

第一太阳能 (FIRST SOLAR) (FSLR.O)

组件销量稳步增长，单瓦净利环比提升

优于大市

核心观点

2024H1 公司实现归母净利润 5.9 亿美元，同比增长 175%。2024H1 公司实现营业收入 18.0 亿美元，同比增长 33%，归母净利润 5.9 亿美元，同比增长 175%。对应 2024Q2 实现营业收入 10.1 亿美元，同比增长 25%，环比增长 27%；归母净利润 3.5 亿美元，同比增长 105%，环比增长 48%。

组件销量稳步增长，单 W 净利环比提升。2024H1 公司组件销量 6.1GW，同比增长 29%；对应 2024Q2 公司组件销售 3.4GW，同比增长 21%，环比增长 24%。2024Q2 公司组件单 W 平均售价 0.30 美元，同比提升 0.01 美元，环比提升 0.01 美元；单 W 毛利 0.15 美元，同比提升 0.04 美元，环比提升 0.02 美元；单 W 净利 0.10 美元，同比提升 0.04 美元，环比提升 0.01 美元。

在手订单充裕，产能建设稳步推进。2024 年 1-7 月公司新签订单 3.6GW，其中 7 月新签订单 1.3GW，截至 7 月底公司在手订单 75.9GW，交付期最远排到 2030 年。此外，公司跟踪的潜在订单达到 80.6GW，其中进入谈判中后期阶段的潜在订单 28.6GW。截至 2023 年末，公司光伏组件产能 16.6GW，同比+69%，其中美国产能 6.0GW。据公司披露，到 2026 年底，公司名义产能将超过 25.2GW，其中美国产能 14.1GW。

美国降息有望刺激光伏装机快速增长。随着通胀率逐步回落，美国即将进入降息周期，融资成本降低将刺激光伏项目建设需求上升。公司作为美国本土产能最大的光伏组件供应商，本土份额保持领先，未来有望直接受益于降息带来的光伏装机需求高增。

维持 2024 年出货量及业绩指引不变。公司预计 2024 年组件销售 15.6-16.3GW，同比增长 37%-43%；预计 2024 年实现每股盈利 13.0-14.0 美元，同比增长 67%-80%，与今年 5 月份指引相比保持不变。2024 年资本开支预期增加 1 亿美元至 18-20 亿美元，主要原因系加快越南及第三佩里斯堡工厂的 CuRe 技术转换。

风险提示：市场竞争风险；美国可再生能源支持政策不及预期的风险；美国光伏装机不及预期的风险；公司研发、降本不及预期的风险。

投资建议：维持盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 14.5/22.8/31.9 亿美元，同比增速 75%/58%/40%，摊薄 EPS 为 13.6/21.4/29.8 美元，对应 2024-2026 年动态 PE 为 16/10/7 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,619	3,319	4,512	5,655	6,525
(+/-%)	-10.4%	26.7%	36.0%	25.3%	15.4%
净利润(百万元)	-44	831	1450	2284	3187
(+/-%)	--	-1981.0%	74.6%	57.5%	39.5%
每股收益(元)	-0.41	7.76	13.57	21.37	29.82
EBIT Margin	-10.7%	26.7%	36.0%	44.2%	53.0%
净资产收益率 (ROE)	-0.7%	13.3%	19.6%	24.6%	26.5%
市盈率 (PE)	-511.1	27.2	15.5	9.9	7.1
EV/EBITDA	-1199.0	22.7	13.5	9.1	6.7
市净率 (PB)	3.87	3.38	2.77	2.16	1.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 光伏设备

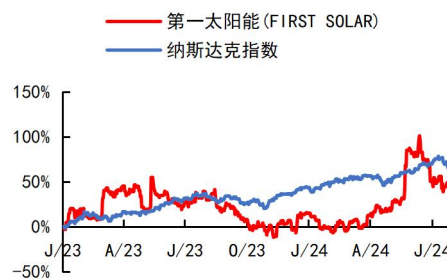
证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003
证券分析师: 陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn S0980523010001

证券分析师: 袁阳 0755-22940078 yuanyang2@guosen.com.cn S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	210.9 美元
总市值/流通市值	226/226 亿美元
52 周最高价/最低价	317.0/129.2 美元
近 3 个月日均成交额	7.35 亿美元

市场走势



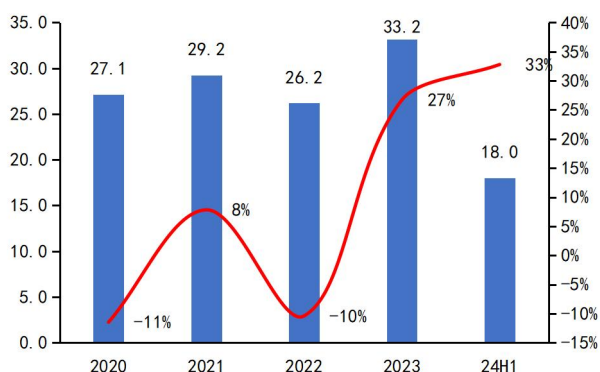
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《第一太阳能 (FIRST SOLAR) (FSLR.O) -Q1 新增订单均价上行, 美国本土产能如期扩张》——2024-05-14
- 《第一太阳能 (FIRST SOLAR) (FSLR.O) -美光伏协会呼吁保护本土制造能力, 利好在美有产能布局的头部组件公司》——2024-03-28
- 《第一太阳能 (FIRST SOLAR) (FSLR.O) -因 IRA 政策盈利大幅改善, 美国产能建设稳步推进》——2024-03-05
- 《第一太阳能 (FIRST SOLAR) (FSLR.O) -美国本土薄膜组件龙头, 受益于 IRA 政策成长性可期》——2024-01-28

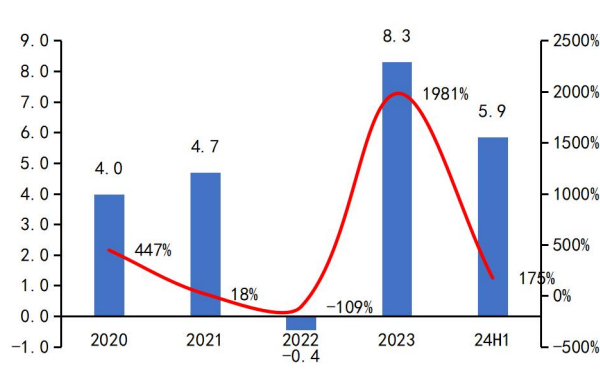
2024H1 公司实现归母净利润 5.9 亿美元，同比增长 175%。2024H1 公司实现营业收入 18.0 亿美元，同比增长 33%，归母净利润 5.9 亿美元，同比增长 175%。对应 2024Q2 实现营业收入 10.1 亿美元，同比增长 25%，环比增长 27%；归母净利润 3.5 亿美元，同比增长 105%，环比增长 48%。

图1: 公司营业收入及增速 (亿美元、%)



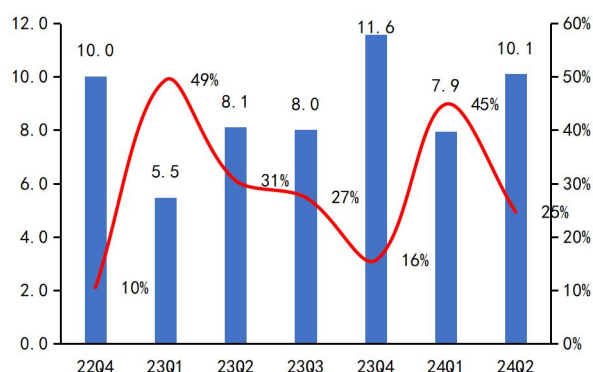
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (亿美元、%)



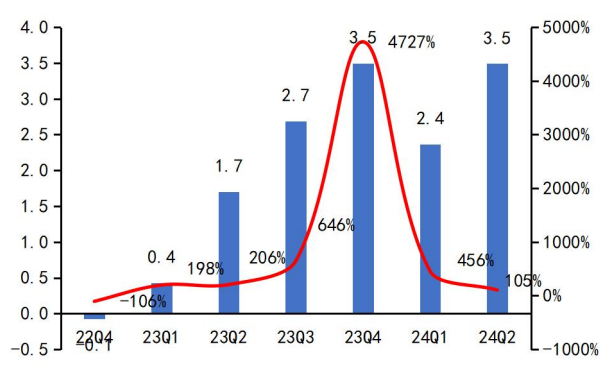
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入及增速 (亿美元、%)



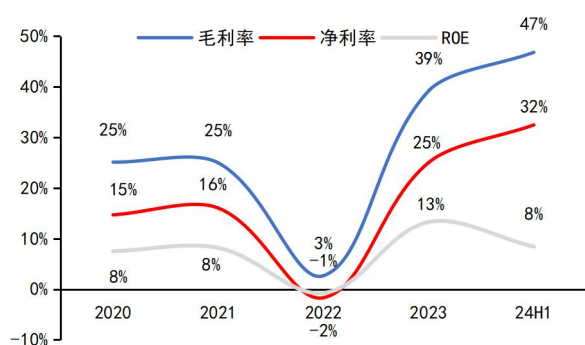
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (亿美元、%)



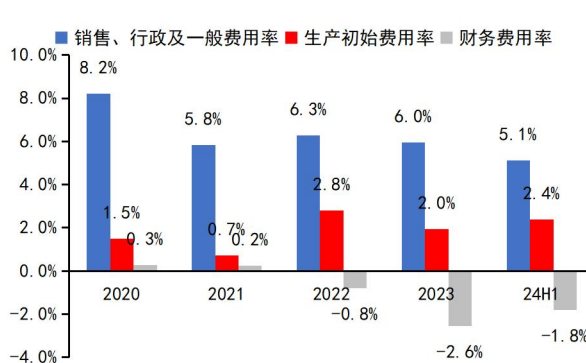
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率、ROE 变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用占比情况变化



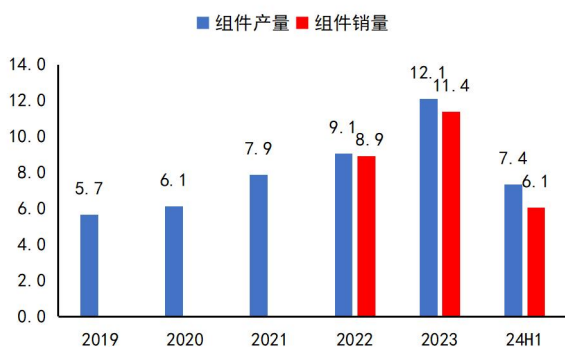
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年度指引：公司预计 2024 年光伏组件销量 15.6-16.3GW，同比增长约 40%；预计 2024 年组件单 W 售价约 0.29 美元，同比持平；单 W 成本约 0.15 美元，同比下降 0.02 美元；单 W 毛利 0.13 美元，同比提升 0.02 美元；单 W 净利 0.09 美元，同比提升 0.02 美元。

组件销量稳步增长，单 W 净利环比提升。2024H1 公司组件销量 6.1GW，同比增长 29%；对应 2024Q2 公司组件销售 3.4GW，同比增长 21%，环比增长 24%。2024Q2 公司组件单 W 平均售价 0.30 美元，同比提升 0.01 美元，环比提升 0.01 美元；单 W 毛利 0.15 美元，同比提升 0.04 美元，环比提升 0.02 美元；单 W 净利 0.10 美元，同比提升 0.04 美元，环比提升 0.01 美元。

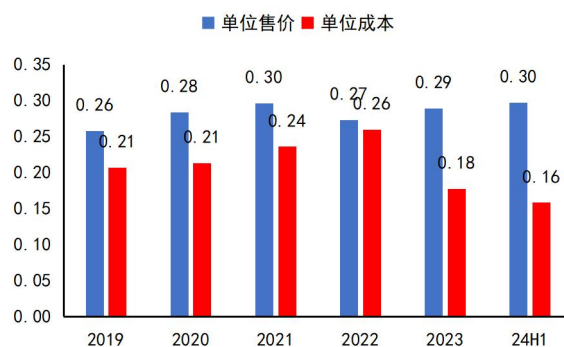
由于 CdTe 组件的一体化生产特性，并受益于 IRA 补贴政策支持，2023 年起公司美国本土生产并对外销售的组件产品可获得约 0.17 美元/W 的税收抵免额用于冲减营业成本，这部分税收抵免额可以直接销售给第三方。

图7：公司光伏组件产、销量（GW）



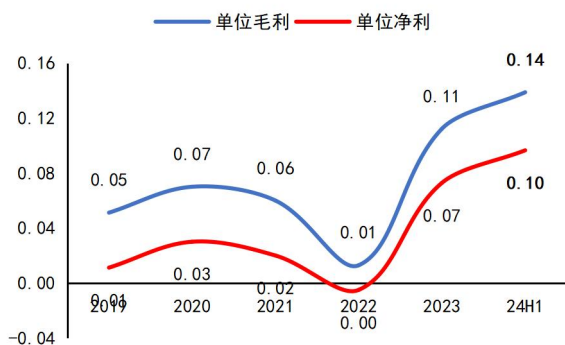
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司光伏组件单位售价及单位成本（美元/W）



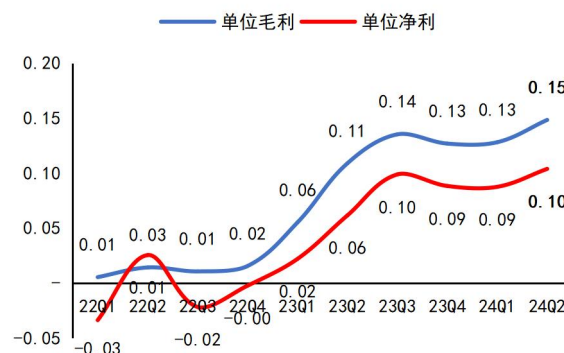
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：2019-2021 年未披露组件销量，单位售价及单位成本按产量测算

图9：公司年度光伏组件单位毛利及单位净利（美元/W）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：2019-2021 年未披露组件销量，单位毛利及单位净利按产量测算

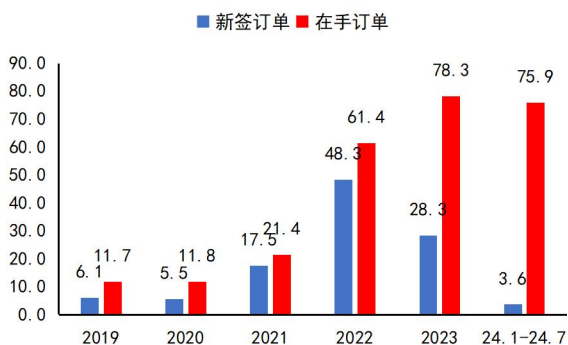
图10：公司季度光伏组件单位毛利及单位净利（美元/W）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

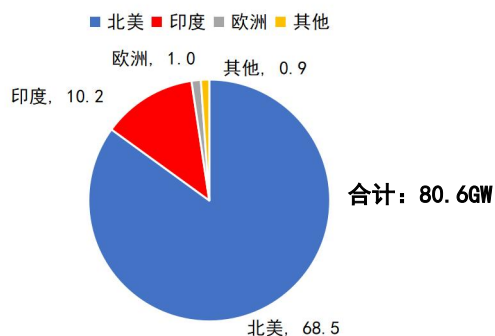
在手订单充裕，产能建设稳步推进。2024年1-7月公司新签订单3.6GW，其中7月新签订单1.3GW，截至7月底公司在手订单75.9GW，交付期最远排到2030年。此外，公司跟踪的潜在订单达到80.6GW，其中进入谈判中后期阶段的潜在订单28.6GW。

图11: 公司光伏组件新增订单及在手订单 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

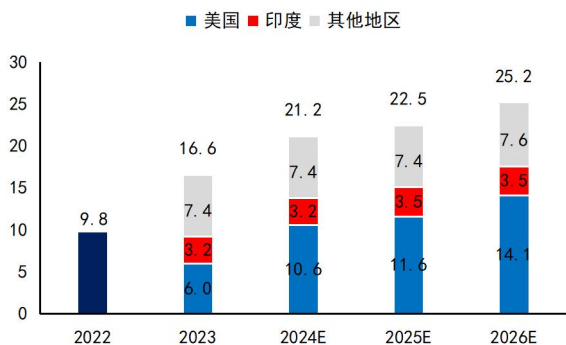
图12: 公司潜在订单结构 (GW) (截至2024年7月底)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

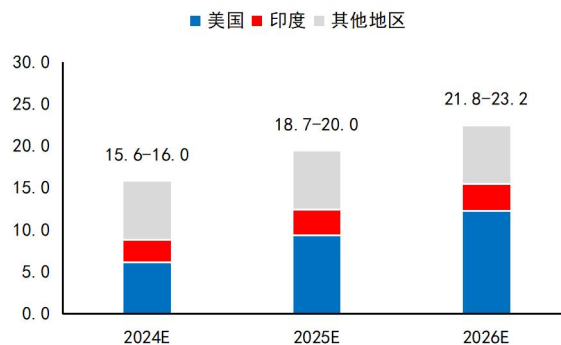
截至2023年末,公司光伏组件产能16.6GW,同比+69%,其中美国产能6.0GW。2024-2026年在美国计划分别新增4.6GW、1GW和2.5GW产能,2026年美国产能增长到14.1GW;2026年公司全球总产能有望达到25.2GW。美国产能占比从2023年的36%提升至2026年的56%。

图13: 公司分地区光伏组件产能 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司光伏组件分地区产量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

维持2024年出货量及业绩指引不变。公司预计2024年组件销售15.6-16.3GW,同比增长37%-43%;预计2024年实现每股盈利13.0-14.0美元,同比增长67%-80%,与24Q1指引相比保持不变。2024年资本开支预期增加1亿美元至18-20亿美元,主要原因系加快越南及第三佩里斯堡工厂的CuRe技术转换。

投资建议: 维持盈利预测,我们预计公司2024-2026年归母净利润为14.5/22.8/31.9亿美元,同比增速75%/58%/40%,摊薄EPS为13.6/21.4/29.8美元,对应2024-2026年动态PE为16/10/7倍,维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1481	1947	2441	3741	6082	营业收入	2619	3319	4512	5655	6525
应收款项	407	1477	565	864	1192	营业成本	2549	2018	2413	2627	2529
存货净额	621	820	709	760	714	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	181	216	226	254	261	销售、行政及一般费用	165	198	203	198	183
流动资产合计	3791	4635	4115	5794	8424	研发费用	113	152	180	215	222
固定资产	3543	4397	5898	6577	7098	财务费用	(22)	(185)	(99)	(152)	(252)
无形资产及其他	46	94	75	60	48	投资收益	0	0	0	0	0
其他长期资产	871	1239	1239	1239	1239	资产减值及公允价值	0	0	(41)	(55)	(71)
长期股权投资	0	0	0	0	0	变动	0	0	(41)	(55)	(71)
资产总计	8251	10365	11328	13670	16809	其他收入	(60)	(216)	(67)	(26)	(24)
短期借款及交易性金融负债	0	96	0	0	0	营业利润	(245)	920	1706	2687	3749
应付款项	372	229	207	222	208	营业外净收支	254	(29)	0	0	0
其他流动负债	666	981	612	655	621	利润总额	9	891	1706	2687	3749
流动负债合计	1038	1306	819	877	829	所得税费用	53	61	256	403	562
长期借款及应付债券	184	464	464	464	464	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1193	1907	1907	1907	1907	归属于母公司净利润	(44)	831	1450	2284	3187
长期负债合计	1377	2372	2372	2372	2372	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2415	3678	3190	3248	3201	净利润	(44)	831	1450	2284	3187
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	5836	6687	8138	10421	13608	折旧摊销	260	270	276	332	370
负债和股东权益总计	8251	10365	11328	13670	16809	公允价值变动损失	0	0	41	55	71
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(22)	(185)	(99)	(152)	(252)
每股收益	(0.41)	7.76	13.57	21.37	29.82	营运资本变动	1587	(785)	622	(320)	(337)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(22)	(185)	(99)	(152)	(252)
每股净资产	54.52	62.47	76.16	97.54	127.36	经营活动现金流	1780	130	2291	2198	3040
ROIC	29%	12%	20%	27%	33%	资本开支	0	(1113)	(1800)	(1050)	(950)
ROE	-1%	13%	20%	25%	27%	其它投资现金流	(715)	926	0	0	0
毛利率	3%	39%	47%	54%	61%	投资活动现金流	(715)	(187)	(1800)	(1050)	(950)
EBIT Margin	-11%	27%	36%	44%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	35%	42%	50%	59%	负债净变化	(52)	280	0	0	0
收入增长	-10%	27%	36%	25%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	--	-1981%	75%	57%	40%	其它融资现金流	(953)	(222)	(96)	0	0
资产负债率	29%	35%	28%	24%	19%	融资活动现金流	(1034)	523	2	152	252
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	31	466	494	1300	2341
P/E	(511.1)	27.2	15.5	9.9	7.1	货币资金的期初余额	1451	1481	1947	2441	3741
P/B	3.9	3.4	2.8	2.2	1.7	货币资金的期末余额	1481	1947	2441	3741	6082
EV/EBITDA	(1199.0)	22.7	13.5	9.1	6.7	企业自由现金流	0	(802)	480	1089	2026
						权益自由现金流	0	(575)	468	1218	2240

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032