

2021年02月25日

# 天合光能 (688599)

## ——210 组件优势凸显，全球化渠道布局提升竞争力

报告原因：有业绩公布需要点评

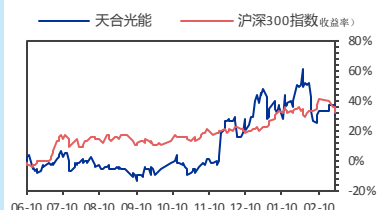
**买入** (维持)

| 市场数据:       | 2021年02月24日      |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元)      | 20.23            |
| 一年内最高/最低(元) | 26.34/14.65      |
| 市净率         | 2.9              |
| 息率(分红/股价)   | -                |
| 流通A股市值(百万元) | 6087             |
| 上证指数/深证成指   | 3564.08/14870.67 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据:        | 2020年09月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元)     | 7.1         |
| 资产负债率%       | 63.66       |
| 总股本/流通A股(百万) | 2068/301    |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-         |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张雷 A0230519100003  
zhanlei@swsresearch.com

研究支持

陈明雨 A0230120040001  
chenmy@swsresearch.com  
黄华栋 A0230120050002  
huanghd@swsresearch.com

联系人

陈明雨  
(8621)23297818×转  
chenmy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年预计实现营业总收入 295.05 亿元，同比增长 26.51%；归母净利润 12.32 亿元，同比增长 92.95%；基本每股收益 0.64 元/股，同比增长 77.78%。

投资要点：

- **2020 年归母净利润预计同比增长 92.95%**。公司 2020 年预计实现营业总收入 295.05 亿元，同比增长 26.51%；归母净利润 12.32 亿元，同比增长 92.95%；基本每股收益 0.64 元/股，同比增长 77.78%。公司业绩同比上升主要归因于：1)光伏行业整体景气度较好，行业市场份额持续向领先企业集聚。公司凭借领先的创新能力和产品优势，借助全球化布局及先进产能规模化优势，实现光伏产品业务快速发展。2)得益于长期推进全球化和品牌战略，公司全球销售和服务能力领先，报告期内公司海外高毛利地区的光伏组件业务销售增长显著。
- **推出限制性股票激励计划，业绩考核目标较高激发核心员工干劲**。公司于 2020 年 12 月发布《2020 年限制性股票激励计划(草案)》，激励对象包括公告本激励计划时在公司(含子公司)任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、其他关键技术人员及董事会认为需要激励的其他人员。首次授予激励对象限制性股票的授予价格为 10.26 元/股。公司归属系数 100%的业绩考核目标为 2020-2022 年净利润分别达到 11.90 亿元、22.90 亿元、34.50 亿元，公司归属系数 80%的业绩考核目标为 2020-2022 年净利润分别达到 9.52 亿元、18.32 亿元、27.60 亿元。目前已完成该激励计划的首次授予。
- **组件环节集中度提升，210 大尺寸产品推广提速**。组件环节品牌和渠道效应越来越强，预计 2021 年行业 CR5 有望从 2019 年的 37.46%提升至 70.31%。2017-2019 年，公司组件出货量稳居全球前三。预计 2021 年公司光伏组件产能将有望达到 50GW。2020 年 1 月，公司宣布首片采用 210mm 硅片大尺寸组件正式下线。2020 年 7 月 16 日，公司发布至尊系列 600W 组件，每瓦的 BOS 成本可下降 8 分钱，有望直接引领整体光伏行业进入 6.0 时代。2021 年 1 月，公司与 NEXTERA ENERGY 签订 210 组件销售合同，预计 2022-2023 年向对方合计销售 210 组件约 4GW。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级：公司是全球组件龙头，210 打造差异化竞争优势**。我们维持公司 2020-2022 年盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.16 亿元、23.07 亿元、35.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元/股、1.12 元/股、1.71 元/股，当前股价对应 PE 分别为 32 倍、18 倍、12 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**：全球光伏需求不达预期；上游环节产品价格上涨；组件产品价格下跌超预期。

财务数据及盈利预测

|            | 2019   | 20Q1-Q3 | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 23,322 | 19,926  | 31,578 | 52,517 | 71,371 |
| 同比增长率(%)   | -6.9   | 18.7    | 35.4   | 66.3   | 35.9   |
| 归母净利润(百万元) | 641    | 832     | 1,316  | 2,307  | 3,535  |
| 同比增长率(%)   | 14.8   | 118.9   | 105.4  | 75.4   | 53.2   |
| 每股收益(元/股)  | 0.31   | 0.40    | 0.64   | 1.12   | 1.71   |
| 毛利率(%)     | 17.4   | 16.5    | 16.9   | 16.6   | 17.2   |
| ROE(%)     | 5.4    | 5.7     | 8.3    | 12.7   | 16.3   |
| 市盈率        | 65     |         | 32     | 18     | 12     |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表：利润表（单位：百万元、元/股）

|                  | 2017   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入          | 26,159 | 25,054 | 23,322 | 31,578 | 52,517 | 71,371 |
| 其中：营业收入          | 26,159 | 25,054 | 23,322 | 31,578 | 52,517 | 71,371 |
| 其他类金融业务收入        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 二、营业总成本          | 25,406 | 24,356 | 22,359 | 29,923 | 49,620 | 66,879 |
| 其中：营业成本          | 21,676 | 21,222 | 19,267 | 26,225 | 43,797 | 59,094 |
| 其他类金融业务成本        | -0     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 税金及附加            | 203    | 140    | 132    | 189    | 315    | 428    |
| 销售费用             | 1,479  | 1,144  | 1,382  | 1,579  | 2,626  | 3,569  |
| 管理费用             | 865    | 886    | 927    | 1,105  | 1,733  | 2,355  |
| 研发费用             | 202    | 221    | 298    | 474    | 788    | 1,071  |
| 财务费用             | 729    | 661    | 354    | 350    | 362    | 362    |
| 加：其他收益           | 70     | 111    | 70     | 50     | 70     | 70     |
| 投资收益             | 21     | -228   | 103    | 50     | 50     | 50     |
| 净敞口套期收益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益         | -96    | -1     | 24     | 0      | 0      | 0      |
| 信用减值损失（损失以“-”填列） | 0      | 0      | -245   | -8     | -11    | -22    |
| 资产减值损失（损失以“-”填列） | -252   | -82    | -73    | -70    | -70    | -70    |
| 资产处置收益           | -1     | -7     | -4     | -4     | -4     | -4     |
| 汇兑收益及其他          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 三、营业利润           | 747    | 574    | 837    | 1,673  | 2,932  | 4,517  |
| 加：营业外收入          | 26     | 159    | 45     | 30     | 50     | 50     |
| 减：营业外支出          | 9      | 19     | 12     | 15     | 15     | 15     |
| 四、利润总额           | 763    | 714    | 870    | 1,688  | 2,967  | 4,552  |
| 减：所得税            | 175    | 141    | 168    | 246    | 438    | 675    |
| 五、净利润            | 588    | 573    | 702    | 1,443  | 2,530  | 3,876  |
| 持续经营净利润          | 588    | 573    | 702    | 1,443  | 2,530  | 3,876  |
| 终止经营净利润          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 少数股东损益           | 45     | 15     | 62     | 127    | 223    | 341    |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 542    | 558    | 641    | 1,316  | 2,307  | 3,535  |
| 六、其他综合收益的税后净额    | 25     | 6      | 35     | 35     | 35     | 35     |
| 七、综合收益总额         | 613    | 578    | 737    | 1,478  | 2,565  | 3,911  |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 571    | 555    | 673    | 1,348  | 2,339  | 3,568  |
| 八、基本每股收益         | 0.06   | 0.32   | 0.36   | 0.64   | 1.12   | 1.71   |
| 全面摊薄每股收益         | 0.26   | 0.27   | 0.31   | 0.64   | 1.12   | 1.71   |

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |                           |
|----|-----|--------------|---------------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | chentao1@swsresearch.com  |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | lidan4@swsresearch.com    |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | chenzuoxi@swsresearch.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。