

天合光能 (688599)

公司研究/点评报告

大尺寸组件持续引领，户用系统出货高增

—天合光能 (688599) 2021 年半年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 08 月 25 日

一、事件概述

8月24日,公司发布2021年半年报:报告期内实现营业收入201.88亿元(同比+60.91%);实现归母净利润7.06亿元(同比+43.17%);实现扣非后归母净利润5.84亿元(同比+31.34%);经营性活动现金流量净额1.25亿元(同比-81.11%);EPS 0.34元,加权平均ROE 4.56%。其中2021Q2:营业收入116.65亿元(同比+65.63%,环比+36.88%);归母净利润4.76亿元(同比+39.9%,环比+106.58%);扣非后归母净利润4.14亿元(同比+26.86%,环比+144.14%);经营性活动现金流量净额15.99亿元(同比+698.57%,环比+208.47%)。

二、分析与判断

➤ Q2 毛利率提升, 现金流大幅改善

Q2 公司综合毛利率 14.18%, 环比+1.91 pct, 主要来自于组件业务 ASP 及毛利率提升。Q2 期间费用率 9.29%, 环比-0.56%, 销售/研发费用率略升, 管理/财务费用率略降。损益类项目变化不大。Q2 经营性现金流净额 15.99 亿元, 环比 Q1 -14.74 亿元大幅改善。

➤ 组件出货继续高增, 引领行业大尺寸趋势

公司上半年组件出货 10.5GW, 同比+80%, 组件出货排名全球第二; 其中 210 组件出货超 5GW, 占比 50%, 在大尺寸组件市场中出货量第一, 继续引领行业大尺寸趋势。全年出货预计 30GW。公司持续推进产能建设, 预计 2021 年底电池片、组件产能达到 35、50GW, 其中 210 大尺寸产能占比超过 70%。行业来看, 凭借 210 产品优势及多年全球销售渠道积累, 出货量有望持续保持行业前列; 210 阵营看, 公司无论是产品推广、产能布局还是产业链整合均走在行业前列, 凭借产品和产能先发优势, 未来充分享受红利。

➤ 光伏系统业务快速增长, 全面开花

系统产品方面: (1) 地面电站业务跟踪支架与组件业务充分协同, 实现多个大型地面电站产品交付; (2) 分布式光伏业务原装品牌系统 2021H1 出货超 500MW, 其中户用出货量同比增长超过 300%。公司深耕分布式市场, “天合富家”与“天合蓝天”品牌在户用与工商业领域具备较强知名度, 率先发布《整县推进白皮书》, 积极卡位整县推进模式下分布式光伏新“赛道”; (3) 发布 BIPV 产品“天合瓦”, 推进 BIPV 应用落地, 掘金 BIPV 大蓝海。

电站开发方面: 2021H1 国内电站项目开发达到 1.5GW 以上, 海外项目储备持续增长。

三、投资建议

Q2 公司盈利高增, 组件环节盈利能力出现行业性好转, 同时公司扩产快速推进, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.88、37.28、49.56 亿元 (此前预测为 20.8、27.12、35.85 亿元), 同比分别增长 69.8%、78.6%、32.9%, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 47、27、20 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, 长期战略布局清晰, 跟踪支架、分布式、储能业务多点开花。参考当前 CS 光伏产业 59 倍 PE-TTM 估值, 公司估值较低, 维持“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

维持评级

当前价格: 47.82 元

交易数据 2021-8-24

近 12 个月最高/最低(元)	50.03/14.84
总股本(百万股)	2,068
流通股本(百万股)	1,214
流通股比例(%)	58.69
总市值(亿元)	989
流通市值(亿元)	580

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

电话: 021-60876734

邮箱: dingya@mszq.com

研究助理: 李京波

执业证号: S0100121020004

电话: 021-60876734

邮箱: lijingbo@mszq.com

相关研究

1. 天合光能(688599): 出货高增, 积极扩产尽享大尺寸红利
2. 天合光能(688599): 业绩大幅增长, 大尺寸龙头呼之欲出

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	29,418	55,569	77,950	109,400
增长率 (%)	26.1	88.9	40.3	40.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,229	2,088	3,728	4,956
增长率 (%)	91.9	69.8	78.6	32.9
每股收益 (元)	0.64	1.01	1.80	2.40
PE (现价)	74.7	47.4	26.5	20.0
PB	6.6	5.8	4.7	3.8

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	29,418	55,569	77,950	109,400
营业成本	24,719	47,551	65,799	92,530
营业税金及附加	97	278	390	547
销售费用	1,015	2,417	3,352	5,490
管理费用	1,109	1,945	2,728	3,391
研发费用	363	722	935	1,258
EBIT	2,115	2,656	4,746	6,184
财务费用	538	372	465	542
资产减值损失	(329)	(60)	(60)	(60)
投资收益	386	2	1	1
营业利润	1,433	2,404	4,385	5,739
营业外收支	(27)	0	0	0
利润总额	1,407	2,453	4,403	5,752
所得税	174	270	484	633
净利润	1,233	2,183	3,919	5,119
归属于母公司净利润	1,229	2,088	3,728	4,956
EBITDA	3,281	3,867	5,835	7,269
资产负债表 (百万元)				
货币资金	9429	14391	39096	45461
应收账款及票据	4232	10002	13252	16410
预付款项	1039	1390	2375	3312
存货	7120	16808	9087	22063
其他流动资产	1695	1695	1695	1695
流动资产合计	28360	51212	71115	98486
长期股权投资	444	446	447	448
固定资产	10012	9746	9400	9088
无形资产	649	671	687	697
非流动资产合计	17232	16618	15744	15292
资产合计	45592	67829	86859	113779
短期借款	5068	6268	7468	8968
应付账款及票据	15031	28915	40011	56265
其他流动负债	33	33	33	33
流动负债合计	24245	42799	56410	78210
长期借款	4108	5608	7108	7108
其他长期负债	1132	1132	1132	1132
非流动负债合计	5646	7146	8646	8646
负债合计	29892	49945	65057	86856
股本	2068	2068	2068	2068
少数股东权益	620	715	906	1069
股东权益合计	15701	17884	21803	26922
负债和股东权益合计	45592	67829	86859	113779

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	26.1	88.9	40.3	40.3
EBIT 增长率	60.6	25.6	78.7	30.3
净利润增长率	91.9	69.8	78.6	32.9
盈利能力				
毛利率	16.0	14.4	15.6	15.4
净利润率	4.2	3.8	4.8	4.5
总资产收益率 ROA	2.7	3.1	4.3	4.4
净资产收益率 ROE	8.2	12.2	17.8	19.2
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.8	1.1	1.0
现金比率	0.4	0.4	0.7	0.6
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	54.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	92.8	90.0	70.0	60.0
总资产周转率	0.7	1.0	1.0	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	1.0	1.8	2.4
每股净资产	7.3	8.3	10.1	12.5
每股经营现金流	1.2	1.4	10.9	2.9
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	74.7	47.4	26.5	20.0
PB	6.6	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	27.2	21.1	11.1	8.2
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,233	2,183	3,919	5,119
折旧和摊销	1,275	1,151	1,029	1,025
营运资金变动	70	(686)	17,213	(706)
经营活动现金流	2,558	2,970	22,607	5,966
资本开支	4,687	313	136	559
投资	165	0	0	0
投资活动现金流	(3,988)	(313)	(136)	(559)
股权募资	2,310	0	0	0
债务募资	265	1,476	1,500	0
筹资活动现金流	1,662	2,304	2,235	958
现金净流量	232	4,961	24,705	6,365

分析师与研究助理简介

于潇，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。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

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。