

天合光能 2021 三季度报点评：210 占比持续提升，户用系统增长亮眼

买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

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 郭亚男

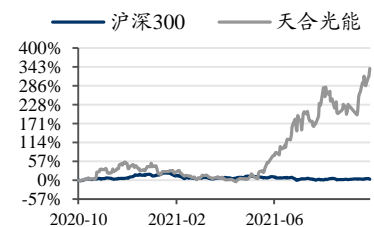
guoyn@dwzq.com.cn

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）	119.58	70.93	41.21	32.43

投资要点

- **2021Q3 公司归母净利润 4.51 亿元，同比增长 33.06%，符合市场预期。**公司发布 2021 年三季度报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 312.65 亿元，同比增长 56.90%；实现归属母公司净利润 11.56 亿元，同比增长 39.05%。其中 2021Q3，实现营业收入 110.77 亿元，同比增长 50.09%，环比下降 5.04%；实现归属母公司净利润 4.51 亿元，同比增长 33.06%，环比下降 5.26%。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。**2021Q1-3 公司组件出货量 16GW+，其中 2021Q3 出货 6-7GW，出货量同环比约+60.0%/+5%，盈利能力符合市场预期。原因：1）签单价格高；2）海外出货快速增长；3）大尺寸占比提升；4）分销占比提升，促进盈利结构性改善。**我们预计公司 2021Q4 出货 8-10GW，全年出货目标 25-27GW，同增 57-70%，且出货结构进一步改善。**
- **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。**2021Q1-3 年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 1GW，其中 Q3 超 500MW。公司户用光伏系统出货量快速增长，主要得益于国内户用市场快速增长，1-9 月国内户用光伏新增装机 11.676GW，同增 120%，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。
- **跟踪支架及电站业务稳健发展，智慧能源开辟储能新空间。**2021Q1-3 公司跟踪支架实现多个重大项目交付，出货超 1.1GW，其中 2021Q3 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，我们预计明年需求起量+跟踪支架渗透率提升，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。
- **盈利预测与投资评级：**基于光伏行业景气度向好的优势，我们维持盈利预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.72/35.67/45.33 亿元（与前值相同），同比增长 68.6%/72.1%/27.1%，对应 EPS 为 1.00/1.72/2.19 元，对应现价 PE 分别 71x、41x、32x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.08
一年最低/最高价	15.56/72.76
市净率(倍)	9.51
流通 A 股市值(百万元)	86266.52

基础数据

每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	72.40
总股本(百万股)	2068.03
流通 A 股(百万股)	1215.23

相关研究

- 1、《天合光能（688599）：组件盈利超市场预期，分布式光伏系统增长亮眼》2021-08-25
- 2、《天合光能（688599）：2021 年一季度报点评：盈利能力好于预期，海外高增长》2021-04-29
- 3、《天合光能（688599）：2021 年一季度业绩预告点评：盈利能力强劲，海外高增长》2021-04-16

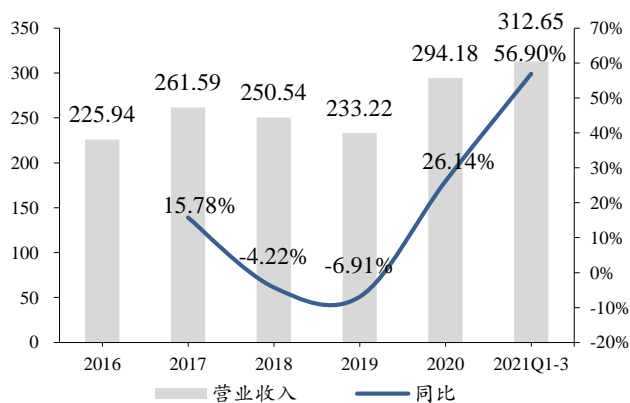
2021Q3 公司归母净利润 4.51 亿元，同比增长 33.06%，符合市场预期。公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 312.65 亿元，同比增长 56.90%；实现利润总额 14.77 亿元，同比增长 56.10%；实现归属母公司净利润 11.56 亿元，同比增长 39.05%。其中 2021Q3，实现营业收入 110.77 亿元，同比增长 50.09%，环比下降 5.04%；实现归属母公司净利润 4.51 亿元，同比增长 33.06%，环比下降 5.26%。Q1-3 毛利率为 13.57%，同比下降 2.93pct，Q3 毛利率 13.93%，同比下降 4.16pct，环比下降 0.25pct；Q1-3 归母净利率为 3.70%，同比下降 0.47pct，Q3 归母净利率 4.07%，同比下降 0.52pct，环比下降 0.01pct。盈利大幅增长主要系光伏组件出货量价齐升所致。

表 1: 天合光能 2021Q1-3 核心财务数据

天合光能	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	312.65	199.26	56.9%	110.77	73.81	50.1%	116.65	-5.0%
毛利率	13.6%	16.5%	-2.9pct	13.9%	18.1%	-4.2pct	14.2%	-0.2pct
营业利润 (亿元)	14.68	9.77	50.2%	5.81	3.88	49.7%	5.78	0.5%
利润总额 (亿元)	14.77	9.46	56.1%	5.86	3.72	57.5%	5.85	0.2%
归属母公司净利润 (亿元)	11.56	8.32	39.1%	4.51	3.39	33.1%	4.76	-5.3%
扣非归母净利润 (亿元)	9.72	7.57	28.5%	3.88	3.12	24.4%	4.14	-6.3%
归母净利率	3.7%	4.2%	-0.5pct	4.1%	4.6%	-0.5pct	4.1%	0.0pct
股本 (亿股)	20.68	20.68	-	20.68	20.68	-	20.68	-
EPS	0.56	0.40	39.1%	0.22	0.16	33.1%	0.23	-5.3%

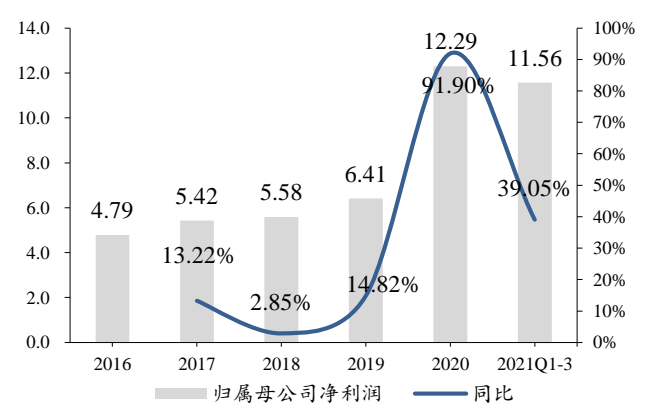
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 312.65 亿元，同比+56.90%



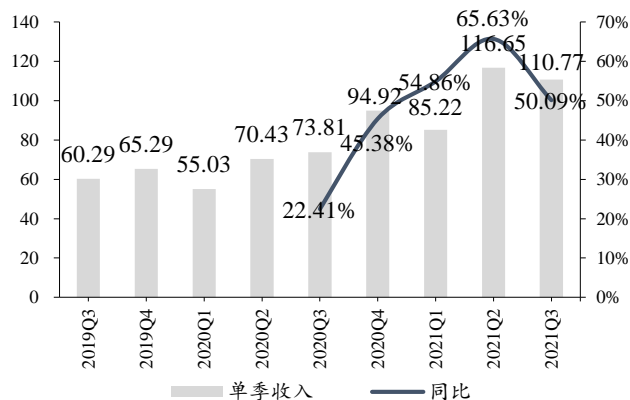
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 11.56 亿元，同比+39.05%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 110.77 亿元, 同比+50.09%



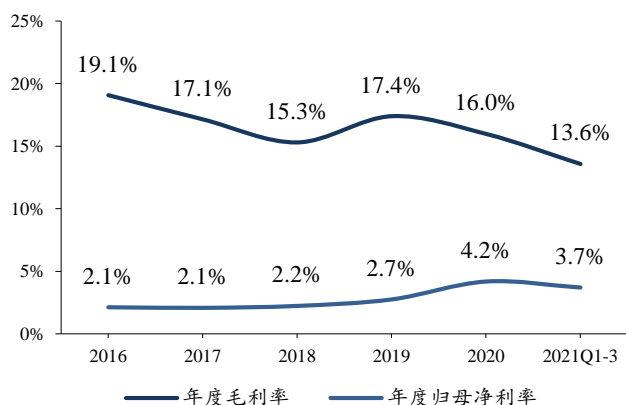
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 4.51 亿元, 同比+33.06%



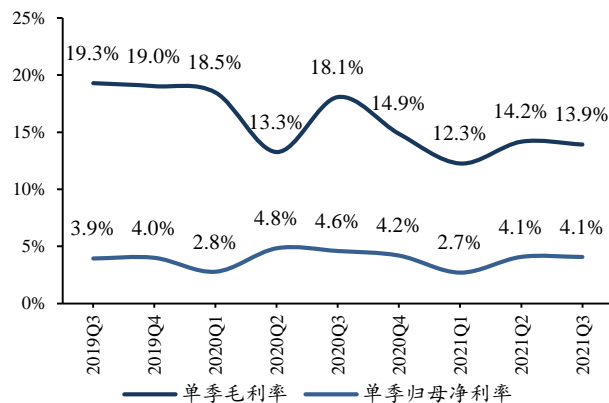
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-2.93、-0.47pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比-4.16、-0.52pct



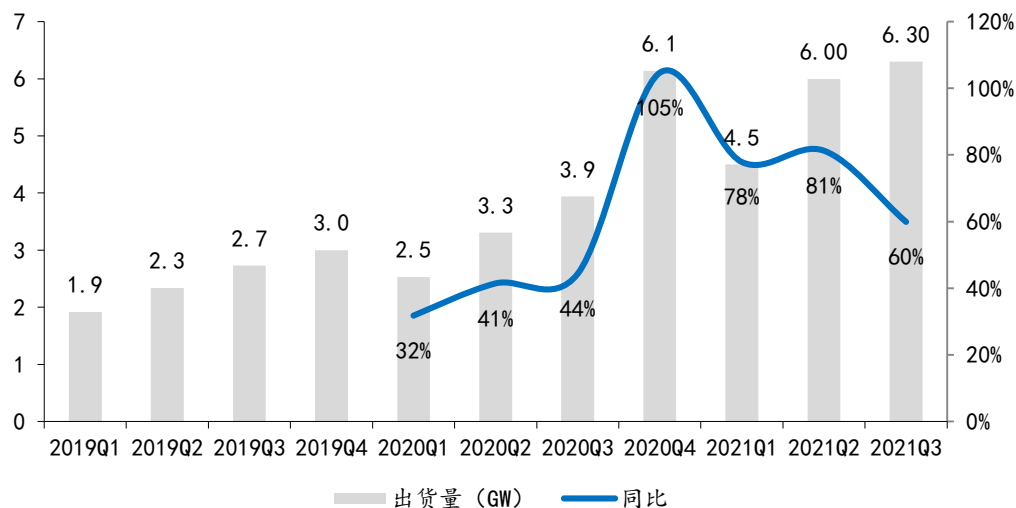
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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。2021Q1-3 公司组件出货量 16GW+, 其中 2021Q3 出货 6-7GW, 出货量同环比约+60.0%/+5%, 盈利能力符合市场预期。

原因: 1) 签单价格高: 公司签单策略好, 主抓高价的现货单, 我们测算公司 2021Q3 组件单瓦净利 5 分左右, 较 2021Q2 (单瓦净利 6-7 分) 环比下降 1-2 分/W, 在上游原材料成本大幅上涨行情下, 盈利能力仍保持强劲; 2) 海外出货快速增长: 2021Q1-3 公司海外出货 11GW+, 同增约 70%, 占比 70%, 其中 2021Q3 海外出货 4GW+, 同增约 40+%, 海外价格高盈利强; 3) 大尺寸占比提升: 我们测算 2021Q1-3 公司大尺寸出货量居全球第一, 210 出货超 9GW, 其中 2021Q3 公司 210 大尺寸出货量约 4GW, 占公司 2021Q3 组件出货量 65%左右, 大尺寸组件约有 2-3 分钱的溢价, 产品结构持续改善; 4) 分销占比提升: 2021Q1-3 公司分销占比较 2020 年提升, 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。我们预计公司 2021Q4 出货 8-10GW, 全年出货目

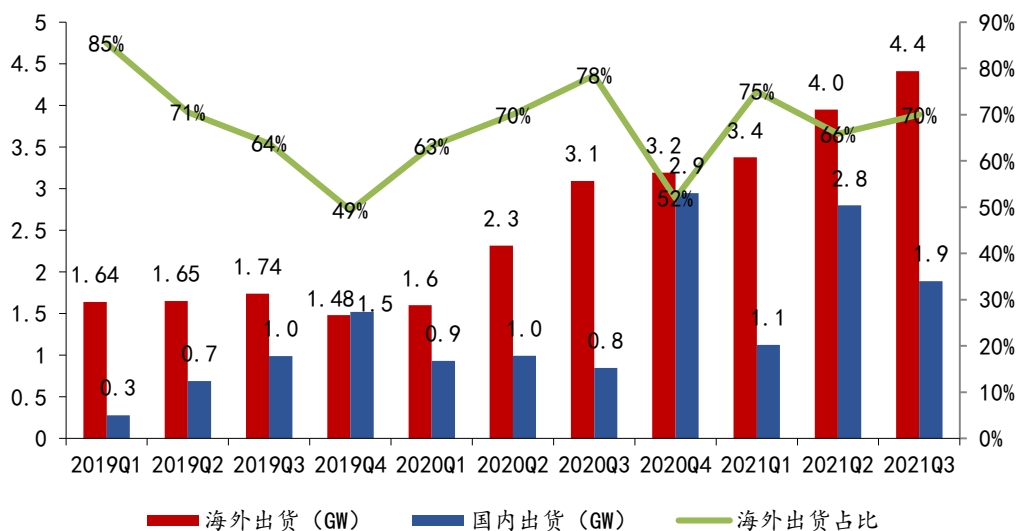
标 25-27GW，同增 57-70%，且出货结构进一步改善：1) 公司坚定 210 路线，随新产能落地，我们预计下半年大尺寸占比将提升至 60%+；2) 2021 年双玻需求快速提升，公司 2021Q1-3 双玻占比约 55%，其中 2021Q3 双玻占比 60%左右，我们预计 Q4 将进一步提升，出货结构持续优化。

图 7：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 8：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

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。

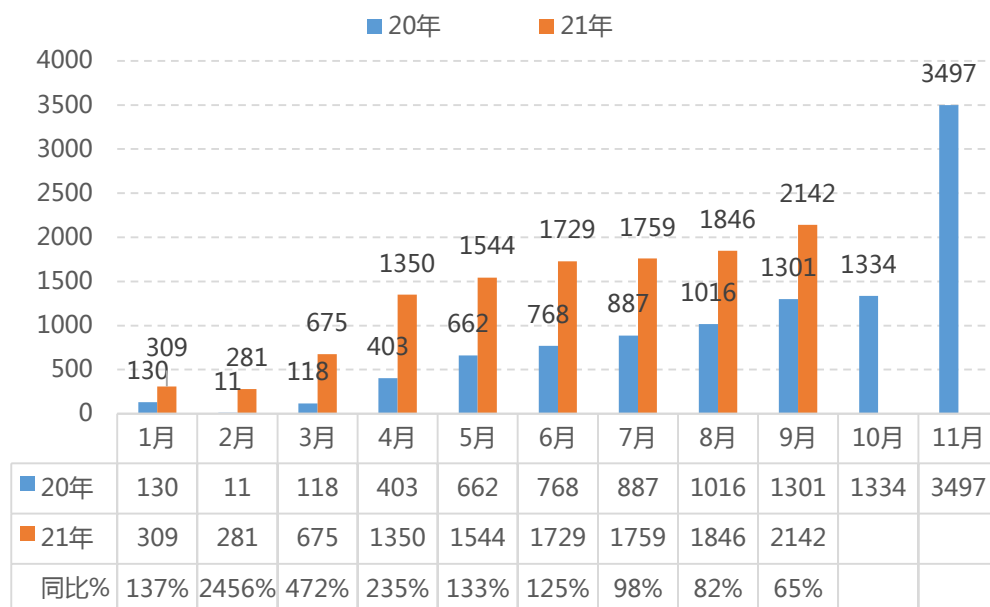
表 2: 公司产能规划情况 (GW)

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
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。2021Q1-3 年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 1GW，其中 Q3 超 500MW。公司户用光伏系统出货量快速增长，主要得益于国内户用市场快速增长，1-9 月国内户用光伏新增装机 11.676GW，同增 120%，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 9: 国内 2021 年 1-9 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。2021Q1-3 公司跟踪支架实现多个重大项目交付, 出货超 1.1GW, 其中 2021Q3 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, 我们预计明年需求起量+跟踪支架渗透率提升, 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。

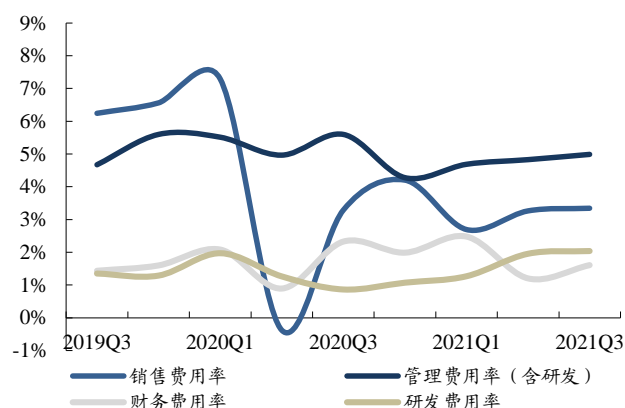
三费控制能力稳定, 期间费用率下降 0.53 个百分点至 9.68%: 公司 2021Q1-3 费用同比增长 48.82%至 30.25 亿元, 期间费用率下降 0.53 个百分点至 9.68%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 58.80%、上升 42.10%、上升 114.85%、上升 51.75%至 9.79 亿元、15.15 亿元、5.62 亿元、5.3 亿元; 费用率分别上升 0.04、下降 0.5、上升 0.48、下降 0.06 个百分点至 3.13%、4.85%、1.80%、1.70%。Q3, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+52.64%/+33.73%/+252.94%/+3.84%, 费用率分别为 3.34%/4.99%/2.04%/1.61%。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 10: 2021Q1-3 期间费用 30.25 亿元, 同比+48.82%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2021Q3 期间费用率 9.94%, 同比-1.27pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

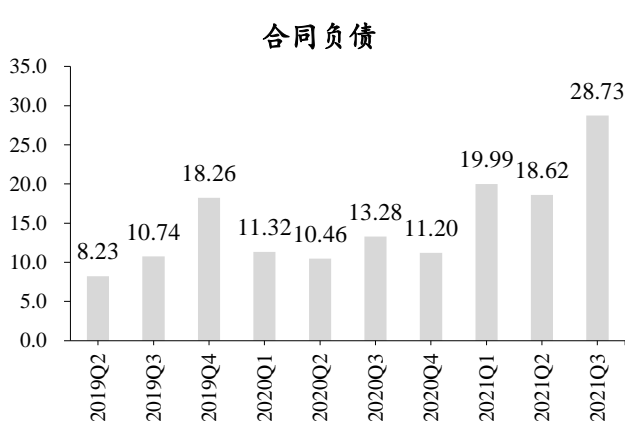
经营现金流有所下降, 合同负债大幅提升: 公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 3.05 亿元, 同比下降 178.35%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额-4.29 亿元; 销售商品取得现金 290.89 亿元, 同比增长 66.12%。期末合同负债 28.73 亿元, 比期初增长 54.26%。期末应收账款 69.29 亿元, 较期初增长 12.79 亿元, 应收账款周转天数上升 4.14 天至 48.19 天。期末存货 131.67 亿元, 较期初上升 70.53 亿元; 存货周转天数上升 20.23 天至 101.36 天。其中, 经营活动产生的现金流量净流入下降主要系业务发展需要, 库存增加所致。

图 12: 2021Q3 现金净流出-4.29 亿元, 同比+57.92%



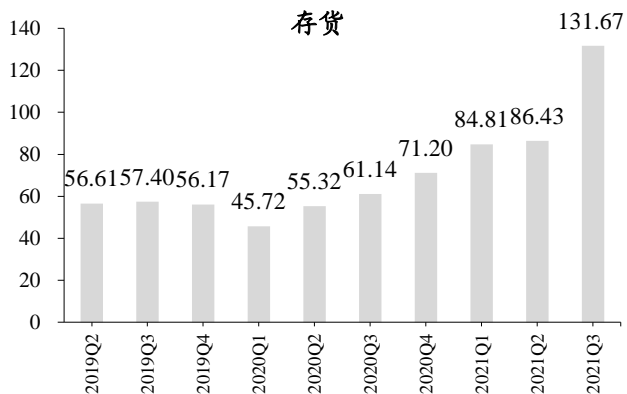
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021Q3 期末合同负债 28.73 亿元, 同比+116.34%



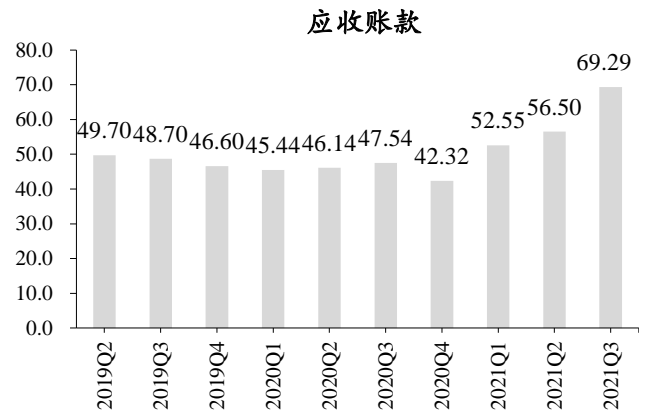
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q3 期末存货 131.67 亿元, 同比+70.53 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2021Q3 期末应收账款 69.29 亿元, 较期初+12.79 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, 我们维持盈利预期, 我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.72/35.67/45.33 亿元 (与前值相同), 同比增长 68.6%/72.1%/27.1%, 对应 EPS 为 1.00/1.72/2.19 元, 对应现价 PE 分别 71x、41x、32x, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

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