.56
总资产周转率	0.65	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	6.95	3.43	4.75	4.34
存货周转率	3.47	3.60	3.50	3.52

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。