

**公司点评**
**天合光能 (688599)**
**电气设备 | 电源设备**
**大尺寸产品出货续增，单瓦利润坚挺**

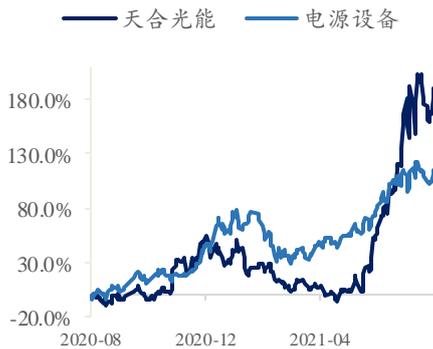
2021年08月25日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 59.6-62.6 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	53.95
52周价格区间 (元)	14.65-55.00
总市值 (百万)	111570
流通市值 (百万)	43010
总股本 (万股)	206802
流通股 (万股)	121365

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
天合光能	22.6%	222.7%	234.4%
电源设备	3.6%	42.4%	120.6%

**杨甫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

0731-84403345

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	23321.70	29417.97	55305.79	73003.64	93444.66
净利润 (百万元)	640.60	1229.28	1927.37	3089.74	4386.09
每股收益 (元)	0.310	0.594	0.932	1.494	2.121
每股净资产 (元)	5.782	7.293	10.679	11.960	13.778
P/E	174.17	90.76	57.89	36.11	25.43
P/B	9.33	7.40	5.05	4.51	3.92

资料来源: wind, 财信证券

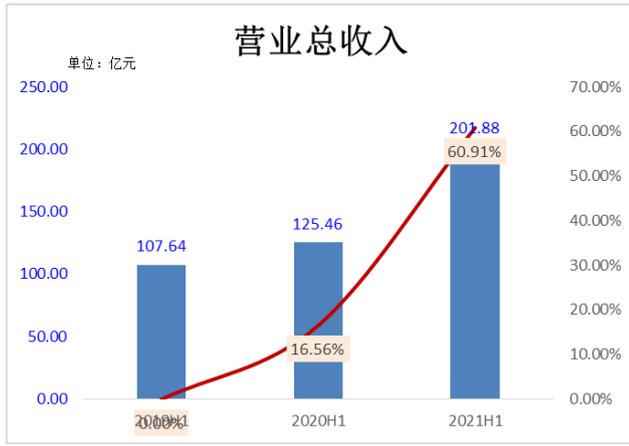
**投资要点:**

- 半年报业绩 7.06 亿，增幅 43.17%。** 上半年公司实现营收 201.9 亿 (+60.91%)、归属净利润 7.05 亿 (+43.17%)、扣非净利润 5.84 亿 (+31.34%)、经营净现金流 1.25 亿 (-81.11%)、ROE 达到 4.56% (+0.23pcts)。第二季度，单季度营收 116.7 亿 (+65%)、单季度归属净利润 4.76 亿 (+40%)。
- 组件出货量大幅增长，盈利水平稳健。** 公司主营光伏组件产品、光伏电站系统产品和智慧能源业务，组件产品销售占营收主要构成。上半年，公司光伏**组件业务**出货量超过 10.5GW (+80%)，其中 210 组件出货量超过 5GW，为大尺寸组件产品出货量行业第一，组件业务整体收入达到 172 亿元 (+90%)，其中对外销售收入 158.5 亿 (+80%)，毛利率 10.7% (-3.2pcts)，估算单瓦价格达到 1.65 元 (+6%)、单瓦利润 0.05 元 (+38%)，预计分销模式、大尺寸产品占比提升以及非硅成本下降，增厚了单瓦利润。公司国内**光伏电站系统业务**项目开发超过 1.5GW，跟踪支架产品实现多个国内外大型地面电站交付，户用光伏系统产品出货量增长 300%，户用产品销售新增金融模式，推动系统产品收入达到 17.32 亿元。此外，光伏电站建设和销售贡献收入 20.39 亿元。公司**智慧能源业务**上半年实现储能智能解决方案的大型标杆项目突破，户用储能业务在日本通过 JET 认证并批量出货，智慧能源业务收入规模 5.6 亿 (+27%)。
- 原材料成本压力犹在，利润率呈现边际改善。** 上半年公司综合毛利率 13.4% (-2.2pcts)，净利率 3.6% (-0.5pcts)，硅料等原材料价格以及海运价格的上涨造成了成本压力。但随着公司产量上升，部分成本费用的单瓦摊销减少，非硅成本下降，结合下游组价格协商，整体情况好转，二季度公司单季度毛利率上升至 14.2% (环比提升 1.9pcts)、单季度净利率上升至 4.2% (环比提升 1.3pcts)。
- 研发投入增长 42%，20 个项目在研。** 上半年公司研发投入达到 12.2 亿元 (+42%)、其中研发费用达到 3.36 亿元 (+70%)，在研项目达到 20 项。目前正研发 TOPCon 电池技术，已建立 500MW 级别的 210 尺寸 TOPCon 电池中试线。HJT 可靠性研究工作已完成，正在进行 210HJT 组件认证。Vanguard 2P 单台支架承载组件功率可达 80kW，成为全球首个获得 IEC 认证的，可兼容 210 组件 20 多点驱动支架解决方案。报

告期内，公司大规模投入 PERC 电池关键技术、大尺寸组件产品开发和组件材料技术研究，166 和 210 电池量产效率达到 23.4%，属于行业头部水平。截止上半年末，公司累计专利数量达到 973 项（+14.2%）

- **在建工程高增，大规模产能扩张即将落地。**公司正进行产能扩张，上半年末在建工程达到 37 亿元（较期初增加 105%），主要的在建项目为盐城基地、宿迁基地及越南基地，预计下半年投产的电池及组件新增产能达到 20GW，推动 2021 年底电池片产能达到 35GW（+192%）、组件产能达到 50GW（+130%），其中大尺寸产品的产能占比将超过 70%。
- **盈利预测。**预计公司 2021-2023 年实现营收 553 亿、730 亿、934 亿，归属净利润 19.3 亿、31.0 亿、43.9 亿，同比增长 56.8%、60.3%、41.9%，EPS（假设可转债摊薄）分别为 0.93 元、1.49 元、2.12 元，对应当前股价 PE 为 57 倍、36 倍、25 倍。公司是大尺寸组件头部企业，同时支架及系统业务协同性较好，与中石化战略合作延伸发展领域，给予公司 2022 年业绩估值 40-42 倍 PE，目标区间 59.6-62.6 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨，新产品线开拓不及预期，公司成本管理不足**

图 1：营收情况



资料来源：财信证券，wind

图 2：利润情况



资料来源：财信证券，wind

图 3：单季度收入



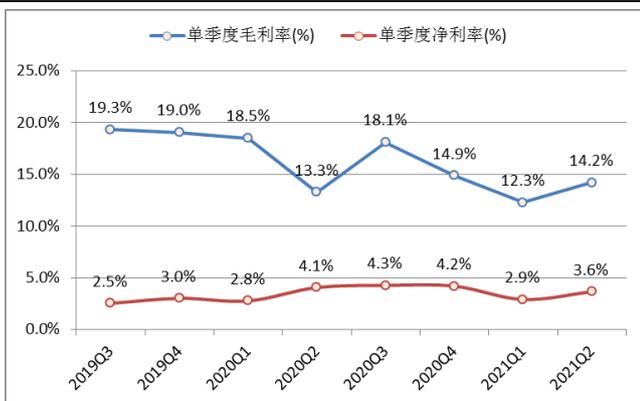
资料来源：财信证券，wind

图 4：单季度利润



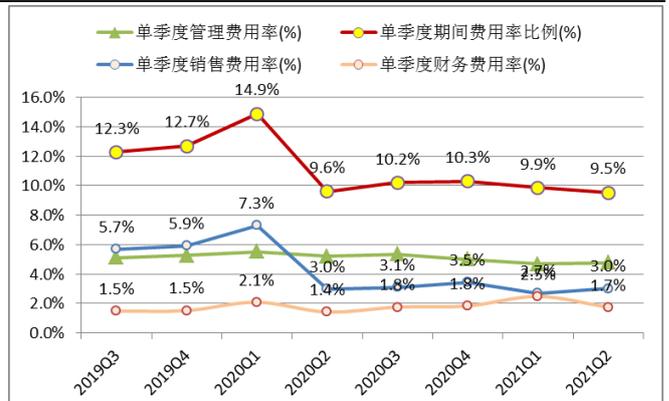
资料来源：财信证券，wind

图 5：利润率变化



资料来源：财信证券，wind

图 6：费用率变化



资料来源：财信证券，wind

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>						<b>主要指标</b>					
	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
营业收入	23321.70	29417.97	55305.79	73003.64	93444.66	营业收入	23321.70	29417.97	55305.79	73003.64	93444.66
减: 营业成本	19266.92	24718.99	48005.43	62929.14	79895.19	增长率(%)	-6.91%	26.14%	88.00%	32.00%	28.00%
营业税金及附加	131.64	96.56	181.53	239.61	306.70	归属母公司股东净利润	640.60	1229.28	1927.37	3089.74	4386.98
营业费用	1381.71	1015.21	1769.79	2336.12	2990.23	增长率(%)	14.82%	91.90%	56.79%	60.31%	41.99%
管理费用	926.54	1109.04	1991.01	2555.13	3270.56	每股收益(EPS)	0.310	0.594	0.932	1.494	2.121
研发费用	298.44	363.49	683.36	902.03	1154.60	每股股利(DPS)	0.081	0.100	0.133	0.214	0.303
财务费用	353.93	538.34	267.77	116.63	100.13	每股经营现金流	2.534	1.449	1.845	1.841	1.703
资产减值损失	321.73	626.03	473.88	568.66	796.12	销售毛利率	17.39%	15.97%	13.20%	13.80%	14.50%
加: 投资收益	102.65	385.52	0.00	0.00	0.00	销售净利率	3.00%	3.99%	3.50%	4.25%	4.71%
公允价值变动损益	23.93	15.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	5.36%	8.15%	8.73%	12.49%	15.40%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	5.14%	10.94%	11.77%	17.08%	22.12%
<b>营业利润</b>	<b>1065.81</b>	<b>1714.32</b>	<b>2406.92</b>	<b>3924.99</b>	<b>5727.25</b>	市盈率(P/E)	174.17	90.76	57.89	36.11	25.43
加: 其他非经营损益	98.83	-21.31	341.93	290.64	247.05	市净率(P/B)	9.33	7.40	5.05	4.51	3.92
<b>利润总额</b>	<b>1164.63</b>	<b>1693.01</b>	<b>2748.86</b>	<b>4215.63</b>	<b>5974.30</b>	股息率(分红/股价)	0.001	0.002	0.002	0.004	0.006
减: 所得税	166.17	154.64	341.25	547.05	776.73	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>净利润</b>	<b>998.46</b>	<b>1538.37</b>	<b>2407.61</b>	<b>3668.59</b>	<b>5197.57</b>	收益率					
减: 少数股东损益	61.65	3.86	6.36	10.19	14.47	毛利率	17.39%	15.97%	13.20%	13.80%	14.50%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>640.60</b>	<b>1229.28</b>	<b>1927.37</b>	<b>3089.74</b>	<b>4386.98</b>	三费/销售收入	11.18%	8.46%	8.04%	7.94%	7.94%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/销售收入	5.23%	6.35%	4.60%	5.16%	5.65%
货币资金	5827.45	9429.36	11253.47	12748.49	14553.04	EBITDA/销售收入	9.03%	10.31%	4.66%	5.20%	5.65%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	3.00%	3.99%	3.50%	4.25%	4.69%
应收和预付款项	8126.90	8537.60	12084.47	14171.02	16674.88	资产获利率					
其他应收款(合计)	55043.92	103503.93	28161.76	55043.92	103503.93	ROE	5.36%	8.15%	8.73%	12.49%	15.40%
存货	5616.83	7120.40	11392.65	13671.17	15038.29	ROA	3.34%	4.10%	4.50%	5.85%	7.41%
其他流动资产	93596.01	169387.07	1693.87	1693.87	1693.87	ROIC	5.14%	10.94%	11.77%	17.08%	22.12%
长期股权投资	476.22	444.29	444.29	444.29	444.29	资本结构					
金融资产投资	4334.30	14334.30	2181.37	4334.30	14334.30	资产负债率	65.20%	65.56%	59.88%	60.63%	59.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	40.96%	34.87%	30.58%	30.04%	31.34%
固定资产和在建工程	10960.90	12342.19	14342.03	16341.85	17541.64	带息债务/总负债	36.33%	30.70%	12.13%	10.53%	9.75%
无形资产和开发支出	748.35	809.60	809.59	809.58	809.57	流动比率	1.15	1.17	1.32	1.29	1.34
其他非流动资产	-1891.55	-10210.34	-22492.92	-49687.06	-98314.39	速动比率	0.81	0.80	0.86	0.83	0.88
<b>资产总计</b>	<b>36491.23</b>	<b>45592.46</b>	<b>56538.81</b>	<b>64365.46</b>	<b>71240.78</b>	股利支付率	26.07%	16.82%	14.30%	14.30%	14.30%
短期借款	6040.77	5067.68	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.74	0.83	0.86	0.86	0.86
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	12651.17	18510.34	28201.22	33369.69	36470.77	总资产周转率	0.64	0.65	0.98	1.13	1.31
长期借款	2604.20	4108.25	4108.25	4108.25	4108.25	固定资产周转率	2.30	2.94	5.52	5.92	6.52
其他负债	8537.44	7273.09	1546.50	1546.50	1546.50	应收账款周转率	3.98	5.03	6.31	6.94	7.40
<b>负债合计</b>	<b>23792.81</b>	<b>29891.68</b>	<b>33855.97</b>	<b>39024.44</b>	<b>42125.52</b>	存货周转率	3.43	3.47	4.21	4.60	5.31
股本	1757.83	2068.03	2172.01	2172.01	2172.01	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	9232.15	11161.26	16409.28	16409.28	16409.28	EBIT	1220.13	1867.87	2542.74	3763.60	5278.31
留存收益	966.33	1851.89	3503.70	6151.69	9911.46	EBITDA	2104.99	3033.76	2576.16	3797.04	5278.52
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>11956.30</b>	<b>15081.18</b>	<b>22084.99</b>	<b>24732.98</b>	<b>28492.74</b>	NOPLAT	892.93	1635.59	1870.69	2952.01	4276.57
少数股东权益	742.12	619.60	625.95	636.15	650.62	净利润	640.60	1229.28	1927.37	3089.74	4386.98
股东权益合计	12698.42	15700.78	22710.95	25369.13	29143.36	EPS	0.310	0.594	0.932	1.494	2.121
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>36491.23</b>	<b>45592.46</b>	<b>56566.91</b>	<b>64393.57</b>	<b>71268.88</b>	BPS	5.782	7.293	10.679	11.960	13.778
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	PE	174.17	90.76	57.89	36.11	25.43
经营性现金净流量	5241.30	2997.55	3816.04	3806.34	3521.90	PEG	2.53	1.72	N/A	N/A	N/A
投资性现金净流量	-5199.64	-3987.93	-1732.92	-1752.95	-990.01	PB	9.33	7.40	5.05	4.51	3.92
筹资性现金净流量	1105.59	1662.21	-259.01	-558.37	-727.34	PS	4.78	3.79	2.02	1.53	1.19
现金流量净额	1286.67	337.36	1824.12	1495.02	1804.55	PCF	21.29	37.22	29.24	29.31	31.68

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438