

2021年一季报点评：盈利能力好于预期，海外高增长

买入（维持）

2021年04月29日

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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29,418	59,521	76,735	86,957
同比（%）	26.1%	102.3%	28.9%	13.3%
归母净利润（百万元）	1,229	1,933	2,790	3,559
同比（%）	91.9%	57.2%	44.4%	27.5%
每股收益（元/股）	0.59	0.93	1.35	1.72
P/E（倍）	30.11	19.15	13.27	10.40

投资要点

- **21Q1 公司归母净利润 2.30 亿元，同比+50.5%，符合我们的预期：**公司 21Q1 实现营收 85.22 亿元，同环比+54.90%/+10.20%，实现归母净利润 2.30 亿元，同环比+50.50%/+42.10%，其中非经营性损益 6053 万主要是政府补贴，经营性业绩主要由电池组件板块构成，电站业务 Q1 盈亏平衡，跟踪支架微利。
- **海外出口高增，单瓦盈利超预期。**公司 21Q1 组件出货约 4.5GW（自用 0.22GW+外销 4.28GW），同比+78%，测算 Q1 电池组件单瓦净利 4 分/W，在硅料成本上涨的背景下盈利能力超行业同行，原因在于 1）由于公司签单策略较好，主抓高价单；2）公司 Q1 海外出货 3.4GW，同比+111%，占比 75%，海外价格高盈利强，尤其是美国市场 20 年毛利率 36%，较中国市场高 22pct。21Q1 公司美国市场出货 700MW 左右，21 年计划出货 4GW，同比+67%，进一步提升盈利能力。21 年全年公司出货目标 30-35GW（市占率近 20%），我们预计公司 Q2 出货 6.5-7GW，海外占比将提升至 80%，盈利高增长可期。
- **大尺寸和双玻占比逐步提升，出货结构持续优化。**产业链价格博弈下，大尺寸和双玻的成本优势更加凸显。1）公司坚定 210 路线，21Q1 大尺寸占比 30%+，随新产能持续落地，我们预计 Q2 大尺寸占比将提升至 40-50%，全年目标 70%；2）21Q1 公司组件双玻占比 40%，4 月初玻璃价格下调约 35%，双玻组件单瓦降本近 1 毛，我们预计 Q2 起双玻需求将逐步提升，出货结构持续优化，推动盈利结构性改善。
- **扩产加速一体化布局，龙头地位持续强化。**我们预计到 21 年底公司电池、组件拥有产能 35GW、52GW，同比+180%、+134%，电池组件一体化比例提升至 67%。新扩产能均为 210，到 21 年底电池、组件 210 比例为 79%、86%，公司老产能包袱小，新产能成本低，盈利能力强劲，龙头地位强化。
- **跟踪支架重装出发。**21 年 4 月公司正式发布安捷 1P 跟踪系统，适配 600W+超功率组件，推动系统成本和度电成本进一步降低，我们预计 21 年公司跟踪支架出货约 4GW，同比实现翻倍增长。
- **三费控制能力稳定：**21Q1 费用同比增长 2.52%至 8.40 亿元，期间费用率下降 5.03 个百分点至 9.86%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-42.88%/+31.63%/-0.28%/+84.33%至 2.29 亿元/3.99 亿元/1.08 亿元/2.11 亿元；费用率分别下降 4.60、下降 0.83、下降 0.70、增长 0.40 个百分点至 2.69%/4.69%/1.27%/2.48%。管理费用、财务费用上升主要系本期职工薪酬、股份支付费用以及汇兑损失增加所致。
- **现金净流出大幅下降，期末预收账款大幅增加：**公司 2021Q1 经营活动净现金流量净流出-14.74 亿元，同比下降-420.21%。期末预收款项 19.99 亿元，较期初增加 8.78 亿元。期末应收账款 52.55 亿元，较期初增加 10.23 亿元，应收账款周转天数减少 4.32 天至 50.09 天。期末存货 84.81 亿元，较期初增加 13.60 亿元。存货周转天数增加 1.15 天至 93.90 天。经营活动产生的现金流量净额大幅下降主要系 1）供应链波动，部分原材料现金支付比例增加；2）业务发展需要，库存增加。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司的业绩预测，预计 21-23 年归母净利润为 19.33/27.90/ 35.59 亿元，同增 57.2%/44.4%/27.5%。给予 21 年 28 倍 PE，目标价 26.04 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.90
一年最低/最高价	14.65/26.34
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	5443.82

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	68.99
总股本(百万股)	2068.03
流通 A 股(百万股)	304.12

相关研究

- 1、《天合光能 (688599)：2021 年一季报业绩预告点评：盈利能力强劲，海外高增长》2021-04-16
- 2、《天合光能 (688599)：2020 年年报点评：20 年 Q4 盈利突出，龙头优势显著》2021-04-01
- 3、《天合光能 (688599)：光伏组件龙头，跟踪支架新贵》2021-01-31

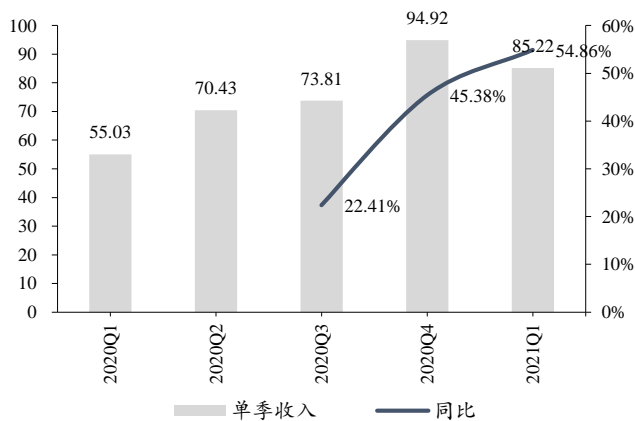
21Q1 公司归母净利润 2.30 亿元，同比+50.5%，符合我们的预期：公司 21Q1 实现营收 85.22 亿元，同环比+54.90%/-10.20%，实现归母净利润 2.30 亿元，同环比+50.50%/-42.10%，其中非经营性损益 6053 万主要是政府补贴，经营性业绩主要由电池组件板块构成，电站业务 Q1 盈亏平衡，跟踪支架微利。

表 1: 公司 21Q1 收入 85.22 亿元，同比增长 54.90%；归母净利润 2.3 亿元，同比增长 50.50%（亿元）

天合光能	2020 年	2019 年	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	环比
营业收入	294.18	233.22	26.1%	85.22	55.03	54.9%	94.92	-10.2%
毛利率	16.0%	17.4%	-1.41pct	12.3%	18.5%	-6.21pct	14.9%	-2.60pct
营业利润	14.33	8.37	71.2%	3.09	1.99	55.3%	4.56	-32.4%
利润总额	14.07	8.70	61.7%	3.05	1.96	55.4%	4.61	-33.8%
归属母公司净利润	12.29	6.41	91.9%	2.30	1.53	50.5%	3.98	-42.1%
扣非归母净利润	11.12	6.11	82.0%	1.70	1.18	43.7%	3.55	-52.2%
归母净利率	4.2%	2.7%	1.43pct	2.7%	2.8%	-0.08pct	4.2%	-1.49pct
股本	20.68	17.58	-	20.68	17.58	-	20.68	-
EPS	0.59	0.36	63.1%	0.11	0.09	27.9%	0.19	-42.1%

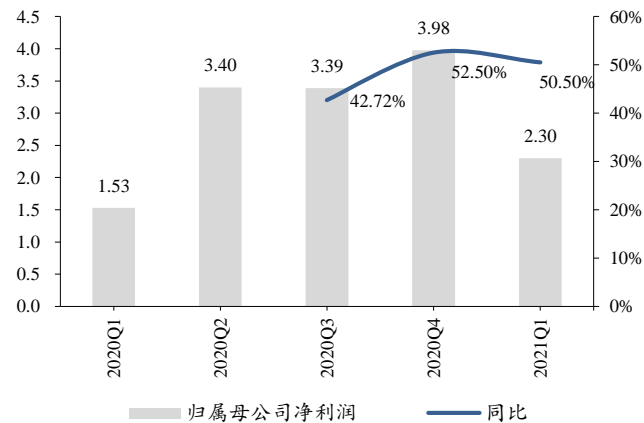
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 21Q1 收入 85.22 亿元，同比+54.90%（亿元）



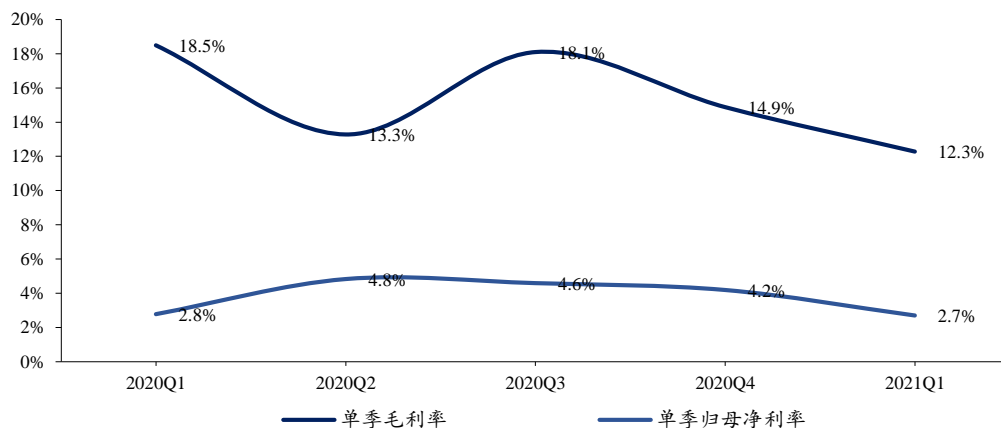
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 21Q1 归母净利润 2.3 亿元，同比+50.50%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

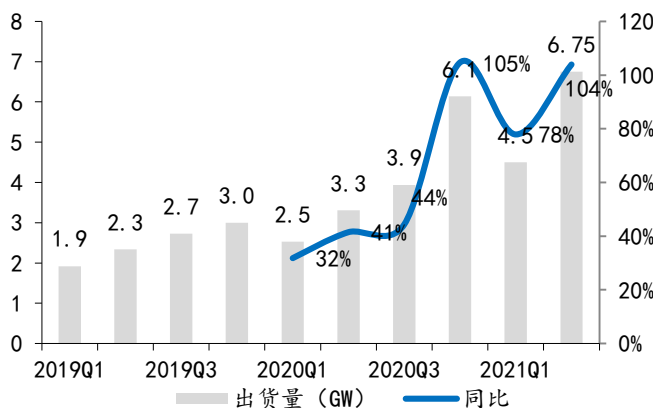
图 3: 21Q1 毛利率、净利率同比-6.21、-0.08pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

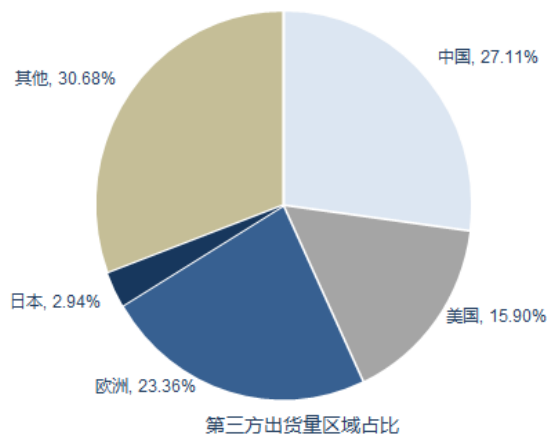
海外出口高增, 单瓦盈利超预期。公司 21Q1 组件出货约 4.5GW (自用 0.22GW+外销 4.28GW), 同比+78%, 测算 Q1 电池组件单瓦净利 4 分/W, 在硅料成本上涨的背景下盈利能力超行业同行, 原因在于 1) 由于公司签单策略较好, 主抓高价单; 2) 公司 Q1 海外出货 3.4GW, 同比+111%, 占比 75%, 海外价格高盈利强, 尤其是美国市场 20 年毛利率 36%, 较中国市场高 22pct。21Q1 公司美国市场出货 700MW 左右, 21 年计划出货 4GW, 同比+67%, 进一步提升盈利能力。21 年全年公司出货目标 30-35GW (市占率近 20%), 我们预计公司 Q2 出货 6.5-7GW, 海外占比将提升至 80%, 盈利高增长可期。

图 4: 季度出货量 (GW)



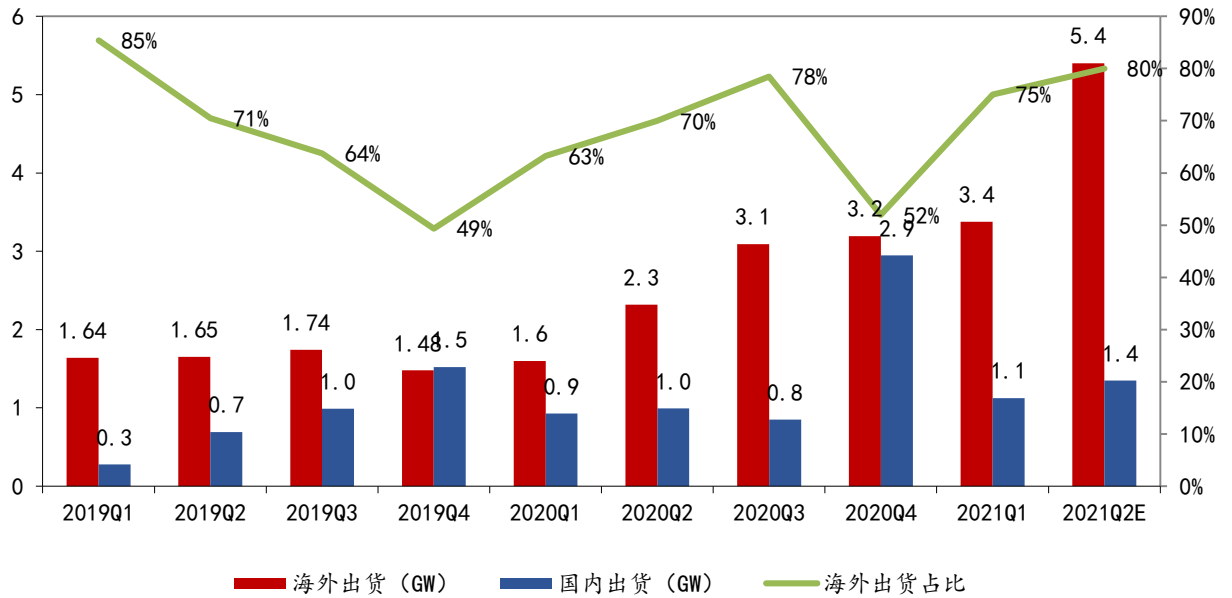
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年公司组件出货区域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

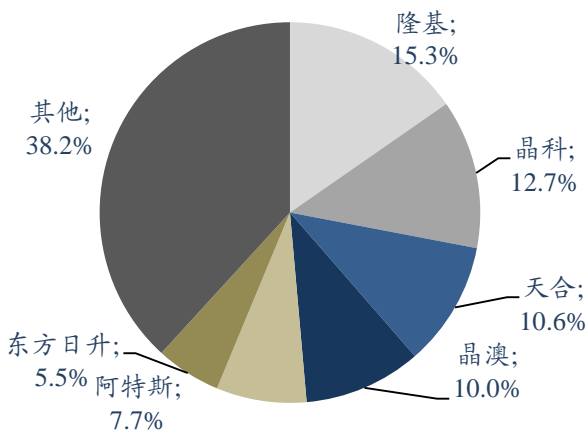
图 6: 公司分季度组件出货区域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

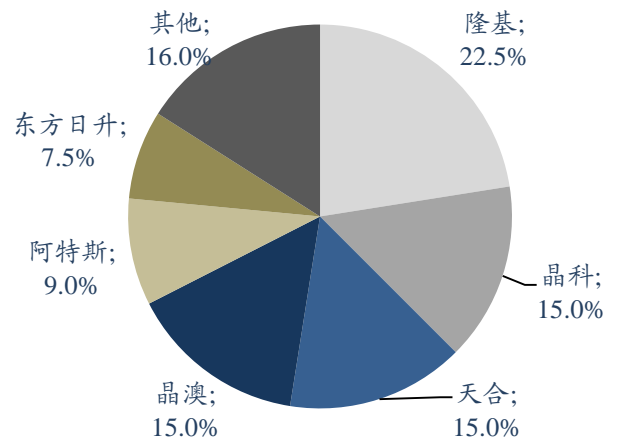
大尺寸和双玻占比逐步提升, 出货结构持续优化。产业链价格博弈下, 大尺寸和双玻的成本优势更加凸显。1) 公司坚定 210 路线, 21Q1 大尺寸占比 30%+, 随新产能持续落地, 我们预计 Q2 大尺寸占比将提升至 40-50%, 全年目标 70%; 2) 21Q1 公司组件双玻占比 40%, 4 月初玻璃价格下调约 35%, 双玻组件单瓦降本近 1 毛, 我们预计 Q2 起双玻需求将逐步提升, 出货结构持续优化, 推动盈利结构性改善。

图 7: 2020 年全球组件出货占比



数据来源: PV Infolink, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年全球组件出货占比



数据来源: PV Infolink, 东吴证券研究所

扩产加速一体化布局，龙头地位持续强化。我们预计到 21 年底公司电池、组件拥有产能 35GW、52GW，同比+180%、+134%，电池组件一体化比例提升至 67%。新扩产能均为 210，到 21 年底电池、组件 210 比例为 79%、86%，公司老产能包袱小，新产能成本低，盈利能力强劲，龙头地位强化。

图 9：公司电池组件产能全景（GW）

项目地 按尺寸	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年底	
	电池	组件	电池	组件	电池	组件	电池	组件
常州	3	4	0	8	0	16	0	16
158	3	3		1				
166		1		1		1		1
210				6		15		15
宿迁	6	6	17	12	23	12	23	12
166	5	4	5	4	5	4	5	4
210	1	2	12	8	18	8	18	8
盐城	1	7	13	18	16	18	16	28
158	1	3						
210		4	13	18	16	18	16	28
义乌	0	4	0	8	0	8	0	8
210		4		8		8		8
越南	1.7	0	4.2	4.5	4.2	4.5	4.2	4.5
158	1.7		1.7		1.7		1.7	
210			2.5	4.5	2.5	4.5	2.5	4.5
泰国	1	1	1	1	3	2	3	2
158	1	1	1	1				
210					3	2	3	2
合计	12	22	35	52	46	60	46	70
210	1	10	28	45	40	55	40	65
其他	11	12	7	7	6	5	6	5
210 占比	8%	45%	79%	86%	86%	92%	86%	93%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

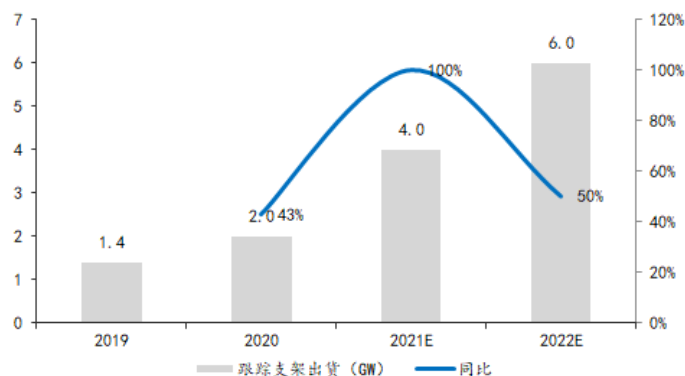
跟踪支架重装出发。21 年 4 月公司正式发布安捷 1P 跟踪系统，适配 600W+超高功率组件，推动系统成本和度电成本进一步降低，我们预计 21 年公司跟踪支架出货约 4GW，同比实现翻倍增长。

图 10: 公司跟踪支架收入毛利率情况

2020年	收入(万元)	占比	毛利率
中国	36,607.80	55.02%	16.43%
美国	8,163.71	12.27%	30.72%
欧洲	7,684.65	11.55%	25.23%
其他	14,079.34	21.16%	17.67%
合计	66,535.50	100.00%	19.46%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

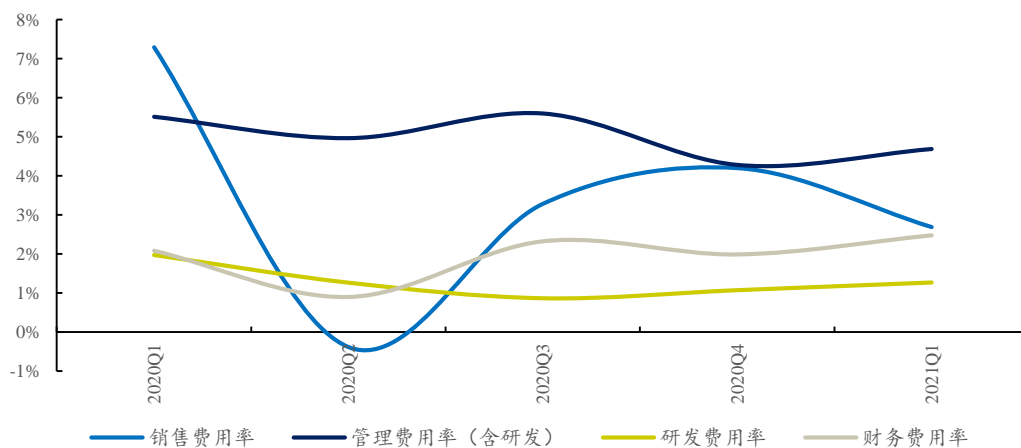
图 11: 公司跟踪支架出货情况 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三费控制能力稳定: 21Q1 费用同比增长 2.52%至 8.40 亿元, 期间费用率下降 5.03 个百分点至 9.86%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比-42.88%/+31.63%/-0.28%/+84.33%至 2.29 亿元/3.99 亿元/1.08 亿元/2.11 亿元; 费用率分别下降 4.60、下降 0.83、下降 0.70、增长 0.40 个百分点至 2.69%/4.69%/1.27%/2.48%。管理费用、财务费用上升主要系本期职工薪酬、股份支付费用以及汇兑损失增加所致。

图 12: 21Q1 期间费用率 9.86%, 同比-5.03pct

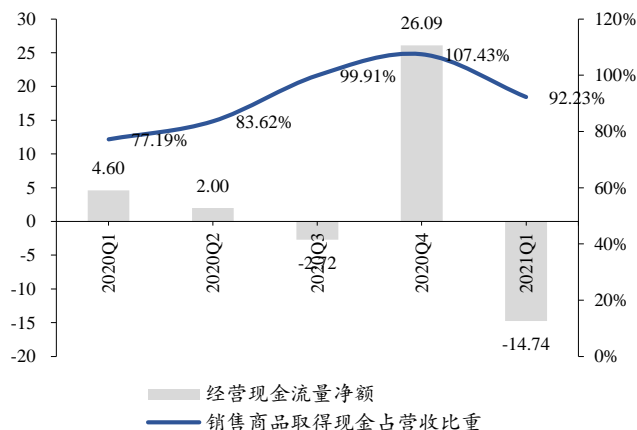


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

现金净流出大幅下降, 期末预收账款大幅增加: 公司 2021Q1 经营活动净现金流量净流出-14.74 亿元, 同比下降-420.21%。期末预收款项 19.99 亿元, 较期初增加 8.78 亿元。期末应收账款 52.55 亿元, 较期初增加 10.23 亿元, 应收账款周转天数减少 4.32 天

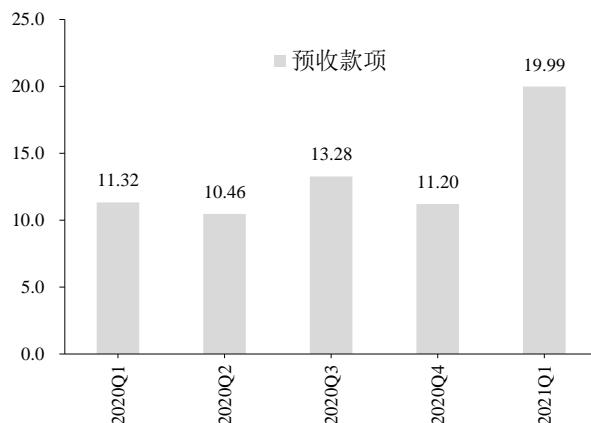
至 50.09 天。期末存货 84.81 亿元，较期初增加 13.60 亿元。存货周转天数增加 1.15 天至 93.90 天。经营活动产生的现金流量净额大幅下降主要系 1) 供应链波动，部分原材料现金支付比例增加；2) 业务发展需要，库存增加。

图 13: 21Q1 现金净流出-14.74 亿元，同比-420.21% (亿元)



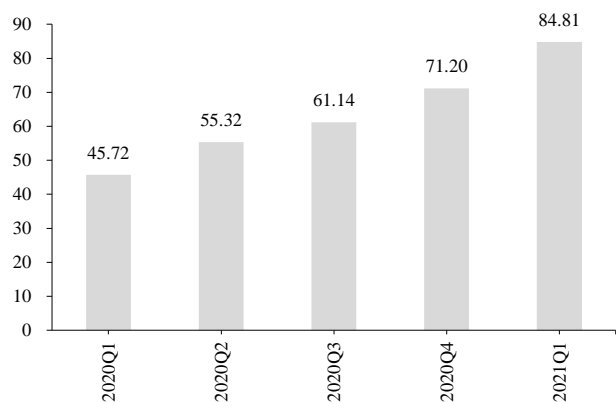
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 21Q1 期末预收款项 19.99 亿元，较期初增加 8.78 亿元 (亿元)



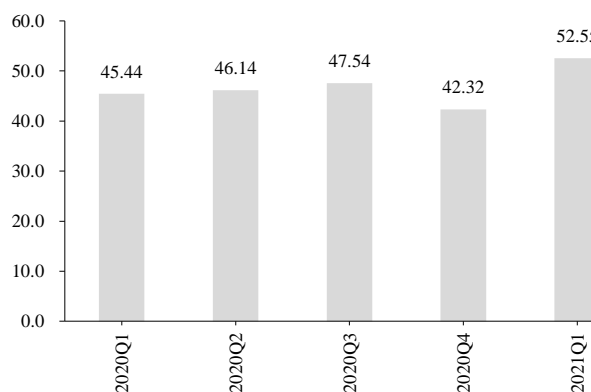
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 21Q1 期末存货 84.81 亿元，较期初+13.60 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 21Q1 期末应收账款 52.55 亿元，较期初+10.23 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们维持公司的业绩预测，预计 21-23 年归母净利润为 19.33/27.90/ 35.59 亿元，同增 57.2%/44.4%/27.5%。给予 21 年 28 倍 PE，目标价 26.04 元，维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期，竞争加剧等

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,317	28,748	57,600	37,520	营业收入	29,418	59,521	76,735	86,957
现金	9,429	6,394	7,734	7,189	减:营业成本	24,719	51,298	65,761	74,548
应收账款	4,232	8,151	17,763	11,240	营业税金及附加	97	265	327	362
存货	7,120	7,127	20,274	10,788	营业费用	1,015	2,262	2,839	3,000
其他流动资产	7,535	7,076	11,829	8,303	管理费用	1,109	2,917	3,683	4,087
非流动资产	17,276	20,150	23,900	26,298	财务费用	538	1,074	1,107	997
长期股权投资	444	462	480	499	资产减值损失	329	450	300	300
固定资产	10,012	10,155	12,522	14,616	加:投资净收益	386	110	110	110
在建工程	2,330	5,064	6,451	6,761	其他收益	15	140	45	56
无形资产	649	626	603	579	营业利润	1,433	2,405	3,472	4,429
其他非流动资产	3,840	3,842	3,844	3,844	加:营业外净收支	-27	0	0	0
资产总计	45,592	48,898	81,500	63,818	利润总额	1,407	2,405	3,472	4,429
流动负债	24,245	25,879	55,918	35,066	减:所得税费用	174	433	625	797
短期借款	5,068	5,068	5,068	5,068	少数股东损益	4	39	57	73
应付账款	5,381	10,134	22,747	14,527	归属母公司净利润	1,229	1,933	2,790	3,559
其他流动负债	13,796	10,678	28,104	15,471	EBIT	1,603	2,884	3,966	4,904
非流动负债	5,646	5,718	5,578	5,298	EBITDA	2,769	3,942	5,254	6,544
长期借款	4,108	4,100	4,000	3,700					
其他非流动负债	1,538	1,618	1,578	1,598	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	29,892	31,597	61,496	40,364	每股收益(元)	0.59	0.93	1.35	1.72
少数股东权益	620	659	716	789	每股净资产(元)	7.29	8.05	9.33	10.96
归属母公司股东权益	15,081	16,642	19,287	22,665	发行在外股份(百万股)	2068	2068	2068	2068
负债和股东权益	45,592	48,898	81,500	63,818	ROIC(%)	5.5%	8.7%	10.8%	12.1%
					ROE(%)	7.9%	11.4%	14.2%	15.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	16.0%	13.8%	14.3%	14.3%
经营活动现金流	2,998	1,732	7,415	4,586	销售净利率(%)	4.2%	3.2%	3.6%	4.1%
投资活动现金流	-3,988	-3,682	-4,884	-3,872	资产负债率(%)	65.6%	64.6%	75.5%	63.2%
筹资活动现金流	1,662	-1,085	-1,192	-1,258	收入增长率(%)	26.1%	102.3%	28.9%	13.3%
现金净增加额	337	-3,035	1,340	-545	净利润增长率(%)	91.9%	57.2%	44.4%	27.5%
折旧和摊销	1,166	1,057	1,288	1,640	P/E	30.11	19.15	13.27	10.40
资本开支	4,732	2,776	3,772	2,360	P/B	2.45	2.22	1.92	1.63
营运资本变动	70	-2,122	2,327	-1,517	EV/EBITDA	13.58	10.41	7.58	6.17

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>