

## TSL.US 天合光能

未评级

## 提升全年光伏组件出货量目标

2015年08月21日

## 市场数据

报告日期	2015.8.21
收盘价(美元)	8.69
总 ADS 数(万)	8,552
总市值(亿美元)	7.43
净资产(百万美元)	1,032
总资产(百万美元)	3,591
每 ADS 净资产(美元)	12.50
每 ADS 股份数	50

数据来源: Wind

## 相关报告

业绩点评\_20140305

业绩点评\_20150305

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

## 主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013A	2014A
营业收入(百万美元)	2,048	1,297	1,775	2,286
同比增长(%)	10.24%	-36.68%	36.89%	28.79%
净利润(百万美元)	-37.82	-266.56	-72.03	61.26
同比增长(%)	-112.14%	-604.81%	72.98%	85.05%
毛利率(%)	16.24%	4.41%	12.29%	16.87%
净利润率(%)	-1.85%	-20.56%	-4.06%	2.68%
每 ADS 收益(美元)	-0.50	-4.0	-1.0	0.76

## 投资要点

- **2015年Q2营收快速增加,毛利率提升。**2015年Q2公司总营业收入为7.23亿美元,比Q1增长29.5%;毛利润为1.45亿美元,较Q1大幅增长44.4%;净利润率为6.0%,比Q1提高3.19个百分点;归属上市公司股东净盈利4,091万美元,较Q1的1,391万美元增长约3倍;每ADS基本盈利为0.48美元(Q1为0.17美元);Q2综合毛利率从Q1的17.98%提升至20.04%。业绩增长主要由于组件出货量的增加以及产品毛利率的提升。
- **Q2组件出货量超预期,提升全年组件出货量目标。**2015年Q2组件出货量为1,231.6MW,较Q1增长20.0%,其中包括230.9MW被用于公司自身下游的光伏发电项目。Q2出货量超过公司之前1,100-1,140MW的预期。管理层调高2015年全年出货量目标:总组件出货量从4.4-4.6GW上调至4.9-5.1GW,这将比2014年增长33.9-39.3%。出货量增长主要是受益于全球光伏产业的强劲复苏,特别是中美两国的经济稳步增长。Q2期间光伏组件产能提升10%至4.4GW,并预计到年底提升至4.8GW。
- **大力发展光伏电站下游市场,“建设-销售-建设”滚动发展。**2015年Q2公司完成了121.3MW的光伏项目的并网,超过公司65-70MW的并网计划。其中包括分布式光伏项目31.3MW和地面电站项目90MW。从区域上看,云南地区并网90MW;新疆并网20MW;山东并网45MW;浙江和上海各并网14.5MW和3.1MW。第二季度公司共出售123.8MW光伏电站,其中中国项目50MW,其余为位于英国的光伏项目。当前公司共运营中的光伏项目总计为358.5MW,公司在建项目超过600MW。第三季度公司计划并网目标为180MW-200MW,全年新增并网目标为700MW-750MW。
- **全球光伏产品需求增加,中、美出货量大增。**全球今年第二季度对光伏产需求旺盛,特别是中国和美国两个市场出货量环比增加约120%和60%,达到历史新高,而日本市场和欧洲市场的需求则有所回落。公司继续开发亚洲和南美的新兴市场以迎合全球光伏产品需求,目前在公司在全球已经有超过20个产品和销售中心。
- **我们的观点:**作为全球领先的光伏组件制造商,天合光能提升全年出货量目标,光伏下游电站业务采取“建设-销售-建设”模式进行滚动发展,建议投资者密切关注。

- **风险因素：**光伏组件价格下跌，终端装机不及预期，西方国家“双反”。

图表 1 天合光能 2015 年 Q2 与 Q1 主要财务指标变动情况

	单位(千美元)		同比变动	点评
	2015年Q2	2015年Q1		
收入	722,942	558,089	29.5%	增长主要得益于中美两个市场的需求强劲，抵消了日欧市场的需求下降。
生产成本	(578,082)	(457,768)	26.3%	经济规模效应和运营效率的提高降低了人工和材料的成本，其下降幅度大于产品价格下降，故提高了毛利
毛利	144,860	100,321	44.4%	
运营开支				业务增加，特别是运费增加。
销售及分销费用	(43,715)	(35,780)	22.2%	
管理费用	(32,450)	(27,708)	17.1%	
研发费用	(8,012)	(7,679)	4.3%	
经营溢利	60,683	29,154	108.1%	
利息开支	(13,036)	(11,363)	14.7%	
利息收入	668	642	4.0%	
外汇及其他损益	491	7,416	-93.4%	
税前利润	54,806	18,888		
所得税开支	(11,755)	(3,222)	-264.8%	公司海内外子公司业务增长所致。
净利润	43,051	15,666	174.8%	业务增长加上成本有效控制所致。
本公司拥有人	40,911	13,913		
少数股东权益	(2,140)	(1,753)		
ADS基本EPS(美元)	0.48	0.17		
ADS摊薄EPS(美元)	0.42	0.16		

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。