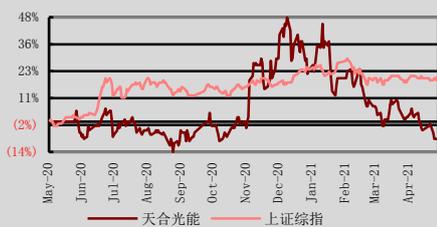


688599.SH

增持

市场价格：人民币 16.36

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.8)	(10.5)	(23.8)	0.0
相对上证指数	(34.4)	(12.7)	(19.3)	(21.6)

发行股数(百万)	2,068
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	32,613
3个月日均交易额(人民币 百万)	171
净负债比率(%) (2021E)	14
主要股东(%)	
高纪凡	17

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年5月14日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备
证券分析师：沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

天合光能

老牌光伏龙头，积极拥抱大尺寸

公司常年保持组件行业一线领先地位，品牌、渠道价值逐步显现，回A上市后快速扩产，组件盈利能力有望回暖；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **老牌光伏龙头企业，光伏组件份额居全球第一梯队：**天合光能成立于1997年，是我国最早从事光伏电池组件生产、研发和销售的公司之一，2017-2019年光伏组件市场份额稳居全球前3位。2020年公司实现光伏组件产量16.38GW、销量13.29GW，分别同比增长56.41%、51.71%；根据PV Infolink统计，2020年公司组件全球份额位居第4名。
- **回A上市后快速扩产，积极拥抱大尺寸路线：**公司于2020年回归A股科创板上市，上市后快速进行组件环节扩产，并积极弥补电池片产能短板，同时与通威股份合作投资硅料、硅片环节以提升供应链自供比例。预计到2021年底公司将建成电池片产能约35GW、组件产能约50GW，有力支撑后续出货增长。公司新建产能基本完全兼容210大尺寸生产，有望同时具备技术、成本双优势，在规模化的基础上进一步提升产品盈利水平。
- **受益于组件环节盈利回暖：**光伏终端供需僵局有望打破，光伏组件材料成本压力有望释放，盈利能力有望触底回升并进入向上通道。公司作为组件龙头企业，有望充分受益于这一趋势。
- **积极布局跟踪支架业务：**公司于2018年、2020年分别收购欧洲跟踪支架公司Nclave 51%、49%股权，全面进军光伏跟踪支架市场。跟踪支架与公司组件业务、电站建设业务等有较强协同性，可充分共享公司全球供应链体系、全球销售布局等资源快速开拓市场。2020年公司跟踪支架产品实现出货约2GW，同比实现大幅增长，预计后续有望随着跟踪支架渗透率提升成为公司业绩的重要增长点。

估值

- 在当前股本下，预计公司2021-2023年预测每股盈利分别为0.89/1.37/1.69元，对应市盈率18.4/12.0/9.7倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；材料成本下降不达预期；光伏政策不达预期；国际贸易摩擦风险；技术迭代风险；新冠疫情影响超预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	23,322	29,418	52,799	65,100	80,078
变动(%)	(7)	26	79	23	23
净利润(人民币 百万)	641	1,229	1,835	2,830	3,494
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	0.594	0.887	1.369	1.690
变动(%)	(2.4)	91.9	49.3	54.2	23.5
全面摊薄市盈率(倍)	52.8	27.5	18.4	12.0	9.7
价格/每股现金流量(倍)	6.5	11.3	12.0	4.6	5.5
每股现金流量(人民币)	2.53	1.45	1.36	3.55	3.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	11.8	8.3	5.5	4.5
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.177	0.274	0.338
股息率(%)	0.6	n.a.	1.1	1.7	2.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

老牌光伏龙头企业，多环节布局：天合光能成立于1997年，是全球领先的光伏智慧能源整体解决方案提供商，主要业务包括光伏产品、光伏系统、智慧能源三大板块。光伏产品包括单、多晶光伏电池和组件的研发、生产和销售；光伏系统包括系统产品业务（含跟踪支架）及光伏电站业务；智慧能源包括光伏发电及运维服务、智能微网及多能系统的开发和销售以及能源云平台运营等业务。

图表 39. 天合光能业务架构



资料来源：天合光能招股说明书，中银证券

光伏组件全球份额居第一梯队：公司是我国最早从事光伏电池组件生产、研发和销售的公司之一，在长期的生产经营中积累了丰富的行业经验，并在全球范围内建立了稳定高效的产供销体系，打造了电池组件研发制造领域的领先品牌，2017-2019年光伏组件市场份额稳居全球前3位。2020年公司实现光伏组件产量16.38GW、销量13.29GW，分别同比增长56.41%、51.71%；根据PV Infolink统计，2020年公司组件全球份额位居第4名。

图表 40. 全球组件企业市场占有率情况

公司名称	2019年		2018年		2017年	
	排名	市占率(%)	排名	市占率(%)	排名	市占率(%)
晶科能源	1	10.80	1	9.60	1	9.60
晶澳科技	2	7.50	2	7.10	3	7.10
天合光能	3	6.70	3	9.00	2	9.00
隆基股份	4	6.20	6	4.40	7	4.40
阿特斯	5	6.20	5	6.70	4	6.70
韩华新能源(韩国)	6	6.60	4	5.30	5	5.30
东方日升	7	3.20	9	2.80	10	2.80
尚德太阳能	8	3.50	8	2.50	-	-
正泰电器	9	2.90	10	2.00	-	-
中利腾晖	10	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

回 A 上市后快速扩产，积极拥抱大尺寸路线：公司于 2020 年回归 A 股科创板上市，上市后快速进行组件环节扩产，并积极弥补电池片产能短板，同时与通威股份合作投资硅料、硅片环节以提升供应链自供比例。预计到 2021 年底公司将建成电池片产能约 35GW、组件产能约 50GW，有力支撑后续出货增长。公司新建产能基本完全兼容 210 大尺寸生产，有望同时具备技术、成本双优势，在规模化的基础上进一步提升产品盈利水平。

积极布局跟踪支架业务：公司于 2018 年、2020 年分别收购欧洲跟踪支架公司 Nclave 51%、49% 股权，全面进军光伏跟踪支架市场。跟踪支架与公司组件业务、电站建设业务等有较强协同性，可充分共享公司全球供应链体系、全球销售布局等资源快速开拓市场。2020 年公司跟踪支架产品实现出货约 2GW，同比实现大幅增长，预计后续有望随着跟踪支架渗透率提升成为公司业绩的重要增长点。

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑公司产能规划及行业需求情况，预计公司 2021-2023 年分别实现光伏组件收入 421.24 亿元、520.35 亿元、644.25 亿元，毛利率逐渐回暖。
- 2) 考虑行业需求情况，预计公司光伏跟踪支架业务有望保持较快收入增速，毛利率维持稳定。

图表 41. 天合光能营业收入与毛利率预测

	2021E	2022E	2023E
光伏组件			
收入 (百万元)	42,123.89	52,035.40	64,424.78
同比增长(%)	91.01	23.53	23.81
毛利率(%)	13.50	14.80	14.70
系统产品 (支架、分布式)			
收入 (百万元)	7,187.48	9,343.73	11,679.66
同比增长(%)	80.00	30.00	25.00
毛利率(%)	14.50	14.50	14.50
电站业务 (EPC)			
收入 (百万元)	2,103.39	2,208.56	2,318.99
同比增长(%)	0.00	5.00	5.00
毛利率(%)	9.00	11.00	11.30
发电业务及运维			
收入 (百万元)	961.75	1,057.92	1,163.72
同比增长(%)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	62.00	62.00	62.00
智能微网及多能系统			
收入 (百万元)	54.02	67.52	84.40
同比增长(%)	25.00	25.00	25.00
毛利率(%)	15.80	15.80	15.80
其他			
收入 (百万元)	368.61	387.04	406.40
同比增长(%)	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	10.00	10.00	10.00
营业收入合计 (百万元)	52,799.15	65,100.17	80,077.94
同比增长(%)	79.48	23.30	23.01
综合毛利率(%)	14.32	15.37	15.24

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2021-2023 年实现收入 527.99 亿元、651.00 亿元、800.78 亿元，分别同比增长 79.48%、23.30%、23.01%；归属于上市公司股东净利润分别为 18.35 亿元、28.30 亿元、34.94 亿元，分别同比增长 49.29%、54.23%、23.45%；在当前股本下每股收益分别为 0.89 元、1.37 元、1.69 元。

相对估值：我们选取光伏组件标的隆基股份、晶澳科技，以及主产业链标的通威股份作为可比公司进行估值比较，根据 2021 年 5 月 14 日收盘价，公司 2020-2022 年对应市盈率分别为 27.5、18.4、12.0 倍，低于行业平均水平；首次覆盖给予**增持**评级。

图表 42. 天合光能可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
隆基股份	601012.SH	95.80	2,918.01	3,704.01	2.27	3.17	4.14	42.20	30.22	23.14	8.82	买入
晶澳科技	002459.SZ	25.98	127.66	414.59	0.94	1.25	2.00	27.64	20.78	12.99	2.80	增持
通威股份	600438.SH	37.40	856.25	1,683.58	0.80	1.25	1.47	46.75	29.92	25.44	5.40	买入
行业平均值								38.86	26.97	20.52	5.67	
天合光能	688599.SH	16.36	49.23	338.33	0.59	0.89	1.37	27.52	18.44	11.95	2.21	增持

资料来源：万得，中银证券

注 1：股价与市值截止日 2021 年 5 月 14 日

注 2：市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

风险提示

价格竞争超预期：光伏组件环节仍有产能过剩的隐忧，产品价格存在竞争超预期的风险，或对盈利能力造成不利影响。

材料成本下降不达预期：光伏组件后续盈利能力的修复在一定程度上依赖于原辅材料成本的下降，如材料成本的下降幅度与速度不达预期，后续组件企业的盈利能力将受到负面影响。

光伏政策不达预期：目前光伏行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响光伏行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

国际贸易摩擦风险：对海外市场的出口是中国企业组件销售的主要组成部分，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能会组件企业的销售规模和业绩产生不利影响。

技术迭代风险：目前光伏电池片环节存在较明确的技术路线迭代预期，如电池组件一体化企业战略决策在技术迭代过程中出现失误，可能会面对存量固定资产的减值风险。

新冠疫情影响超预期：新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	23,322	29,418	52,799	65,100	80,078
销售成本	(19,399)	(24,816)	(45,413)	(55,311)	(68,141)
经营费用	(1,404)	(1,871)	(3,157)	(3,785)	(4,586)
息税折旧前利润	2,519	2,732	4,229	6,004	7,352
折旧及摊销	(885)	(1,166)	(1,735)	(2,182)	(2,679)
经营利润 (息税前利润)	1,635	1,566	2,494	3,822	4,673
净利息收入/(费用)	(273)	(444)	(457)	(594)	(634)
其他收益/(损失)	225	379	220	230	230
税前利润	870	1,407	2,100	3,239	3,998
所得税	(168)	(174)	(259)	(400)	(494)
少数股东权益	62	4	6	9	11
净利润	641	1,229	1,835	2,830	3,494
核心净利润	647	1,226	1,833	2,828	3,492
每股收益 (人民币)	0.310	0.594	0.887	1.369	1.690
核心每股收益 (人民币)	0.313	0.593	0.886	1.367	1.688
每股股息 (人民币)	0.100	0.000	0.177	0.274	0.338
收入增长(%)	(7)	26	79	23	23
息税前利润增长(%)	20	(4)	59	53	22
息税折旧前利润增长(%)	5	8	55	42	22
每股收益增长(%)	(2)	92	49	54	23
核心每股收益增长(%)	(6)	90	49	54	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,827	9,429	15,840	19,530	24,023
应收帐款	4,660	4,232	11,728	7,950	16,255
库存	5,617	7,120	16,191	12,199	22,776
其他流动资产	713	1,039	2,167	1,738	3,073
流动资产总计	22,339	28,317	54,753	49,224	76,551
固定资产	10,961	12,342	15,683	17,581	19,486
无形资产	595	649	642	631	616
其他长期资产	2,350	4,057	4,057	4,057	4,057
长期资产总计	13,906	17,049	20,383	22,270	24,160
总资产	36,491	45,592	75,343	71,683	100,881
应付帐款	9,177	15,031	29,273	24,684	41,790
短期债务	6,041	5,068	10,870	12,366	15,556
其他流动负债	4,290	4,146	8,746	5,828	10,865
流动负债总计	19,507	24,245	48,889	42,877	68,211
长期借款	2,604	4,108	7,490	7,568	8,626
其他长期负债	1,681	1,538	1,538	1,538	1,538
股本	2,068	2,068	2,068	2,068	2,068
储备	10,320	13,265	14,733	16,997	19,793
股东权益	12,388	15,333	16,801	19,065	21,861
少数股东权益	742	620	625	634	644
总负债及权益	36,491	45,592	75,343	71,683	100,881
每股帐面价值 (人民币)	5.99	7.41	8.12	9.22	10.57
每股有形资产 (人民币)	5.70	7.10	7.81	8.91	10.27
每股净负债/(现金)(人民币)	1.36	(0.12)	1.22	0.20	0.08

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	870	1,407	2,100	3,239	3,998
折旧与摊销	885	1,166	1,735	2,182	2,679
净利息费用	354	538	614	813	904
运营资本变动	3,412	2,108	7,886	(2,280)	9,886
税金	(106)	(170)	(259)	(400)	(494)
其他经营现金流	(173)	(2,052)	(9,270)	3,791	(10,777)
经营活动产生的现金流	5,241	2,998	2,805	7,346	6,198
购买固定资产净值	2,917	1,435	5,050	4,050	4,550
投资减少/增加	(98)	410	200	200	200
其他投资现金流	(8,019)	(5,833)	(10,100)	(8,100)	(9,100)
投资活动产生的现金流	(5,200)	(3,988)	(4,850)	(3,850)	(4,350)
净增权益	(207)	0	(367)	(566)	(699)
净增债务	530	326	9,184	1,574	4,249
支付股息	207	0	367	566	699
其他融资现金流	576	1,336	(729)	(1,379)	(1,603)
融资活动产生的现金流	1,106	1,662	8,455	195	2,646
现金变动	1,147	672	6,410	3,690	4,493
期初现金	4,365	5,827	9,429	15,840	19,530
公司自由现金流	42	(990)	(2,045)	3,496	1,848
权益自由现金流	925	(126)	7,753	5,883	7,001

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.8	9.3	8.0	9.2	9.2
息税前利润率(%)	7.0	5.3	4.7	5.9	5.8
税前利润率(%)	3.7	4.8	4.0	5.0	5.0
净利率(%)	2.7	4.2	3.5	4.3	4.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	3.5	3.6	3.7	4.1	4.3
净权益负债率(%)	21.5	净现金	14.5	2.0	0.7
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
估值					
市盈率(倍)	52.8	27.5	18.4	12.0	9.7
核心业务市盈率(倍)	52.8	27.5	18.4	12.0	9.7
市净率(倍)	2.6	2.1	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	6.5	11.3	12.0	4.6	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	11.8	8.3	5.5	4.5
周转率					
存货周转天数	103.7	93.7	93.7	93.7	93.7
应收帐款周转天数	84.7	55.2	55.2	55.2	55.2
应付帐款周转天数	116.0	150.2	153.1	151.3	151.5
回报率					
股息支付率(%)	32.3	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	5.4	8.9	11.4	15.8	17.1
资产收益率(%)	4.0	3.3	3.6	4.6	4.7
已运用资本收益率(%)	0.8	1.3	1.5	1.9	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测