天合光能（688599）

公司研究/点评报告

业绩大幅增长，大尺寸龙头呼之欲出

—天合光能 2020 年度业绩预告点评

点评报告/电力设备及新能源　　2021 年 01 月 25 日

一、事件概述

1 月 25 日，公司发布 2020 年度业绩预增公告：预计 2020 年度实现归母净利润 12.01-13.28 亿元，同比增长 87.55%-107.29%；扣非后归母净利润 10.96-12.11 亿元，同比增长 79.32%-98.2%。

二、分析与判断

➢ 回 A 股上市后交出首份靓丽业绩答卷，2020 年全年组件出货预计 15GW 左右

天合是老牌光伏组件龙头，最早创立于 1997 年，2006 年在纽交所上市，2014-2015 年蝉联全球组件出货冠军。公司 2015 年底筹备私有化退市，并于 2020 年在科创板上市。在此期间尽管融资受限、扩产放缓，但组件出货仍保持前三，充分证明了老牌龙头的深厚积淀。公司 2020 年全年组件出货预计 15GW 左右，同比增长 70%以上。

➢ 前瞻布局 210 产品，大尺寸龙头呼之欲出

210 产品能有效节约电站 BOS 成本，受到终端客户欢迎。同时，随着良率提升，210 可以有效降低电池组件环节生产成本，未来有望进一步增强公司盈利能力。公司前瞻布局 210 产品，率先推出 600W+“至尊”系列组件产品。公司产能布局及产品出货在行业中一马当先。预计 2021 年底组件产能 50GW 以上，其中 210 产能 40GW 以上，充分奠定公司大尺寸龙头地位。

➢ 组件环节有望迎来价值重估，公司是弹性较好的行业龙头

2021 年组件环节市场份额将加速向龙头企业集中，隆基、天合、晶科等均规划了较大的出货目标，行业一线与二线的差距正式拉开，预计 2021 年将奠定未来几年的市场格局。龙头企业的产品、品牌、渠道等将发挥更大的作用，且复制难度更高。光伏平价上网后，组件降价压力减轻，有望留下更多价值量，整个环节有望迎来价值重估。公司坐拥 210 产品优势，预计 30-35GW 出货目标可以较好达成，伴随着产能和市场扩张加速，公司有望牢牢占据一线龙头地位。

➢ 跟踪支架、户用系统、储能多点布局，立足智慧能源全方位构建增长极

公司立足智慧能源，布局了跟踪支架、户用系统、储能多方业务。（1）跟踪支架：由收购 Nclave 而来，行业空间较大，渗透率持续提升，正处在快速发展阶段。2020 年出货预计 2GW，2021 年预计 4GW。（2）户用系统：属于高毛利业务，公司历经多年打造“天合富家”品牌，预计 2021 年实现安装量 1GW 以上。（3）储能：与鹏辉能源合资 2GWh 储能电芯产能，下游可以与光伏有机结合，2021 年有望实现数百 MW 级装机，未来发展空间巨大。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 12.69、22.25、32.39 亿元，同比分别增长 98.1%、75.4%、45.6%，当前股价对应的 PE 分别为 38、22、15 倍。公司产品、品牌、渠道优势明显，未来业绩增速较高、增长较为确定，当前估值较低，参考 CS 光伏产业 60 倍 PE（TTM）估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期、组件销售价格下跌超预期、上游原材料涨价。

推荐　首次评级

当前价格：　23.1 元

交易数据	2021-1-25
近 12 个月最高/最低（元）	25.49/14.84
总股本（百万股）	2,068
流通股本（百万股）	301
流通股比例（%）	14.55
总市值（亿元）	478
流通市值（亿元）	70

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：　S0100120120042

邮箱：　dingya@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,322	29,497	55,569	88,035
增长率（%）	-6.9	26.5	88.4	58.4
归属母公司股东净利润（百万元）	641	1,269	2,225	3,239
增长率（%）	14.8	98.1	75.4	45.6
每股收益（元）	0.36	0.61	1.08	1.57
PE（现价）	64.2	37.6	21.5	14.7
PB	3.4	3.0	2.7	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**23,322**	**29,497**	**55,569**	**88,035**
营业成本	19,267	25,237	47,551	75,115
营业税金及附加	132	147	278	440
销售费用	1,382	1,260	2,528	4,417
管理费用	927	1,063	2,058	3,310
研发费用	298	289	582	970
EBIT	1,316	1,500	2,572	3,781
财务费用	354	366	459	536
资产减值损失	(73)	0	0	0
投资收益	103	78	90	103
营业利润	**837**	**1,292**	**2,286**	**3,425**
营业外收支	33	0	0	0
利润总额	**870**	**1,355**	**2,365**	**3,483**
所得税	168	0	0	0
净利润	702	1,355	2,365	3,483
归属于母公司净利润	**641**	**1,269**	**2,225**	**3,239**
EBITDA	**2,201**	**3,434**	**5,718**	**8,053**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5827	6812	6244	13986
应收账款及票据	5902	5310	9447	13205
预付款项	713	551	1070	2037
存货	5617	7155	11643	13702
其他流动资产	1034	1034	1034	1034
流动资产合计	**22383**	**23837**	**34254**	**49644**
长期股权投资	476	543	619	707
固定资产	10118	19165	30925	41510
无形资产	595	621	653	681
非流动资产合计	**14109**	**21656**	**30594**	**36932**
资产合计	**36491**	**45493**	**64848**	**86576**
短期借款	6041	7241	8441	9941
应付账款及票据	9177	12021	22649	35778
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**19507**	**23123**	**38613**	**56857**
长期借款	2604	4104	5604	5604
其他长期负债	1231	1231	1231	1231
非流动负债合计	**4285**	**5785**	**7285**	**7285**
负债合计	**23793**	**28908**	**45898**	**64143**
股本	1758	2068	2068	2068
少数股东权益	742	828	968	1213
股东权益合计	**12698**	**16585**	**18950**	**22433**
负债和股东权益合计	**36491**	**45493**	**64848**	**86576**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-6.9	26.5	88.4	58.4
EBIT 增长率	-8.7	14.0	71.4	47.0
净利润增长率	14.8	98.1	75.3	45.6
盈利能力				
毛利率	17.4	14.4	14.4	14.7
净利润率	2.7	4.3	4.0	3.7
总资产收益率 ROA	1.8	2.8	3.4	3.7
净资产收益率 ROE	5.4	8.1	12.4	15.3
偿债能力				
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.6
现金比率	0.4	0.4	0.2	0.3
资产负债率	0.7	0.6	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	73.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	102.9	90.0	70.0	60.0
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.2
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.6	1.1	1.6
每股净资产	6.8	7.6	8.7	10.3
每股经营现金流	2.8	2.6	4.4	8.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	64.2	37.6	21.5	14.7
PB	3.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	20.6	14.3	9.0	5.6
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	702	1,355	2,365	3,483
折旧和摊销	640	1,933	3,146	4,271
营运资金变动	3,533	1,792	3,305	9,097
经营活动现金流	**4,996**	**5,305**	**9,107**	**17,226**
资本开支	3,801	9,198	11,929	10,463
投资	(1,310)	0	0	0
投资活动现金流	**(5,200)**	**(9,186)**	**(11,915)**	**(10,448)**
股权募资	8	2,531	0	0
债务募资	1,082	1,500	1,500	0
筹资活动现金流	**1,106**	**4,865**	**2,241**	**964**
现金净流量	**902**	**984**	**(568)**	**7,742**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。
丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。