

天合光能 (688599.SH)

一季报盈利高增长，加速一体化布局

事件：天合光能一季报点评。

一季度收入同比高增，盈利能力超预期。公司2021年一季度实现营业收入85.22亿元，同比增长54.86%，实现归母净利润2.30亿元，同比增长50.50%，位于业绩预告中枢，实现扣非净利润1.70亿元，同比增长43.71%，达到业绩预告上限。受产业链价格博弈影响，一季度公司毛利率为12.27%，净利率为2.90%，盈利能力超预期。

发布可转债预案，加速布局一体化产能。在全球碳减排以及光伏平价的大背景下，公司布局大规模扩产计划，根据公司发布的《向不特定对象发行可转换公司债券预案（修订稿）》，公司拟发行可转债募集52.52亿元，用于合计高效太阳能电池以及光伏组件的产线建设，加速电池片和组件产能配套。预计到2021年底，公司电池总产能有望达到35GW，组件产能达到50GW。此外，公司与通威股份合作，布局一体化产能，拟投资21亿元持股35%，建设4万吨多晶硅/15GW拉棒、切片/15GW电池项目，此次合作将有助于降低公司采购成本，为公司供应链的长期稳定提供有力保障。

210占比持续提升，有望强化公司盈利能力。在产业链价格博弈的背景下，210组件的综合成本优势逐步凸显，已获得市场的认可，需求强烈。公司坚定210路线，率先布局210组件的研发与生产，预计今年210组件出货占比将大幅提升。公司全年有望受益于210组件在BOS成本方面的优势，进一步提升盈利能力。

光伏装机全年需求确定性强，行业将迎来景气度向上拐点。今年以来由于原材料价格上升，产业链博弈加剧，下游电站厂商放缓招标与建设节奏，装机需求受到一定抑制。根据前期行业政策，2020年底之前获得核准的项目或将是今年需求的主力，全年国内光伏装机有望继续快速增长，新增装机量有望达到60GW。海外市场在疫情逐步恢复的大背景下，光伏装机需求也将得到释放，预计新增装机规模在100~110GW。2021年全年，全球光伏装机量有望达到160~170GW，需求确定性较强，公司作为布局大尺寸组件的龙头企业，有望受益于行业的快速增长。

盈利预测：预计公司2021~2023年实现归母净利润20.70/29.83/34.84亿元，对应估值17.2/12.0/10.2倍，维持“增持”评级。

风险提示：组件价格不及预期，组件出货不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,322	29,418	52,251	64,567	74,529
增长率 yoy (%)	-6.9	26.1	77.6	23.6	15.4
归母净利润(百万元)	641	1,229	2,070	2,983	3,484
增长率 yoy (%)	14.8	91.9	68.4	44.1	16.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.31	0.59	1.00	1.44	1.68
净资产收益率(%)	5.5	7.9	12.4	15.2	15.2
P/E(倍)	55.7	29.0	17.2	12.0	10.2
P/B(倍)	3.0	2.4	2.1	1.8	1.6

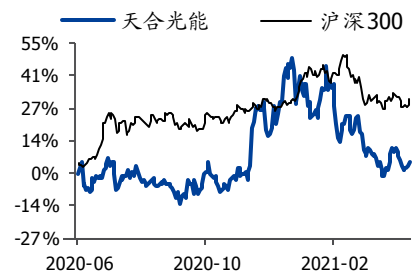
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月28日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
04月28日收盘价	17.26
总市值(百万元)	37,017.67
总股本(百万股)	2,068.03
其中自由流通股(%)	14.71
30日日均成交量(百万股)	5.24

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《天合光能(688599.SH)：210组件龙头，2020年业绩高速增长》2021-03-31
- 《天合光能(688599.SH)：全球组件龙头，全面拥抱210》2021-02-19



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22339	28317	34921	39419	52363	营业收入	23322	29418	52251	64567	74529
现金	5827	9429	8851	10607	16652	营业成本	19267	24719	44549	54503	62932
应收票据及应收账款	4660	4232	7380	8762	12532	营业税金及附加	132	97	171	212	245
其他应收款	1555	1652	4044	2994	5130	营业费用	1382	1015	1803	2228	2572
预付账款	713	1039	2073	1773	2666	管理费用	927	1109	1970	2434	2810
存货	5617	7120	7729	10438	10539	研发费用	298	363	646	798	921
其他流动资产	3967	4844	4844	4844	4844	财务费用	354	538	674	811	837
非流动资产	14152	17276	18612	18565	18624	资产减值损失	-73	-329	0	0	0
长期投资	476	444	483	537	610	其他收益	70	83	88	80	84
固定资产	10118	10012	13569	13462	13439	公允价值变动收益	24	15	15	15	15
无形资产	595	649	730	756	786	投资净收益	103	386	121	86	105
其他非流动资产	2962	6170	3830	3811	3788	资产处置收益	-4	-77	-29	-37	-48
资产总计	36491	45592	53532	57984	70987	营业利润	837	1433	2632	3725	4369
流动负债	19507	24245	30913	33318	43750	营业外收入	45	31	65	75	54
短期借款	6041	5068	5068	5068	5068	营业外支出	12	57	24	28	30
应付票据及应付账款	9177	15031	16790	22141	28205	利润总额	870	1407	2673	3772	4393
其他流动负债	4290	4146	9056	6109	10478	所得税	168	174	497	660	743
非流动负债	4285	5646	5115	4194	3297	净利润	702	1233	2176	3112	3649
长期借款	2604	4108	3576	2656	1759	少数股东损益	62	4	106	129	165
其他非流动负债	1681	1538	1538	1538	1538	归属母公司净利润	641	1229	2070	2983	3484
负债合计	23793	29892	36028	37513	47047	EBITDA	2118	2868	4261	5616	6227
少数股东权益	742	620	725	854	1019	EPS (元)	0.31	0.59	1.00	1.44	1.68
股本	1758	2068	2068	2068	2068						
资本公积	9232	11161	11161	11161	11161						
留存收益	1088	2104	3861	6175	8909						
归属母公司股东权益	11956	15081	16779	19618	22921						
负债和股东权益	36491	45592	53532	57984	70987						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5241	2998	3260	5155	9743
净利润	702	1233	2176	3112	3649
折旧摊销	885	1166	1315	1634	1798
财务费用	354	538	674	811	837
投资损失	-103	-386	-121	-86	-105
营运资金变动	3215	70	-798	-337	3533
其他经营现金流	188	376	14	22	33
投资活动现金流	-5200	-3988	-2544	-1523	-1784
资本支出	3856	4732	1297	-100	-15
长期投资	-1292	164	-39	-54	-73
其他投资现金流	-2636	908	-1286	-1678	-1872
筹资活动现金流	1106	1662	-1294	-1875	-1915
短期借款	-1106	-973	0	0	0
长期借款	1172	1504	-532	-920	-898
普通股增加	0	310	0	0	0
资本公积增加	98	1929	0	0	0
其他筹资现金流	942	-1108	-762	-955	-1018
现金净增加额	1287	337	-579	1756	6045

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-6.9	26.1	77.6	23.6	15.4
营业利润(%)	46.0	71.2	83.6	41.5	17.3
归属于母公司净利润(%)	14.8	91.9	68.4	44.1	16.8
获利能力					
毛利率(%)	17.4	16.0	14.7	15.6	15.6
净利率(%)	2.7	4.2	4.0	4.6	4.7
ROE(%)	5.5	7.9	12.4	15.2	15.2
ROIC(%)	4.5	5.9	8.9	11.4	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	65.2	65.6	67.3	64.7	66.3
净负债比率(%)	34.3	5.7	7.0	-7.1	-35.1
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	4.3	6.6	9.0	8.0	7.0
应付账款周转率	2.6	2.0	2.8	2.8	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.59	1.00	1.44	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	1.45	1.58	2.49	4.71
每股净资产(最新摊薄)	5.78	7.29	8.11	9.49	11.08
估值比率					
P/E	55.7	29.0	17.2	12.0	10.2
P/B	3.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.4	12.7	8.6	6.1	4.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com