

组件盈利超市场预期，分布式光伏系统增长亮眼

2021年08月25日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006

15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29,418	58,771	82,809	95,489
同比（%）	26.1%	99.8%	40.9%	15.3%
归母净利润（百万元）	1,229	2,072	3,567	4,533
同比（%）	91.9%	68.6%	72.1%	27.1%
每股收益（元/股）	0.59	1.00	1.72	2.19
P/E（倍）	80.45	47.72	27.73	21.81

投资要点

- **2021H1 公司归母净利润 7.06 亿元，同比增长 43.17%，超市场预期：**公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 201.88 亿元，同比增长 60.91%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 43.17%。盈利大幅增长主要系光伏组件出货量价齐升所致。
- **海外出货快速增长，大尺寸及分销占比提升，盈利能力超市场预期。**2021H1 公司组件业务收入 172.48 亿元，同增 91%，上半年公司出货量超 10.5GW，居全球第二，其中 2021Q2 出货超 6GW，同环比+81%/+33%，盈利能力超市场预期，原因：1) 签单价格高；2) 海外出货快速增长，海外价格高盈利强；3) 大尺寸占比提升，产品结构持续改善；4) 分销占比提升，提升促进盈利结构性改善。
- **转换效率行业领先，N 型大尺寸电池技术正在验证。**公司 166 和 210 的 PERC 电池量产效率已达到 23.40%，电池双面率提升 2.5%，组件双面率提升 1.3%，产品指标均达到行业领先水平。新技术方面，公司 TOPCon 电池实验室可量产电池效率达 24.5%，新建了 500MW 的 210 大尺寸 TOPCon 电池中试线；另外，公司已完成 210 大尺寸 HJT 可靠性的研究工作，正在进行组件认证。
- **扩产加速一体化布局，龙头地位持续强化。**我们预计到 2021 年底公司电池、组件拥有产能 35GW、50GW，同比+180%、+125%，电池组件一体化比例提升至 70%。新扩产能均为 210，到 2021 年底电池组件 210 占比超过 70%，公司老产能包袱小，新产能成本低，盈利能力强劲，龙头地位强化。
- **分布式光伏系统增长亮眼，高盈利成为业绩新动能。**2021H1 公司原装户用光伏系统“天合富家”和原装工商业光伏系统“天合蓝天”市占率实现快速增长，出货超 500MW。其中户用光伏系统出货量同比增长超 300%，主要得益于国内户用市场快速增长，1-7 月国内户用光伏新增装机 7.65GW，同增 157%，我们预计今年户用新增装机将达 18GW+，同增 78%+。往后看，国内整县推进大超预期，我们预计总规模超 100GW，公司在分布式智慧能源业务深耕产品与全流程服务，并向 BIPV 等业务领域拓展，将充分受益整县推进及户用市场加速，增长潜力较大。
- **跟踪支架及电站业务稳健发展，智慧能源开辟储能新空间。**2021 年上半年公司跟踪支架实现多个重大项目交付，出货超 500MW，但因钢材价格的快速上涨，有量无利，处于盈利底部，下半年需求起量+跟踪支架渗透率提升，我们预计盈利将有所修复。智慧能源业务，公司稳步构建储能核心能力，积极进行国内外市场销售与布局。
- **盈利预测与投资评级：**基于光伏行业景气度向好的优势，我们上调盈利预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.72/35.67/45.33 亿元（前值 2021/2022/2023 年为 19.33/27.90/35.59 亿元），同比增长 68.6%/72.1%/27.1%，对应 EPS 为 1.00/1.72/2.19 元，给予 2022 年 38 倍 PE，对应目标价 65.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.82
一年最低/最高价	14.65/52.38
市净率(倍)	6.63
流通 A 股市值(百万元)	58036.93

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	68.99
总股本(百万股)	2068.03
流通 A 股(百万股)	1213.65

相关研究

- 1、《天合光能（688599）：2021 年一季报点评：盈利能力好于预期，海外高增长》2021-04-29
- 2、《天合光能（688599）：2021 年一季报业绩预告点评：盈利能力强劲，海外高增长》2021-04-16
- 3、《天合光能（688599）：2020 年年报点评：20 年 Q4 盈利突出，龙头优势显著》2021-04-10

东吴证券研究所

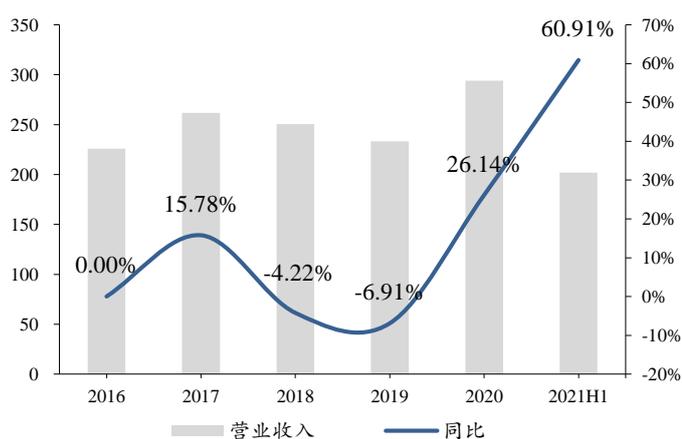
2021H1 公司归母净利润 7.06 亿元，同比增长 43.17%，超市场预期：公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 201.88 亿元，同比增长 60.91%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 43.17%。其中 2021Q2，实现营业收入 116.65 亿元，同比增长 65.63%，环比增长 36.88%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 39.88%，环比增长 106.58%。2021H1 毛利率为 13.37%，同比下降 2.19pct，2021Q2 毛利率 14.18%，同比上升 0.91pct，环比上升 1.91pct；2021H1 归母净利率为 3.50%，同比下降 0.43pct，2021Q2 归母净利率 4.08%，同比下降 0.75pct，环比上升 1.38pct。盈利大幅增长主要系光伏组件出货量价齐升所致。

表 1：2021H1 收入 201.88 亿元，同比增长 60.91%；盈利 7.06 亿元，同比增长 43.17%

天合光能	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入(亿元)	201.88	125.46	60.9%	116.65	70.43	65.6%	85.22	36.9%
毛利率(%)	13.4%	15.6%	-2.2pct	14.2%	13.3%	0.9pct	12.3%	1.9pct
营业利润(亿元)	8.87	5.89	50.6%	5.78	3.90	48.2%	3.09	87.3%
利润总额(亿元)	8.90	5.74	55.2%	5.85	3.77	55.1%	3.05	91.8%
归属母公司净利润(亿元)	7.06	4.93	43.2%	4.76	3.40	39.9%	2.30	106.6%
扣非归母净利润(亿元)	5.84	4.45	31.3%	4.14	3.27	26.9%	1.70	144.1%
归母净利率(%)	3.5%	3.9%	-0.4pct	4.1%	4.8%	-0.8pct	2.7%	1.4pct
股本(亿股)	20.68	20.68	-	20.68	20.68	-	20.68	-
EPS(元/股)	0.34	0.24	43.2%	0.23	0.16	39.9%	0.11	106.6%

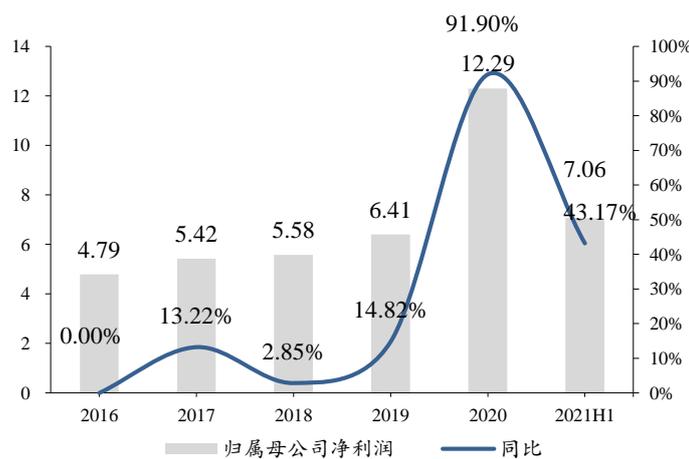
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 收入 201.88 亿元，同比+60.91%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润 7.06 亿元，同比+43.17%



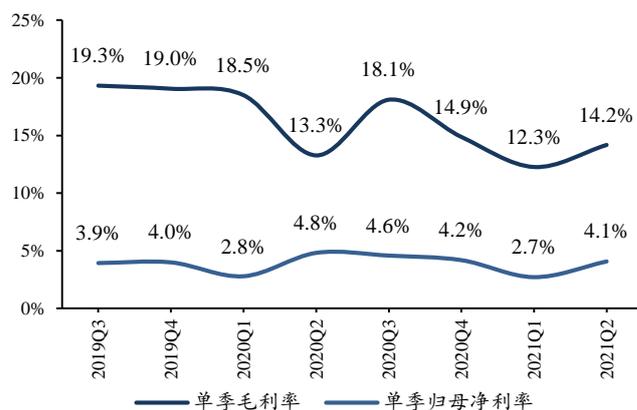
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021H1 毛利率、净利率同比-2.19、-0.43pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 毛利率、净利率同比+0.91、-0.75pct

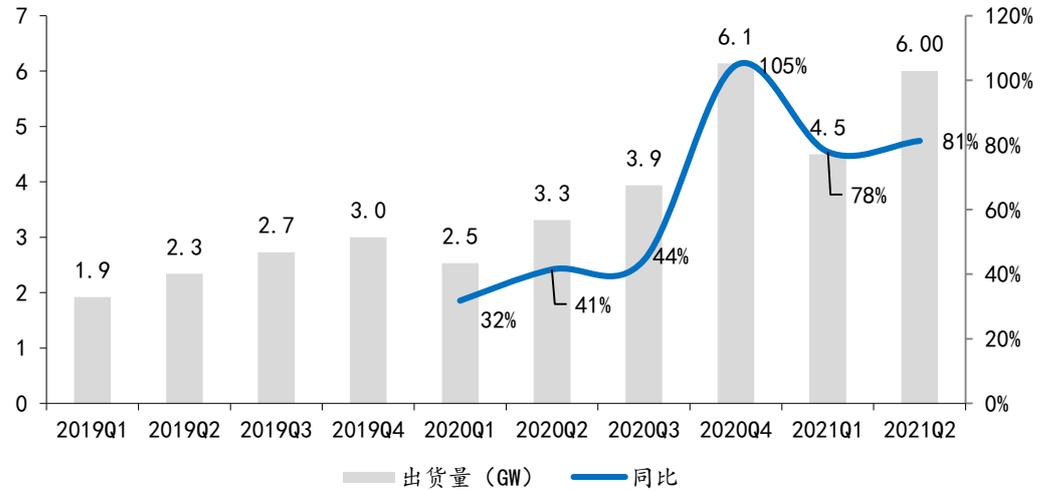


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海外出货快速增长, 大尺寸及分销占比提升, 盈利能力超市场预期。2021H1 公司组件业务收入 172.48 亿元, 同增 91%, 上半年公司出货量超 10.5GW, 居全球第二, 其中 2021Q2 出货超 6GW, 同环比+81%/+33%, 盈利能力超市场预期, 原因: 1) 签单价格高: 公司签单策略好, 主抓高价的现货单, 我们测算上半年公司组件单价 1.58-1.6 元/W, 单瓦净利 5-6 分, 其中 2021Q2 单瓦净利 6-7 分, 较 Q1 环比提升 3-4 分/W, 盈利能力强势修复; 2) 海外出货快速增长: 2021H1 公司海外出货 7.4GW, 同增 89.7%, 占比 70%, 2021Q2 海外出货 4GW, 同增 73.9%; 其中美国市场上半年出货 1.5GW, 海外价格高盈利强; 3) 大尺寸占比提升: 2021H1 公司大尺寸出货量居全球第一, 210 出货超 5GW, 占比 50%左右, 其中 2021Q2 占比 60%左右, 大尺寸组件有 2-3 分钱的溢价, 产品结构持续改善; 4) 分销占比提升: 2021H1 公司分销占比 50%, 较 2020 年提升 5pct, 分布式市场组件价格高于地面电站, 分销占比提升促进盈利结构性改善。

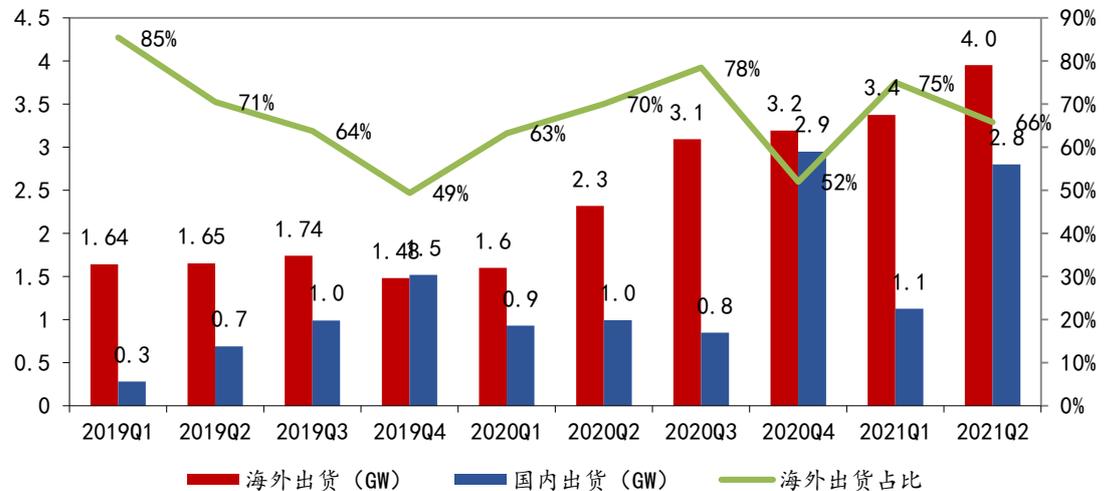
下半年看, 行业需求高企, 公司 7 月排产提升 15%, 8 月达到有效产能满产, 我们预计公司下半年出货 18-20GW, 全年出货目标 28-30GW, 同增 76-88%, 且出货结构进一步改善: 1) 公司坚定 210 路线, 随新产能落地, 我们预计下半年大尺寸占比将提升至 70-80%; 2) 2021Q2 起玻璃大幅降价, 带动双玻需求快速提升, 上半年双玻占比 45%, 我们预计下半年将进一步提升, 出货结构持续优化。

图 5: 公司组件分季度出货量及同比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 公司组件分季度分市场出货量及海外占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

转换效率行业领先, N 型大尺寸电池技术正在验证。公司 166 和 210 的 PERC 电池量产效率已达到 23.40%, 电池双面率提升 2.5%, 组件双面率提升 1.3%, 产品指标均达到行业领先水平。新技术方面, 公司 TOPCon 电池实验室可量产电池效率达 24.5%, 新建了 500MW 的 210 大尺寸 TOPCon 电池中试线; 另外, 公司已完成 210 大尺寸 HJT 可靠性的研究工作, 正在进行组件认证。

扩产加速一体化布局，龙头地位持续强化。我们预计到 2021 年底公司电池、组件拥有产能 35GW、50GW，同比+180%、+125%，电池组件一体化比例提升至 70%。新扩产能均为 210，到 2021 年底电池组件 210 占比超过 70%，公司老产能包袱小，新产能成本低，盈利能力强劲，龙头地位强化。

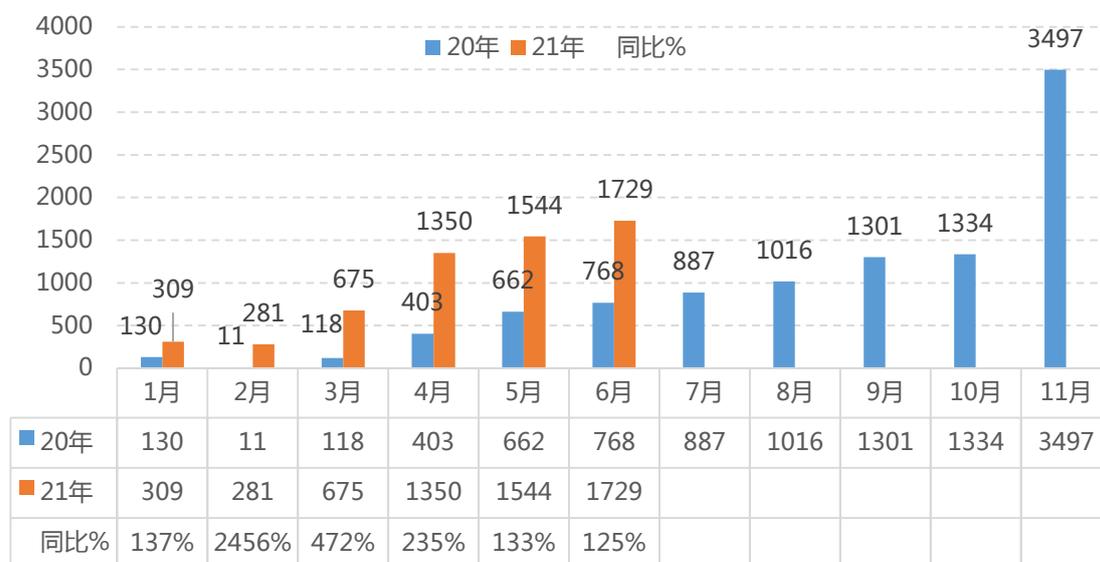
表 2: 公司产能规划情况 (GW)

项目地 按尺寸	2020		2021E		2022E		2023E	
	电池	组件	电池	组件	电池	组件	电池	组件
常州	3	4	0	8	0	16	0	16
158	3	3		1				
166		1		1		1		1
210				6		15		15
宿迁	6	6	17	12	23	12	23	12
166	5	4	5	4	5	4	5	4
210	1	2	12	8	18	8	18	8
盐城	1	7	13	16	16	18	16	28
158	1	3						
210		4	13	18	16	18	16	28
义乌	0	4	0	8	0	8	0	8
210		4		8		8		8
越南	1.7	0	4.2	4.5	4.2	4.5	4.2	4.5
158	1.7		1.7		1.7		1.7	
210			2.5	4.5	2.5	4.5	2.5	4.5
泰国	1	1	1	1	3	2	3	2
158	1	1	1	1				
210					3	2	3	2
合计	12	22	35	50	46	60	46	70
210	1	10	28	45	40	55	40	65
其他	11	12	7	5	6	5	6	5
210占比	8%	45%	79%	90%	86%	92%	86%	93%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分布式光伏系统增长亮眼，高盈利成为业绩新动能。2021H1 公司原装户用光伏系统“天合富家”和原装工商业光伏系统系统“天合蓝天”市占率实现快速增长，出货超 500MW。其中户用光伏系统出货量同比增长超 300%，主要得益于国内户用市场快速增长，1-7 月国内户用光伏新增装机 7.65GW，同增 157%，我们预计今年户用新增装机将达 18GW+，同增 78%+。往后看，国内整县推进大超市场预期，我们预计总规模超 100GW，公司在分布式智慧能源业务深耕产品与全流程服务，并向 BIPV 等业务领域拓展，将充分受益整县推进及户用市场加速，增长潜力较大。

图 7: 国内 2021 年 1-7 月户用装机情况 (MW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

跟踪支架及电站业务稳健发展, 智慧能源开辟储能新空间。2021 年上半年公司跟踪支架实现多个重大项目交付, 出货超 500MW, 但因钢材价格的快速上涨, 有量无利, 处于盈利底部, 下半年需求起量+跟踪支架渗透率提升, 我们预计盈利将有所修复。光伏系统业务, 公司电站稳步推进, 国内获得近 1.5GW 电站开发指标, 均较去年大幅增加。智慧能源业务, 公司稳步构建储能核心能力, 积极进行国内外市场销售与布局。

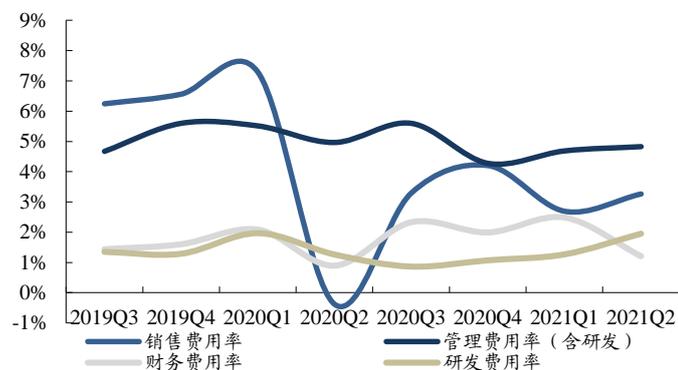
三费控制能力稳定, 期间费用率下降 1.18 个百分点: 公司注重研发布局, 截至 2021Q2 末公司研发人员 908 人, 研发人员占比达 4.87%, 同比提升 0.91pct。2021H1 公司期间费用同比增长 57.57%至 15.88 亿元, 期间费用率下降 1.18 个百分点至 7.87%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 62.78%、上升 47.39%、上升 70.16%、上升 98.03%至 6.09 亿元、9.63 亿元、3.36 亿元、3.52 亿元; 费用率分别上升 0.03、下降 0.44、上升 0.09、上升 0.33pct 至 3.02%、4.77%、1.67%、1.74%。2021Q2, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比 -1514.61%/+61.06%/+155.92%/+122.96%, 费用率分别为 3.26%/4.83%/1.96%/1.21%。其中, 销售费用上升主要系: 主要系光伏组件、系统产品销量增长对应运杂费、质保金增加、销售人员奖金及分摊的股份支付费用相应增加所致; 管理费用上升主要系管理人员奖金及分摊的股份支付费用增加所致; 财务费用上升主要系汇兑损失增加所致; 研发费用上升主要系研发投入相应增加所致。

图 8: 期间费用 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021Q2 期间费用率 9.29%, 同比+3.81pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

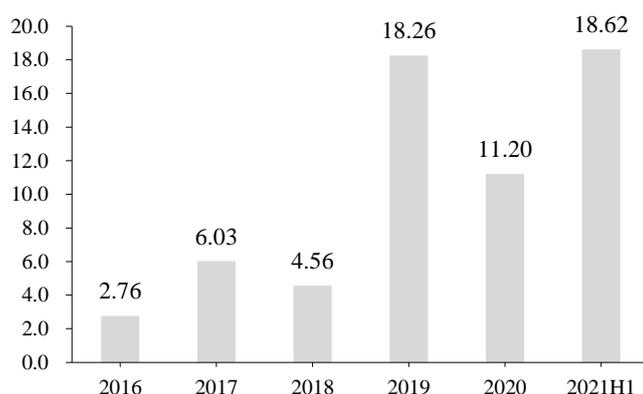
经营现金流有所下降, 预收款项大幅提升: 2021H1 经营活动现金流量净流入 1.25 亿元, 同比下降 81.11%, 其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 15.99 亿元; 销售商品取得现金 183.21 亿元, 同比增长 80.74%。期末预收款项 18.62 亿元, 比期初增长 66.21%。期末应收账款 56.5 亿元, 较期初增长 14.18 亿元, 应收账款周转天数下降 10.35 天至 44.06 天。期末存货 86.43 亿元, 较期初上升 15.23 亿元; 存货周转天数下降 11.62 天至 81.13 天。其中, 经营活动产生的现金流量净流入下降主要系业务发展需要, 库存增加所致。

图 10: 经营现金流量 (单位: 亿元)



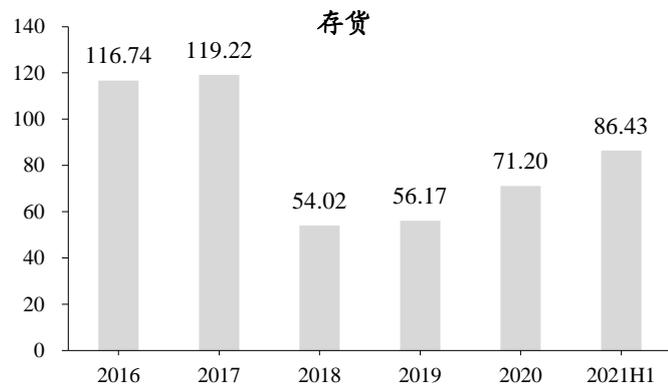
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末预收款项 (单位: 亿元)



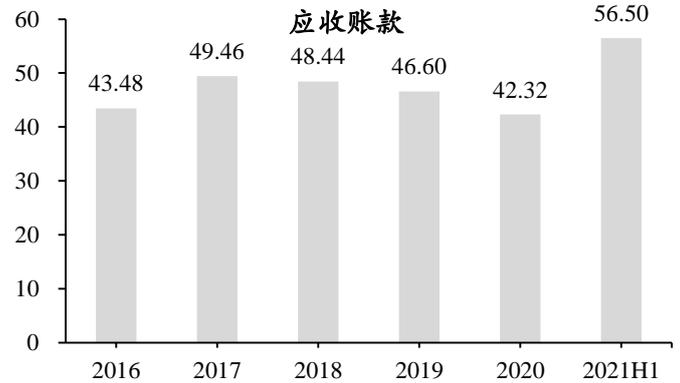
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 期末存货 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 期末应收账款 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于光伏行业景气度向好的优势, 我们上调盈利预期, 我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.72/35.67/45.33 亿元 (前值 2021/2022/2023 年为 19.33/27.90/35.59 亿元), 同比增长 68.6%/72.1%/27.1%, 对应 EPS 为 1.00/1.72/2.19 元, 给予 2022 年 38 倍 PE, 对应目标价 65.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,317	28,792	63,970	42,081	营业收入	29,418	58,771	82,809	95,489
现金	9,429	6,788	9,091	10,170	减:营业成本	24,719	50,450	70,278	81,086
应收账款	4,232	8,022	19,944	11,905	营业税金及附加	97	262	353	397
存货	7,120	6,950	22,332	11,453	营业费用	1,015	2,233	3,064	3,294
其他流动资产	7,535	7,031	12,603	8,553	管理费用	1,109	2,880	3,975	4,488
非流动资产	17,276	20,037	23,649	25,869	财务费用	538	1,067	1,156	1,048
长期股权投资	444	462	480	499	资产减值损失	-329	-450	-300	-300
固定资产	10,012	10,042	12,270	14,187	加:投资净收益	386	110	110	110
在建工程	2,330	5,064	6,451	6,761	其他收益	15	140	45	56
无形资产	649	626	603	579	营业利润	1,433	2,579	4,438	5,641
其他非流动资产	3,840	3,842	3,844	3,844	加:营业外净收支	-27	0	0	0
资产总计	45,592	48,687	87,305	67,415	利润总额	1,407	2,579	4,438	5,641
流动负债	24,245	25,526	60,789	36,734	减:所得税费用	174	464	799	1,015
短期借款	5,068	5,068	5,068	5,068	少数股东损益	4	42	73	93
应付账款	5,381	9,922	25,217	15,326	归属母公司净利润	1,229	2,072	3,567	4,533
其他流动负债	13,796	10,537	30,504	16,340	EBIT	1,603	3,058	4,932	6,117
非流动负债	5,646	5,718	5,578	5,298	EBITDA	2,769	4,369	6,531	8,156
长期借款	4,108	4,100	4,000	3,700					
其他非流动负债	1,538	1,618	1,578	1,598	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	29,892	31,244	66,367	42,032	每股收益(元)	0.59	1.00	1.72	2.19
少数股东权益	620	662	735	827	每股净资产(元)	7.29	8.11	9.77	11.87
归属母公司股东权益	15,081	16,781	20,203	24,556	发行在外股份(百万股)	2068	2068	2068	2068
负债和股东权益	45,592	48,687	87,305	67,415	ROIC(%)	5.5%	9.1%	13.1%	14.2%
					ROE(%)	7.9%	12.1%	17.4%	18.2%
					毛利率(%)	16.0%	14.2%	15.1%	15.1%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	4.2%	3.5%	4.3%	4.7%
经营活动现金流	2,998	2,119	8,427	6,260	资产负债率(%)	65.6%	64.2%	76.0%	62.3%
投资活动现金流	-3,988	-3,682	-4,884	-3,872	收入增长率(%)	26.1%	99.8%	40.9%	15.3%
筹资活动现金流	1,662	-1,078	-1,240	-1,309	净利润增长率(%)	91.9%	68.6%	72.1%	27.1%
现金净增加额	337	-2,641	2,303	1,079	P/E	80.45	47.72	27.73	21.81
折旧和摊销	1,166	1,170	1,426	1,817	P/B	6.56	5.89	4.89	4.03
资本开支	4,732	2,663	3,633	2,183	EV/EBITDA	35.93	23.47	15.37	12.18
营运资本变动	70	-2,124	2,187	-1,287					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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](http://www.dwzq.com.cn)