

TSL.US 天合光能

未评级

Q4 带动全年业绩超预期，产能将扩张

2016年03月04日

市场数据

| 报告日期 | 2016.03.04 |
|---------------|------------|
| 收盘价(美元) | 10.49 |
| 总 ADS 数(万) | 8,523 |
| 总市值(亿美元) | 8.94 |
| 净资产(百万美元) | 1,051 |
| 总资产(百万美元) | 4,684 |
| 每 ADS 净资产(美元) | 12.33 |
| 每 ADS 股份数 | 50 |

数据来源: Wind

主要财务指标

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A |
|--------------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,297 | 1,775 | 2,286 | 3,036 |
| 同比增长(%) | -36.68% | 36.89% | 28.79% | 32.78% |
| 净利润(百万元) | -266.56 | -72.03 | 61.26 | 76.52 |
| 同比增长(%) | -604.81% | 72.98% | 85.05% | 28.95% |
| 毛利率(%) | 4.41% | 12.29% | 16.87% | 18.67% |
| 净利润率(%) | -20.56% | -4.06% | 2.68% | 2.84% |
| 净资产收益率(%) | -26.3 | -8.45 | 6.61 | 7.56 |
| 每 ADS 收益(美元) | -4.0 | -1.0 | 0.76 | 0.91 |

相关报告

业绩点评_20140305
业绩点评_20150305
业绩点评_20150821

海外新能源研究

分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

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

投资要点

- **四季度组件出货量超预期带动全年业绩高增长。**天合光能是国内领先的一体化光伏组件供应商。公司第四季度组件出货量 1,776.3MW (同比+43%), 其中向第三方供货 1,579.7MW, 向公司下游电站项目供货 196.6MW。全年出货量 5.74GW (同比+56.8%)。业绩方面, 公司第四季度收入 962 百万美元 (同比+36.4%, 环比+21.4%), 经营利润 81 百万美元, 每 ADS 利润 0.43 美元。全年收入 3,035 百万美元, 毛利率 18.7% (同比增加 1.8 个百分点), 归母净利 76.5 百万美元 (同比 28.9%), 每 ADS 利润 0.86 美元 (同比+16%)。公司毛利率的提升主要是受益于公司第四季度将制造成本降低 20% 至 \$36 每瓦, 同时 blending 组件成本降低 9%。
- **需求旺盛, 电池片和组件产能将扩张。**公司目前产能: 铸锭产能 2.3GW, 硅片产能 1.8GW, 光伏电池片 3.5GW, 组件产能 5GW。公司宣布 2016 年将继续扩张以满足下游需求, 其中铸锭和硅片产能维持不变, 电池片和组件产能将分别扩张至 5GW 和 6GW (泰国的组件项目将于 2016 年投产; 最近完成收购了在荷兰的电池厂)。公司已经考虑了中国大陆 2016 年下半年可能组件产能过剩, 因此扩张的产能一半在泰国的工厂, 同时在中国大陆采取轻资产运营模式, 外包了一部分产能给第三方公司。电池片新增的 1.5GW 产能中 900MW 在泰国工厂, 600MW 在中国工厂。公司预计 2016 年第一季度组件出货量 1.37-1.45GW, 全部为向第三方出货; 预计 2016 年全年组件出货量 6.3-6.55GW, 其中 450-550MW 用于公司自有电站建设。
- **光伏电站项目进展顺利, 期待 2016 年并网容量爆发。**公司第四季度并网容量 258.8MW, 其中包括 132.5MW 地面电站 (云南 42.5MW, 新疆 40MW, 河北 21MW, 安徽 17MW, 江苏 12MW) 和 126.3MW 分布式电站项目 (江苏 44.9MW, 山东 29MW, 安徽 20.2MW, 湖北 16.5MW, 浙江 14.7MW, 河南 1MW)。2015 年全年公司在全球范围内并网容量 685.9MW, 其中 200.4MW 是中国的分布式项目。截止 2015 年末, 公司共有 869.2MW 下游电站在运 (中国 847MW, 美国 4.2MW, 欧洲 18MW)。公司预计 2016 年全年新增并网 750-850MW 电站项目, 其中 10-15% 为位于中国的分布式电站。另外, 公司预

计下半年将出售 400-500MW 已并网电站。

- **公司全球化进展迅速，品牌知名度提升。**公司 2015 年新进入印度市场和其他新兴国家，全球范围布局从 43 个国家增加到 63 个国家。从组件出货国家分布来看，公司的客户更加多元化，第四季度的出货量中 39.5% 销往美国，中国 26.3%，日本、印度、欧洲和其他新兴国家的比例分别为 10.9%、7.7%、4.9% 和 10.7%，出货国家和地区进一步分散，公司的知名度得到进一步提升。
- **我们的观点：**天合光能是全球领先的光伏硅片-组件一体化制造商，同时具备较强的电站开发能力，我们认为公司的产能扩张和下游电站开发以及全球化发展进一步为公司提供了成长的动力，建议投资者积极关注。
- **风险因素：**组件价格因为产能过剩出现超预期下跌，电站开发进度低于预期。

图表 1: 天合光能 2015 年和 2014 年主要财务指标变动情况

| 单位: 美元, 千 | 2015 | 2014 | YoY | |
|-----------|-------------|-------------|--------|--------------------------|
| 收入 | 3,035,512 | 2,286,119 | 32.8% | 组件出货量提升, 电站并网容量增加 |
| 成本 | (2,468,879) | (1,900,547) | 29.9% | 组件加工成本降低, 毛利率提升 1.8 个百分点 |
| 毛利 | 566,633 | 385,572 | 47.0% | |
| 经营费用 | | | | |
| 销售费用 | (178,119) | (135,061) | 31.9% | 销售费用同比增加 |
| 管理费用 | (132,439) | (108,150) | 22.5% | |
| 研发费用 | (34,099) | (22,258) | 53.2% | |
| 起诉拨备 | (45,000) | 0 | | 非经常性损益 |
| 总经营费用 | (389,657) | (265,469) | 46.8% | |
| 经营利润 | 176,976 | 120,103 | 47.4% | |
| 外汇损失 | (25,139) | (21,934) | 14.6% | |
| 利息费用 | (52,252) | (34,886) | 49.8% | 电站并网容量增加, 有息负债增加 |
| 利息收入 | 2,862 | 2,793 | 2.5% | |
| 衍生品公允价值变动 | 4,065 | 3,422 | 18.8% | |
| 其他收入 | 9,280 | 7,250 | 28.0% | |
| 税前利润 | 115,792 | 76,748 | 50.9% | |
| 税收 | (29,445) | (15,488) | 90.1% | |
| 净利润 | 86,347 | 61,260 | 41.0% | |
| 少数股东利润 | 9,832 | 1,922 | 411.6% | 电站容量增加, 非控股权益增加 |
| 归属母公司净利 | 76,515 | 59,338 | 28.9% | |
| 每ADS净利 | | | | |
| 基本 | 0.91 | 0.76 | 19.7% | |
| 摊薄 | 0.86 | 0.74 | 16.2% | |

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 | zhusd@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 | zengyayi@xyzq.com.cn | 申胜雄 | | shensx@xyzq.com.cn |
| 赵新莉 | 021-38565922 | zhaoxinli@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 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(香港证监会中央编号: AYE823)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。