

# 天合光能 (688599.SH)

## 上半年业绩稳步增长，分布式业务发展迎来加速

事件：天合光能发布 2021 年半年度报告。

**上半年业绩稳定增长，光伏一体化龙头地位持续强化。**2021 年上半年，公司实现营收 201.88 亿元，同比增长 60.91%，实现归母净利润 7.06 亿，同比增长 43.17%，其中二季度公司实现营收 116.65 亿元，同比增长 65.63%，实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 39.88%，在产业链上游价格上涨的压力下，盈利仍实现稳定增长。报告期内，公司实现全球组件出货超过 10.5GW，根据 PV InfoLink 统计，出货量排名全球第二，光伏一体化龙头地位持续稳固。

**积极推进 210 大尺寸路线，持续推动产能扩张。**210 尺寸发布以来，基于其对于光伏产业链显著的降本能力，公司积极推进 210 大尺寸路线，2021 年上半年 210 组件需求持续旺盛，公司 210 组件出货超过 5GW，维持大尺寸组件市场中的领先地位。此外，公司加快 210 产能扩张节奏，预计到 2021 年底，公司电池、组件产能分别达到 35、50GW，其中 210 尺寸占比将超过 70%，领先地位有望进一步强化。

**率先发力分布式业务，紧握“整县推进”发展机遇，有望构筑业绩新增长点。**公司在行业内率先布局分布式市场，推出天合富家和天合蓝天子品牌，分别面向户用及工商业市场，向客户提供整体解决方案，均获得高度认可，市占率快速提升，其中户用产品出货量同比增长超 300%，2021 年上半年总体出货超 500MW。面对“整县推进”带来的分布式光伏发展机遇，公司积极参与试点申报工作，根据天合光能分布式公众号信息，截止 7 月 15 日（试点项目备案截止日），公司共参与了国内 253 个县的申报工作，最终与 71 个县合作提报了方案并制定后续的合作计划，有望推动公司分布式业务加速发展。

**持续加大研发投入，推进技术创新研发。**2021 年上半年，公司研发投入同比增长 42.01%至 12.21 亿元，其中研发费用同比提升 70.16%至 3.36 亿元。公司持续推进电池及组件创新技术的研发投入，PERC 电池量产效率已达到 23.40%，TOPCon 方面，实验室可量产电池效率达到 24.5%，且已新建 500MW 210 大尺寸中试线，异质结方面，公司完成 HJT 可靠性的研究工作，正积极推进 210 HJT 组件认证。

**盈利预测：**预计公司 2021~2023 年实现归母净利润 18.83/35.24/54.34 亿元，对应 PE 估值 59.3/31.7/20.5 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**组件价格不及预期，组件出货不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,322	29,418	47,472	66,606	90,570
增长率 yoy (%)	-6.9	26.1	61.4	40.3	36.0
归母净利润(百万元)	641	1,229	1,883	3,524	5,434
增长率 yoy (%)	14.8	91.9	53.1	87.2	54.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.31	0.59	0.91	1.70	2.63
净资产收益率 (%)	5.5	7.9	11.4	17.6	21.6
P/E (倍)	174.2	90.8	59.3	31.7	20.5
P/B (倍)	9.3	7.4	6.7	5.6	4.4

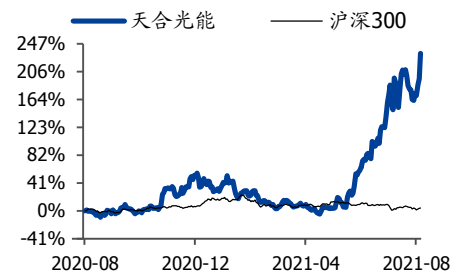
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

增持（维持）

### 股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
8月25日收盘价(元)	53.95
总市值(百万元)	111,570.02
总股本(百万股)	2,068.03
其中自由流通股(%)	58.69
30日日均成交量(百万股)	27.64

### 股价走势



### 作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

### 相关研究

- 《天合光能(688599.SH)：一季报盈利高增长，加速一体化布局》2021-04-29
- 《天合光能(688599.SH)：210 组件龙头，2020 年业绩高速增长》2021-03-31
- 《天合光能(688599.SH)：全球组件龙头，全面拥抱 210》2021-02-19



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	22339	28317	31081	44467	61929	<b>营业收入</b>	23322	29418	47472	66606	90570
现金	5827	9429	8253	11167	19345	营业成本	19267	24719	40424	55680	75155
应收票据及应收账款	4660	4232	6318	10334	15543	营业税金及附加	132	97	156	219	297
其他应收款	1555	1652	3523	3737	6135	营业费用	1382	1015	1638	2299	3126
预付账款	713	1039	1788	2179	3216	管理费用	927	1109	1790	2511	3414
存货	5617	7120	6354	12206	12846	研发费用	298	363	587	823	1119
其他流动资产	3967	4844	4844	4844	4844	财务费用	354	538	683	811	788
<b>非流动资产</b>	14152	17276	18612	18565	18624	资产减值损失	-73	-329	0	0	0
长期投资	476	444	483	537	610	其他收益	70	83	88	80	84
固定资产	10118	10012	13569	13462	13439	公允价值变动收益	24	15	15	15	15
无形资产	595	649	730	756	786	投资净收益	103	386	121	86	105
其他非流动资产	2962	6170	3830	3811	3788	资产处置收益	-4	-77	-29	-37	-48
<b>资产总计</b>	36491	45592	49692	63032	80553	<b>营业利润</b>	837	1433	2390	4408	6827
<b>流动负债</b>	19507	24245	27270	38000	50908	营业外收入	45	31	65	75	54
短期借款	6041	5068	5068	5068	5068	营业外支出	12	57	24	28	30
应付票据及应付账款	9177	15031	13843	25928	34195	<b>利润总额</b>	870	1407	2430	4455	6850
其他流动负债	4290	4146	8360	7004	11645	所得税	168	174	452	779	1159
<b>非流动负债</b>	4285	5646	5115	4194	3297	<b>净利润</b>	702	1233	1979	3675	5691
长期借款	2604	4108	3576	2656	1759	少数股东损益	62	4	96	152	257
其他非流动负债	1681	1538	1538	1538	1538	<b>归属母公司净利润</b>	641	1229	1883	3524	5434
<b>负债合计</b>	23793	29892	32385	42194	54205	EBITDA	2118	2868	4028	6300	8636
少数股东权益	742	620	716	868	1125	EPS (元)	0.31	0.59	0.91	1.70	2.63
股本	1758	2068	2068	2068	2068						
资本公积	9232	11161	11161	11161	11161						
留存收益	1088	2104	3702	6434	10699						
归属母公司股东权益	11956	15081	16591	19970	25223						
<b>负债和股东权益</b>	36491	45592	49692	63032	80553						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5241	2998	2671	6313	11829
净利润	702	1233	1979	3675	5691
折旧摊销	885	1166	1315	1634	1798
财务费用	354	538	683	811	788
投资损失	-103	-386	-121	-86	-105
营运资金变动	3215	70	-1198	257	3625
其他经营现金流	188	376	14	22	33
<b>投资活动现金流</b>	-5200	-3988	-2544	-1523	-1784
资本支出	3856	4732	1297	-100	-15
长期投资	-1292	164	-39	-54	-73
其他投资现金流	-2636	908	-1286	-1678	-1872
<b>筹资活动现金流</b>	1106	1662	-1303	-1876	-1866
短期借款	-1106	-973	0	0	0
长期借款	1172	1504	-532	-920	-898
普通股增加	0	310	0	0	0
资本公积增加	98	1929	0	0	0
其他筹资现金流	942	-1108	-771	-956	-969
<b>现金净增加额</b>	1287	337	-1176	2914	8178

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.9	26.1	61.4	40.3	36.0
营业利润(%)	46.0	71.2	66.7	84.5	54.9
归属于母公司净利润(%)	14.8	91.9	53.1	87.2	54.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.4	16.0	14.8	16.4	17.0
净利率(%)	2.7	4.2	4.0	5.3	6.0
ROE(%)	5.5	7.9	11.4	17.6	21.6
ROIC(%)	4.5	5.9	8.3	13.2	17.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.2	65.6	65.2	66.9	67.3
净负债比率(%)	34.3	5.7	10.5	-9.7	-42.1
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	4.3	6.6	9.0	8.0	7.0
应付账款周转率	2.6	2.0	2.8	2.8	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.59	0.91	1.70	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	1.45	1.29	3.05	5.72
每股净资产(最新摊薄)	5.78	7.29	8.02	9.66	12.20
<b>估值比率</b>					
P/E	174.2	90.8	59.3	31.7	20.5
P/B	9.3	7.4	6.7	5.6	4.4
EV/EBITDA	54.3	39.1	28.1	17.4	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com