

回笼现金聚焦主业，下半年有望迎业绩拐点

投资要点

- **业绩总结：**2021年上半年公司实现营收83.38亿元，同比增长9.07%；实现归母净利润-0.91亿元，同比下降126.41%；实现扣非净利润-1.98亿元，同比下降-167.57%；EPS-0.11元。
- **受硅料涨价、低价订单交付、产能利用率偏低影响，上半年业绩亏损。**上半年公司太阳能组件业务实现营业收入49.56亿元，毛利率仅为0.74%。组件业务盈利较差主要受上游硅料涨价、早期签订低价组件订单交付、上半年产能利用率较低等因素影响。上半年公司组件销量为3404.18MW，组件销售均价仅为1.46元/W，较去年同期下降17.70%。产能利用率方面，截至2020年末，公司组件产能为14.1GW，随着滁州5GW高效电池组件项目投产，产能达到19.1GW。上半年公司组件产量仅为3501.70MW，整体产能利用率较低导致成本偏高。
- **剥离非核心业务，回笼现金聚焦组件主业。**公司拟以3.55亿元转让持有的九九久12.76%股权；拟将持有的斯威克1.47亿股股份作价18亿元转让给深圳燃气相关方；并以5.79亿元转让三家光伏发电项目公司股权。相关资产完成出售后，有利于公司回笼资金用于马来西亚3GW电池组件项目、义乌5GW电池组件项目，聚焦组件制造主业，建设高效产能。
- **下半年随着组件低价订单消化完成，自产电池配套比例提升，大尺寸产品出货占比提升，业绩有望迎来拐点。**2021年下半年以来，公司现有需交付订单均是原材料价格维持高位时所签订，订单价格有较大幅度提升。随着滁州5GW电池组件产能的释放，公司电池自供比例将有所提升。大尺寸产品有助于公司降低非硅成本，进一步提升成本竞争力。下半年随着国内集中电站需求开始释放，公司产能利用率有望提升。随着产品交付均价的提升及成本端进一步优化，预计下半年公司将迎来业绩拐点。
- **盈利预测与投资建议。**在上半年业绩亏损的情况下，公司积极调整战略，剥离非核心业务，回笼现金聚焦组件制造主业。下半年随着国内需求释放，产能利用率提升；高价订单开始交付；自供电池比例及大尺寸产品出货量提升，公司有望迎来业绩拐点。预计未来三年公司归母净利润复合增速为111.66%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**全球光伏装机不及预期的风险；公司产能未能如期释放的风险；原材料价格持续上涨，公司盈利能力下降的风险；汇率变动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16063.49	20573.18	25492.00	30135.20
增长率	11.52%	28.07%	23.91%	18.21%
归属母公司净利润（百万元）	165.34	1083.46	1125.69	1567.90
增长率	-83.02%	555.29%	3.90%	39.28%
每股收益EPS（元）	0.18	1.20	1.25	1.74
净资产收益率ROE	2.38%	13.55%	2.55%	15.10%
PE	114	17	17	12
PB	2.23	1.99	1.82	1.61

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
 执业证号：S1250520100002
 电话：021-58351923
 邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：敖颖晨
 执业证号：S1250521080001
 电话：021-58351917
 邮箱：ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

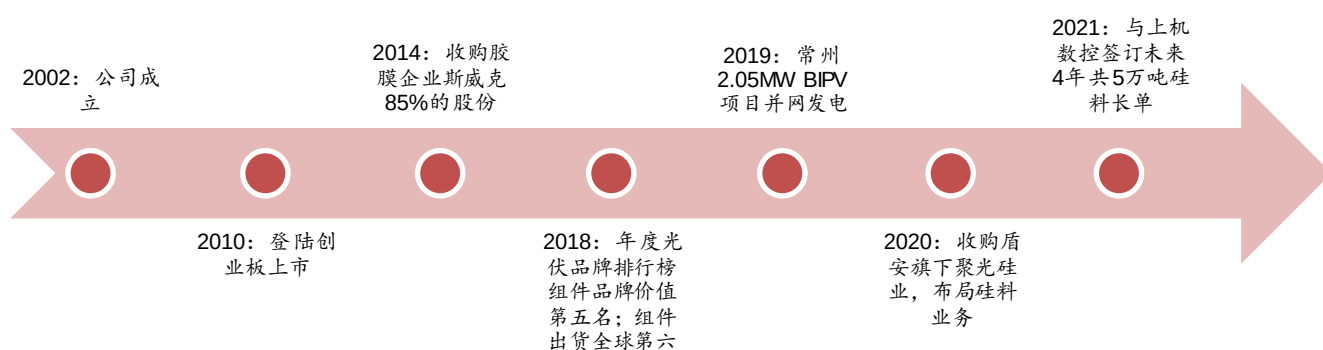
总股本(亿股)	9.01
流通A股(亿股)	8.99
52周内股价区间(元)	12.21-30.91
总市值(亿元)	188.65
总资产(亿元)	309.99
每股净资产(元)	9.10

相关研究

1 老牌组件企业，业务多点开花

公司成立于 2002 年，主营光伏电池组件、光伏并网发电系统和独立供电系统、太阳能灯具、储能等研发、生产和销售，2010 年公司登陆创业板上市。公司业务多点开花，2014 年收购斯威克 85% 的股份（2021 年转让 50% 与深圳燃气）；2019 公司于常州并网首个 BIPV 项目，将光伏业务延伸至 BIPV；2020 年公司收购盾安旗下聚光硅业 100% 股权入局多晶硅业务，并于 2021 年顺利导入下游客户。当前公司在全球范围内建立销售网络，光伏组件远销欧美、南非和东南亚等 50 多个国家和地区，至 2020 年末公司的组件产能达 14.1GW，2021 年公司在马来西亚的电池组件生产基地即将投产，全球化战略更进一步。

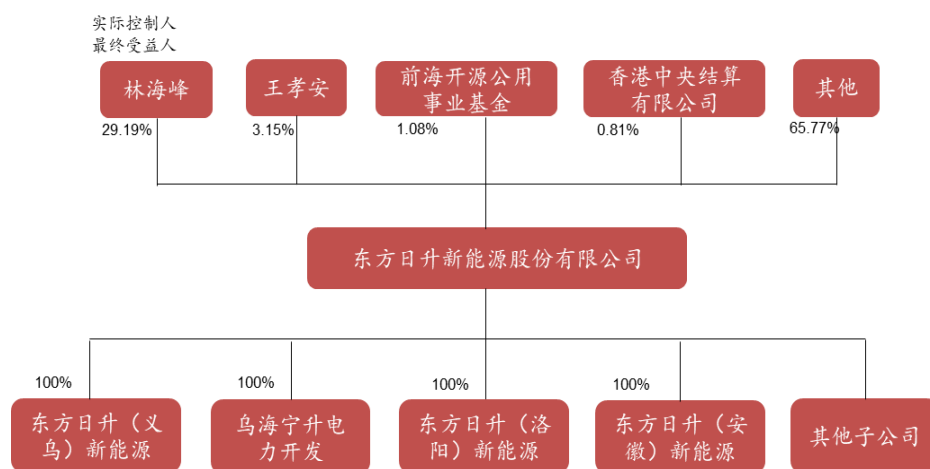
图 1：公司发展大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为公司创始人、原董事长林海峰先生，股权结构相对稳定。截至 2021 年 6 月末，公司原董事长林海峰先生对公司持股比例达 29.19%，为公司的实际控制人和最终受益人。公司控股子公司乌海宁升电力开发、洛阳、常州等子公司覆及电站 PEC、电池组件制造和销售等多领域。

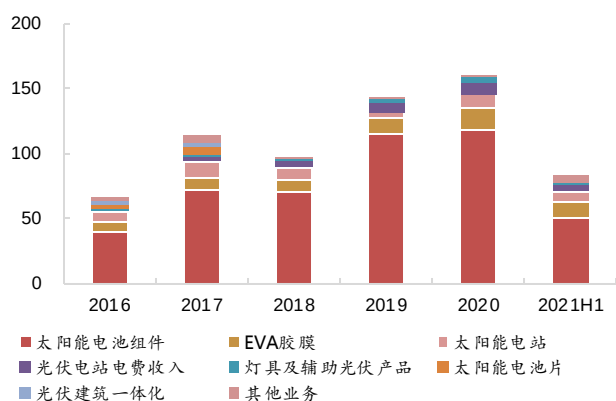
图 2：公司实际控制人为公司创始人、原董事长林海峰先生



数据来源：Wind，西南证券整理

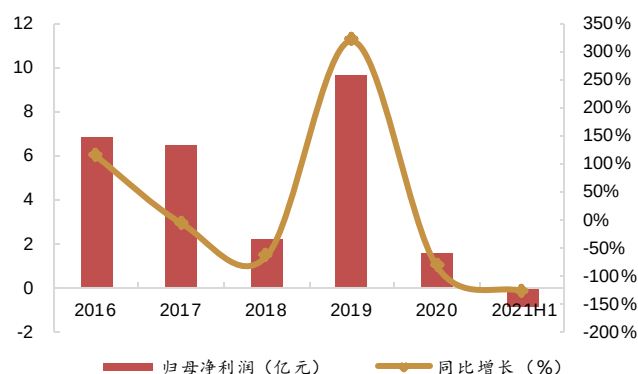
近年来公司营收稳步增长，盈利能力短期承压。从营收构成来看，公司营收主要来自光伏组件。2021 年上半年，公司光伏电池组件营收 50.71 亿元，占总营收比例为 60.82%。受上游硅料等原材料价格快速上涨的影响，公司盈利能力短期承压；同时下游终端需求暂时抑制，营收和出货同比均有下降。组件业务上半年营收同比下降 17.22%，毛利率同比下降约 13pp。组件影响整体盈利能力，上半年公司归母净利润-0.91 亿元，同比下降 167.57%。

图 3：公司营收主要来自光伏组件（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：受上游原材料成本上涨影响，公司盈利能力下降（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

下半年装机需求明确，组件 8 月组件开工率环比已有较大提升，行业景气度回暖在即。在年内平价项目并网截止日期+碳中和目标的压力下，下半年装机需求仍较为明确。近期央企国企重启大规模组件招标，以国家能源集团 5.5GW 招标为代表，印证终端需求强势。在终端需求带动下，组件开工率环比 7 月继续提升，下半年行业景气度有望恢复。

表 1：下半年地面电站需求明确，近期央企国企招标回暖

企业	项目	招标规模 (MW)	价格范围 (元/W)	招标/中标时间
中国能建	2021-2022 年光伏组件集采	1200	1.726-1.86	2021.7.19
南网能源	2021 年第二批组件中标	350		2021.7.23
国家能源集团	5500MW 组件公开招标	5500	—	2021.7.27
神华国际工程	2021 组件框架协议采购	50	1.805	2021.7.30
东莞莞能	2021 年第一批组件招标	—	—	2021.8.5
华润电力	800MW 组件集采开标	800	1.74-1.88	2021.8.6
广东电力	2021 年第四批光伏组件招采	210	—	2021.8.6
中广核	2021 年第二批组件/支架/逆变器招采	184	—	2021.8.10

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司组件全球出货量稳居行业前十，产能扩张有望保障未来出货能力，维持并提升市占率。根据 PVInfoLink 对全球组件出货统计，2018 年以来公司组件全球出货量稳居行业前十，在全球范围内已建立一定品牌效应。2020 年末公司组件产能为 14.1GW，年内随着公司义乌、滁州和马来组件项目的推进，至 2021 年末组件产能有望超过 29GW，同时电池产能的增加提高公司电池-组件一体化率，产能扩张将充分保障公司未来出货能力，2021 年有望实现公司 15GW 组件出货目标。

表 2：近年来公司组件全球出货量稳居行业前十

排名	2017	2018	2019	2020	2021H1
1	晶科	晶科	晶科	隆基	隆基
2	天合	晶澳	晶澳	晶科	天合
3	阿特斯	韩华 Q cells	天合	晶澳	晶澳
4	晶澳	天合	隆基	天合	晶科
5	韩华 Q cells	隆基（乐叶）	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	协鑫集成	阿特斯	韩华 Q cells	韩华 Q cells	韩华 Q cells
7	隆基（乐叶）	东方日升	东方日升	东方日升	东方日升
8	东方日升	协鑫集成	尚德	正泰	First Solar
9	尚德	尚德	正泰	First Solar	尚德
10	英利	正泰	苏州腾晖	尚德	正泰

数据来源：PVInfoLink，西南证券整理

收购盾安多晶硅业务布局硅料产业，与上机数控达成硅料长单销售协议。2020 年公司收购盾安环能旗下的聚光硅业 100% 股权向上游布局多晶硅业务，经产能改造升级，当前产能已达 1.2 万吨。2021 年 4 月，公司与上机数控达成未来 4 年内的硅料销售长单协议，计划 2022-2024 年的年销售量为 1.45 万吨。在当前硅料价格高企的情形下，公司提前布局硅料业务并实现投产，有望贡献良好的盈利能力；同时长单协议下提前锁定下游需求。

表 3：公司已与上机数控达成硅料销售协议，4 年内销售硅料共计 5 万吨

合作企业	总销售量（万吨）	价格	合同履行期限	公告时间
上机数控	5	月度议价	2021.4.1-2024.12.31	2021.4.12

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，组件销量随终端需求回暖而增长，2021-2023 年组件销量分别为 9GW、14GW、18GW，相应太阳能电池及组件业务收入分别为 142.10 亿、213.60 亿、257.00 亿；

假设 2：九九久、斯威克及电站项目公司股权于今年转让完成，光伏电池封装胶膜业务此后不再贡献收入，相关投资收益于 2021 年确认；

假设 3：光伏电站运营业务持续增长，其他业务规模保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
太阳能电池及组件	收入	11777.73	14210.00	21360.00	25700.00
	增速	2.50%	20.65%	50.32%	20.32%
	毛利率	9.11%	5.31%	11.61%	13.00%
光伏电池封装胶膜	收入	1783.65	2125.00	0.00	0.00
	增速	50.15%	19.14%		
	毛利率	19.27%	14.00%	—	—
太阳能电站 EPC 与转让	收入	971.62	2000.00	1800.00	2000.00
	增速	91.00%	105.84%	-10.00%	11.11%
	毛利率	—	32.00%	18.00%	18.00%
光伏电站运营	收入	852.89	938.18	1032.00	1135.20
	增速	13.51%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	677.59	1300.00	1300.00	1300.00
	增速	45.40%	91.86%	0.00%	0.00%
	毛利率	71.46%	24.77%	24.77%	24.77%
合计	收入	16063.49	20573.18	25492.00	30135.20
	增速	11.52%	28.07%	23.91%	18.21%
	毛利率	13.65%	12.53%	14.69%	15.61%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏组件行业的三家主流公司作为可比公司，2021 年三家公司平均 PE 为 57 倍，2022 年平均 PE 为 37 倍。在上半年业绩亏损的情况下，公司积极调整战略，剥离非核心业务，回笼现金聚焦组件制造主业。下半年随着国内需求释放，产能利用率提升；高价订单开始交付；自供电池比例及大尺寸产品出货量提升，公司有望迎来业绩拐点。预计未来三年公司归母净利润复合增速为 111.66%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601012.SH	隆基股份	97.30	2.27	2.14	2.76	40.66	45.55	35.27
002459.SZ	晶澳科技	75.40	0.94	1.24	2.04	43.12	60.75	37.05
688599.SH	天合光能	61.61	0.59	0.96	1.58	38.95	63.89	38.98
平均值						40.91	56.73	37.10

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 全球光伏装机不及预期的风险；
- 2) 公司产能未能如期释放的风险；
- 3) 原材料价格持续上涨，公司盈利能力下降的风险；
- 4) 汇率变动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16063.49	20573.18	25492.00	30135.20	净利润	236.28	1548.29	1608.63	2240.55
营业成本	13870.09	17995.77	21746.80	25432.08	折旧与摊销	888.58	729.42	781.89	801.89
营业税金及附加	89.15	114.18	141.48	167.25	财务费用	425.35	189.47	157.59	173.73
销售费用	190.81	216.02	229.43	271.22	资产减值损失	-59.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	511.45	1748.72	1784.44	1958.79	经营营运资本变动	-199.27	983.67	143.95	419.42
财务费用	425.35	189.47	157.59	173.73	其他	-605.34	-1572.47	-461.30	-455.02
资产减值损失	-59.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	686.41	1878.37	2230.77	3180.57
投资收益	91.51	1230.00	70.00	80.00	资本支出	-1150.57	-600.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	488.95	342.47	391.30	375.02	其他	74.22	1639.72	461.30	455.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1076.35	1039.72	61.30	355.02
营业利润	416.93	1881.49	1893.55	2587.16	短期借款	453.06	-3547.36	0.00	0.00
其他非经营损益	-124.76	6.66	-1.05	-11.81	长期借款	739.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	292.17	1888.16	1892.51	2575.35	股权融资	121.63	0.00	0.00	0.00
所得税	55.89	339.87	283.88	334.80	支付股利	0.00	-33.07	-216.69	-225.14
净利润	236.28	1548.29	1608.63	2240.55	其他	404.45	-1256.14	-157.59	-173.73
少数股东损益	70.93	464.83	482.94	672.66	筹资活动现金流净额	1718.42	-4836.57	-374.29	-398.86
归属母公司股东净利润	165.34	1083.46	1125.69	1567.90	现金流量净额	1261.79	-1918.49	1917.78	3136.73
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5167.82	3249.34	5167.12	8303.85	成长能力				
应收和预付款项	4921.32	6150.37	7667.68	9028.53	销售收入增长率	11.52%	28.07%	23.91%	18.21%
存货	1558.10	2044.58	2486.88	2921.44	营业利润增长率	-63.29%	351.27%	0.64%	36.63%
其他流动资产	2768.27	2428.24	2856.17	3260.12	净利润增长率	-75.84%	555.29%	3.90%	39.28%
长期股权投资	389.87	389.87	389.87	389.87	EBITDA 增长率	-6.41%	61.79%	1.17%	25.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12080.79	12037.85	11742.44	11127.03	毛利率	13.65%	12.53%	14.69%	15.61%
无形资产和开发支出	1023.03	950.30	877.58	804.86	三费率	7.02%	10.47%	8.52%	7.98%
其他非流动资产	1013.64	999.88	986.12	972.36	净利率	1.47%	7.53%	6.31%	7.44%
资产总计	28922.83	28250.43	32173.87	36808.06	ROE	2.38%	13.55%	12.55%	15.10%
短期借款	3547.36	0.00	0.00	0.00	ROA	0.82%	5.48%	5.00%	6.09%
应付和预收款项	9312.84	12455.20	14927.69	17488.50	ROIC	6.74%	16.35%	17.34%	24.71%
长期借款	1715.99	1715.99	1715.99	1715.99	EBITDA/销售收入	10.78%	13.61%	11.11%	11.82%
其他负债	4406.88	2649.46	2708.47	2766.43	营运能力				
负债合计	18983.07	16820.65	19352.15	21970.92	总资产周转率	0.59	0.72	0.84	0.87
股本	901.36	900.92	900.92	900.92	固定资产周转率	1.70	1.84	2.19	2.66
资本公积	5212.25	5212.69	5212.69	5212.69	应收账款周转率	4.72	4.91	4.87	4.76
留存收益	2554.36	3604.76	4513.76	5856.52	存货周转率	8.33	9.58	9.28	9.14
归属母公司股东权益	8443.06	9468.26	10377.25	11720.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.70%	—	—	—
少数股东权益	1496.70	1961.52	2444.47	3117.12	资本结构				
股东权益合计	9939.76	11429.78	12821.72	14837.14	资产负债率	65.63%	59.54%	60.15%	59.69%
负债和股东权益合计	28922.83	28250.43	32173.87	36808.06	带息债务/总负债	27.73%	10.20%	8.87%	7.81%
					流动比率	0.97	1.09	1.19	1.31
					速动比率	0.86	0.93	1.03	1.15
					股利支付率	0.00%	3.05%	19.25%	14.36%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1730.86	2800.38	2833.04	3562.78	每股收益	0.18	1.20	1.25	1.74
PE	114.10	17.41	16.76	12.03	每股净资产	9.37	10.50	11.51	13.00
PB	2.23	1.99	1.82	1.61	每股经营现金	0.76	2.08	2.47	3.53
PS	1.17	0.92	0.74	0.63	每股股利	0.00	0.04	0.24	0.25
EV/EBITDA	10.68	5.65	4.90	3.02					
股息率	0.00%	0.18%	1.15%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn