

天合光能 (688599.SH)

三季报业绩符合预期, 210 组件龙头优势明显

核心观点:

- 公司公布 2021 年三季报, 前三季度实现营收 312.65 亿元, 同比+56.9%, 归母净利润 11.56 亿元, 同比+39%; 其中, 单三季度实现营收 110.77 亿元, 同比+50%, 环比-5.04%, 归母净利润 4.51 亿元, 同比+33.06%, 环比-5.26%。考虑非流动性资产处置损益-0.5 亿元, 三季报业绩符合我们预期, 同比高速增长主要系公司新产能释放叠加大尺寸优势显著, 组件出货量同比大幅增长所致。
- 210 组件龙头盈利优势凸显, 市场份额有望进一步提升。公司坚定 210 大尺寸路线, 上半年出货量超 10.5GW, 其中 210 超 5GW。预计 21 年底电池/组件产能达 35/50GW, 其中 210 产能占比超 70%, 电池及组件产能配比将提升至 70%, 预计 21 年组件出货量达 25GW, 其中 210 出货占比有望提高, 若按照 21 年全球组件需求 160GW 计算, 公司对全球市场份额为 15.6%, 较 20 年市场份额 10.2% 进一步提升, 夯实公司组件龙头地位。
- 多业务协同发展, 持续贡献盈利增长点。上半年公司国内光伏电站系统项目开发规模达到 1.5GW 以上, 公司官网显示近期又陆续中标青海、甘肃、内蒙等地风光基地项目累计 3.5GW 以上。公司多年深耕分布式市场, 累计出货量超 70GW, 将通过提供“一站式”解决方案全面助力整县推进落地。公司以“天能瓦”为契机, 通过与多维集团合作, 深度布局 BIPV 蓝海市场。公司依托老牌组件口碑及一体化优势, 有望率先把握双碳目标落地带来的新兴市场机遇, 持续贡献盈利增长点。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 年业绩分别为 18.72/35.04/47.98 亿元, 对应 EPS 分别为 0.91/1.69/2.32 元/股, 参考行业估值, 给予 22 年业绩 44 倍 PE, 对应合理价值 74.55 元/股, 继续给予“买入”评级。
- 风险提示。政策及装机需求不达预期, 产业链价格剧烈波动等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,322	29,418	58,875	83,426	97,290
增长率 (%)	-6.9	26.1	100.1	41.7	16.6
EBITDA (百万元)	2,221	3,281	3,388	5,369	7,295
归母净利润 (百万元)	641	1,229	1,872	3,504	4,798
增长率 (%)	14.8	91.9	52.3	87.2	36.9
EPS (元/股)	0.36	0.59	0.91	1.69	2.32
市盈率 (P/E)	-	38.95	79.55	42.49	31.03
ROE (%)	5.4	8.2	10.9	16.8	18.6
EV/EBITDA	1.64	14.70	44.95	27.51	19.77

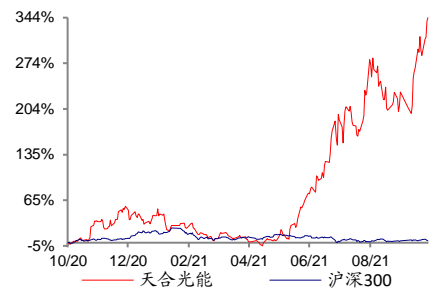
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	72.00 元
合理价值	74.55 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-28

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

李蒙



SAC 执证号: S0260519080007



010-59136706



gflimeng@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意, 陈子坤, 李蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 天合光能 (688599.SH): 组件出货跃居全球第二, 盈利水平环比提升 2021-08-25
- 天合光能 (688599.SH): 龙头回归业绩强劲增长, 乘风 210 优势有望扩大 2021-04-03
- 天合光能 (688599.SH): 龙头回归业绩强劲增长, 乘风 210 优势有望扩大 2021-02-25

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22,339	28,317	37,624	54,952	65,682	经营活动现金流	5,241	2,998	1,512	7,763	6,724
货币资金	5,827	9,429	2,646	7,530	11,628	净利润	702	1,233	1,940	3,625	4,940
应收及预付	5,373	5,271	12,337	16,937	19,534	折旧摊销	885	1,166	1,169	1,260	1,362
存货	5,617	7,120	14,402	20,342	23,381	营运资金变动	3,215	70	-1,693	3,139	756
其他流动资产	5,522	6,496	8,240	10,144	11,140	其它	439	529	96	-261	-335
非流动资产	14,152	17,276	20,693	23,063	25,496	投资活动现金流	-5,200	-3,988	-4,222	-2,918	-2,943
长期股权投资	476	444	544	644	744	资本支出	-3,801	-4,687	-4,455	-3,464	-3,623
固定资产	10,118	10,012	12,385	13,762	15,068	投资变动	-1,310	165	-100	-100	-100
在建工程	843	2,330	3,081	3,820	4,687	其他	-89	534	333	647	780
无形资产	595	649	792	897	1,006	筹资活动现金流	1,106	1,662	-4,074	38	318
其他长期资产	2,119	3,840	3,890	3,940	3,990	银行借款	11,852	12,175	-3,768	300	600
资产总计	36,491	45,592	58,317	78,015	91,178	股权融资	8	2,310	0	0	0
流动负债	19,507	24,245	34,376	49,959	57,547	其他	-10,755	-12,823	-306	-262	-282
短期借款	6,041	5,068	800	800	1,000	现金净增加额	1,287	337	-6,783	4,884	4,098
应付及预收	11,003	15,031	27,466	40,346	46,324	期初现金余额	2,549	3,835	9,429	2,646	7,530
其他流动负债	2,464	4,146	6,109	8,812	10,223	期末现金余额	3,835	4,173	2,646	7,530	11,628
非流动负债	4,285	5,646	6,146	6,446	6,846						
长期借款	2,604	4,108	4,608	4,908	5,308						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1,681	1,538	1,538	1,538	1,538						
负债合计	23,793	29,892	40,522	56,405	64,393						
股本	1,758	2,068	2,068	2,068	2,068						
资本公积	9,232	11,161	11,161	11,161	11,161						
留存收益	1,088	2,104	4,130	7,825	12,857						
归属母公司股东权益	11,956	15,081	17,107	20,802	25,834						
少数股东权益	742	620	688	808	951						
负债和股东权益	36,491	45,592	58,317	78,015	91,178						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,322	29,418	58,875	83,426	97,290
营业成本	19,254	24,719	50,765	71,006	81,803
营业税金及附加	132	97	332	471	549
销售费用	1,382	1,015	2,627	3,644	4,131
管理费用	924	1,109	2,234	3,183	3,698
研发费用	294	363	698	1,013	1,175
财务费用	354	538	194	369	702
资产减值损失	-73	-329	-60	-40	-46
公允价值变动收益	24	15	0	0	0
投资净收益	103	386	383	697	830
营业利润	837	1,433	2,433	4,490	6,119
营业外收支	33	-27	-30	0	0
利润总额	870	1,407	2,403	4,490	6,119
所得税	168	174	463	865	1,179
净利润	702	1,233	1,940	3,625	4,940
少数股东损益	62	4	68	121	143
归属母公司净利润	641	1,229	1,872	3,504	4,798
EBITDA	2,221	3,281	3,388	5,369	7,295
EPS (元)	0.36	0.59	0.91	1.69	2.32

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-6.9%	26.1%	100.1%	41.7%	16.6%
营业利润增长	46.0%	71.2%	69.7%	84.5%	36.3%
归母净利润增长	14.8%	91.9%	52.3%	87.2%	36.9%
获利能力					
毛利率	17.4%	16.0%	13.8%	14.9%	15.9%
净利率	3.0%	4.2%	3.3%	4.3%	5.1%
ROE	5.4%	8.2%	10.9%	16.8%	18.6%
ROIC	4.9%	7.3%	7.5%	11.9%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	65.2%	65.6%	69.5%	72.3%	70.6%
净负债比率	187.4%	190.4%	227.7%	261.0%	240.4%
流动比率	1.15	1.17	1.09	1.10	1.14
速动比率	0.82	0.81	0.61	0.62	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.65	1.01	1.07	1.07
应收账款周转率	5.00	6.95	5.86	6.00	6.09
存货周转率	4.15	4.13	4.09	4.10	4.16
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.59	0.91	1.69	2.32
每股经营现金流	2.98	1.45	0.73	3.75	3.25
每股净资产	6.80	7.29	8.27	10.06	12.49
估值比率					
P/E	-	38.95	79.55	42.49	31.03
P/B	-	3.17	8.70	7.16	5.76
EV/EBITDA	1.64	14.70	44.95	27.51	19.77

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

李航：资深分析师，毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

曹瑞元：高级分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。