

天合光能 (688599)

战略扩产顺势推进，加码 N 型一体化布局

买入 (维持)

2022 年 06 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	44,480	87,772	125,025	153,757
同比	51%	97%	42%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	1,804	3,701	6,608	8,560
同比	47%	105%	79%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.83	1.71	3.05	3.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	82.78	40.35	22.60	17.45

投资要点

- **事件:** 6月24日晚,公司公告拟发行可转债募资不超88.9亿元,用于年产35GW直拉单晶项目及补流。本次募投项目在青海西宁产业园建设35GW直拉单晶,达产后可实现N型单晶硅棒35GW年产能,完善公司产业链布局,提升市场竞争力。
- **推进一体化扩产, N型时代抢先布局:** 6月18日晚,公司公布拟建设西宁新能源产业园,建设年产30万吨工业硅、15万吨高纯多晶硅、35GW单晶硅、10GW切片、10GW电池、组件及15GW辅材的超一体化产能。本次转债项目为产业园中35GW N型单晶硅棒产能,总投资85.8亿(募资投入62.8亿元),其中一期20GW我们预计2023年底前建成,届时工业硅/硅料/拉棒/切片/电池/组件产能可达34/19/30/15/77/85GW(2022年底为硅片/电池/组件10/50/65GW),提升工业硅/硅料/拉棒自供比例至41%/22%/36%,保供能力提升,为N型电池组件生产提供配套,可有效平缓产业链波动并大幅降本。产业园二期产能将于2025年底前完成,我们预计届时公司产能工业硅/硅料为30/15万吨,拉棒/切片/电池/组件为45/20/82/125GW,我们预计工业硅/硅料/拉棒自供率86%/47%/36%,增强竞争优势!
- **优化资本结构,提升综合竞争力:** N型技术处于大规模量产应用的前期阶段,N型硅片市场供给较少,公司自建一定比例的上游产能可有效稳定供应链并控制电池组件成本。计算N型硅棒单GW投资2.45亿元,资金需求大,而公司间接融资额较高:截至2022Q1,公司短期借款94.5亿元,长期借款29.35亿元,主要为银行贷款,较大贷款余额限制进一步借款空间,同时加大经营风险和财务成本,公司发行可转债助于优化资本结构、降低财务风险,提高竞争力!
- **组件出货高速增长,分布式系统持续推进!** 我们预计2022Q2公司组件出货9.5GW,环增25-30%,我们预计单瓦净利环比基本持平。全年看下半年为需求旺季,随硅料产能释放,带来上游降价,公司盈利将进一步提升;因美国豁免东南亚两年关税,公司对美出货恢复正常,我们预计全年组件出货40GW+。公司分布式系统前瞻布局,我们预计2022年出货5-6GW,同比翻倍增长,其中2022Q2出货1.2GW,环增20%+。合资硅料厂2022下半年投产,我们预计权益产能1.5万吨,贡献利润增量。组件、分布式两大业务表现亮眼,跟踪支架贡献正盈利,全年量利双升!
- **盈利预测与投资评级:** 基于光伏需求超我们预期,户用分布式高增,公司进行战略扩产,我们上调此前盈利预测,我们预计2022-2024年归母净利润为37/66/86亿元(前值为38/52/67亿元),同增105%/79%/30%,给予公司2023年30xPE,对应目标价91.5元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期,竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.90
一年最低/最高价	28.35/85.14
市净率(倍)	6.99
流通 A 股市值(百万元)	91,121.69
总市值(百万元)	149,346.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.86
资产负债率(% ,LF)	68.51
总股本(百万股)	2,167.59
流通 A 股(百万股)	1,322.52

相关研究

《天合光能(688599): 战略扩产布局一体化,开放合作,引领N型发展》

2022-06-19

《天合光能(688599): 2021年报及2022一季报点评:组件出货快速增长,分布式系统增长亮眼》

2022-04-28

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	41,861	63,557	82,313	98,764	营业总收入	44,480	87,772	125,025	153,757
货币资金及交易性金融资产	11,120	5,658	1,784	265	营业成本(含金融类)	38,191	76,823	107,229	131,041
经营性应收款项	13,016	26,033	35,431	44,430	税金及附加	137	395	563	692
存货	12,754	23,592	34,128	40,905	销售费用	1,408	2,545	3,751	4,613
合同资产	923	1,836	2,605	3,210	管理费用	1,483	2,107	3,376	4,075
其他流动资产	4,048	6,438	8,365	9,953	研发费用	925	1,755	2,500	3,075
非流动资产	21,679	25,605	30,450	35,693	财务费用	289	527	367	360
长期股权投资	2,048	2,048	2,048	2,048	加:其他收益	222	307	400	461
固定资产及使用权资产	13,416	16,574	20,687	25,206	投资净收益	528	1,141	1,000	923
在建工程	1,165	1,899	2,640	3,384	公允价值变动	-55	0	0	0
无形资产	894	894	894	894	减值损失	-396	-512	-740	-990
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	-86	-132	-125	-231
长期待摊费用	42	77	68	48	营业利润	2,261	4,424	7,774	10,065
其他非流动资产	3,959	3,959	3,959	3,959	营业外净收支	13	-7	3	-2
资产总计	63,540	89,162	112,762	134,457	利润总额	2,274	4,417	7,777	10,063
流动负债	35,049	57,059	74,029	87,196	减:所得税	424	640	1,048	1,354
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,005	2,357	2,357	2,357	净利润	1,850	3,777	6,729	8,708
经营性应付款项	18,708	41,718	54,629	64,545	减:少数股东损益	46	76	121	148
合同负债	2,042	4,225	5,497	6,977	归属母公司净利润	1,804	3,701	6,608	8,560
其他流动负债	5,294	8,758	11,547	13,317	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.83	1.71	3.05	3.95
非流动负债	10,327	10,162	9,987	9,807	EBIT	2,337	4,146	7,606	10,262
长期借款	3,006	4,206	5,406	6,606	EBITDA	3,630	5,140	8,937	11,861
应付债券	4,945	3,545	2,145	745	毛利率(%)	14.14	12.47	14.23	14.77
租赁负债	35	70	95	115	归母净利率(%)	4.06	4.22	5.29	5.57
其他非流动负债	2,341	2,341	2,341	2,341	收入增长率(%)	51.20	97.33	42.44	22.98
负债合计	45,376	67,221	84,017	97,003	归母净利润增长率(%)	46.77	105.14	78.54	29.55
归属母公司股东权益	17,112	20,813	27,497	36,058					
少数股东权益	1,052	1,127	1,248	1,396					
所有者权益合计	18,164	21,940	28,746	37,454					
负债和股东权益	63,540	89,162	112,762	134,457					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,098	5,941	2,054	5,357	每股净资产(元)	8.11	9.90	12.67	16.66
投资活动现金流	-6,852	-3,968	-5,367	-6,243	最新发行在外股份(百万股)	2,168	2,168	2,168	2,168
筹资活动现金流	8,714	-7,436	-562	-632	ROIC(%)	6.27	10.54	18.57	20.65
现金净增加额	2,371	-5,462	-3,874	-1,518	ROE-摊薄(%)	10.54	17.78	24.03	23.74
折旧和摊销	1,294	994	1,330	1,599	资产负债率(%)	71.41	75.39	74.51	72.14
资本开支	-6,427	-5,139	-6,372	-7,170	P/E (现价&最新股本摊薄)	82.78	40.35	22.60	17.45
营运资本变动	-2,260	-4	-7,152	-5,837	P/B (现价)	8.49	6.96	5.44	4.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

