

# 天合光能 (688599.SH)

## 210 组件龙头出货高增，分布式系统大放异彩

### 核心观点:

- 公司公布 21 年年报及 22 年一季报。21 年实现营收 444.80 亿元,同比+51%,归母净利 18.04 亿元,同比+47%,扣非后归母净利 15.48 亿元,同比+39%; 其中 21Q4 实现营收 132.16 亿元,同比/环比+19%/+63%,归母净利 6.48 亿元,同比/环比+63%/+44%,22Q1 实现营收 152.73 亿元,同比/环比+79%/+16%,归母净利 5.43 亿元,同比/环比+136%/-16%,扣非后归母净利 4.9 亿元,同比/环比+189%/-15%,业绩贴预告中值。
- 210 组件龙头出货高增,加码 TOPCon 助力市场份额提升。公司 21 年组件出货量 24.8GW,其中外销 21.08GW,同比+33%,其中 210 占 65%; 21 年底公司电池/组件产能 35/50GW,其中 210 占比超 70%,目标 22 年底达 50/65GW,产能配比提升至 77%,宿迁 8GW TOPCon 电池项目已于 22 年 4 月启动,预计下半年投产,量产效率已突破 24.5%。22Q1 组件出货量 8GW,其中外销 7.1GW,预计 22Q2 出货量超 10GW,全年达 43GW,若按全球组件需求 300GW 计算,对应市占率 14.3%,较 21 年市占率 12.4%继续提升,210 组件龙头地位稳固。
- 分布式系统业务大放异彩,多业务协同并进贡献业绩增量。公司多年深耕分布式市场,21 年分布式系统产品出货量超 2GW,连续三年翻番,22Q1 出货量已达 0.8GW,预计 22 年国内分布式光伏装机超 40GW,需求景气将带动出货量继续翻番; 储能业务强化技术储备及产能建设,合资 10GWh 电芯及 2GWh 模组生产线、自有系统集成产能 2GWh 正逐步达产,21 年出货有望超 1GWh; 公司 21 年在国内斩获近 3.5GW+ 光伏电站指标,同比+200%以上,多项业务协同共振,带来业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议。预计 22-24 年业绩 35.96/48.11/58.09 亿元,给予 22 年业绩 40 倍 PE,合理价值 69.37 元/股,给予“买入”评级。
- 风险提示。政策及装机需求不及预期,产业链价格大幅波动等。

### 盈利预测:

|               | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E   | 2024E   |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)    | 29,418 | 44,480 | 84,600 | 100,794 | 120,872 |
| 增长率 (%)       | 26.1   | 51.2   | 90.2   | 19.1    | 19.9    |
| EBITDA (百万元)  | 3,281  | 3,630  | 5,899  | 7,457   | 8,954   |
| 归母净利润 (百万元)   | 1,229  | 1,804  | 3,596  | 4,811   | 5,809   |
| 增长率 (%)       | 91.9   | 46.8   | 99.3   | 33.8    | 20.8    |
| EPS (元/股)     | 0.59   | 0.87   | 1.73   | 2.32    | 2.80    |
| 市盈率 (x)       | 38.95  | 90.68  | 28.02  | 20.95   | 17.35   |
| ROE (%)       | 8.2    | 10.5   | 16.7   | 17.6    | 16.9    |
| EV/EBITDA (x) | 14.70  | 46.80  | 19.90  | 16.22   | 13.54   |

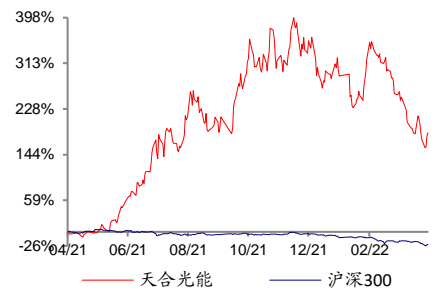
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 50.80 元    |
| 合理价值 | 69.37 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2022-04-29 |

### 相对市场表现



### 分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@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):三 2021-10-28

季报业绩符合预期, 210 组

件龙头优势明显

天合光能 (688599.SH):组 2021-08-25

件出货跃居全球第二, 盈利

水平环比提升

联系人: 张芷茜 021-38003636

zhangzhihan@gf.com.cn

| 至 12 月 31 日    | 2020A         | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>28,317</b> | <b>41,861</b> | <b>58,141</b> | <b>69,538</b>  | <b>82,469</b>  |
| 货币资金           | 9,429         | 10,690        | 6,355         | 7,738          | 8,156          |
| 应收及预付          | 5,271         | 12,569        | 20,301        | 24,587         | 30,080         |
| 存货             | 7,120         | 12,754        | 22,680        | 27,151         | 32,711         |
| 其他流动资产         | 6,496         | 5,849         | 8,805         | 10,062         | 11,522         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>17,276</b> | <b>21,679</b> | <b>40,846</b> | <b>49,136</b>  | <b>54,732</b>  |
| 长期股权投资         | 444           | 2,048         | 2,128         | 2,238          | 2,338          |
| 固定资产           | 10,012        | 13,361        | 17,122        | 20,004         | 23,188         |
| 在建工程           | 2,330         | 1,165         | 16,165        | 21,165         | 23,165         |
| 无形资产           | 649           | 894           | 1,134         | 1,344          | 1,570          |
| 其他长期资产         | 3,840         | 4,211         | 4,298         | 4,385          | 4,472          |
| <b>资产总计</b>    | <b>45,592</b> | <b>63,540</b> | <b>98,987</b> | <b>118,674</b> | <b>137,201</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>24,245</b> | <b>35,049</b> | <b>64,974</b> | <b>78,369</b>  | <b>89,371</b>  |
| 短期借款           | 5,068         | 6,647         | 11,616        | 16,250         | 16,570         |
| 应付及预收          | 15,031        | 18,708        | 39,473        | 46,168         | 54,714         |
| 其他流动负债         | 4,146         | 9,693         | 13,885        | 15,951         | 18,086         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>5,646</b>  | <b>10,327</b> | <b>11,327</b> | <b>11,627</b>  | <b>12,027</b>  |
| 长期借款           | 4,108         | 3,006         | 4,006         | 4,306          | 4,706          |
| 应付债券           | 0             | 4,945         | 4,945         | 4,945          | 4,945          |
| 其他非流动负债        | 1,538         | 2,376         | 2,376         | 2,376          | 2,376          |
| <b>负债合计</b>    | <b>29,892</b> | <b>45,376</b> | <b>76,301</b> | <b>89,997</b>  | <b>101,398</b> |
| 股本             | 2,068         | 2,074         | 2,074         | 2,074          | 2,074          |
| 资本公积           | 11,161        | 11,514        | 11,514        | 11,514         | 11,514         |
| 留存收益           | 2,104         | 3,536         | 7,954         | 13,834         | 20,811         |
| 归属母公司股东权益      | 15,081        | 17,112        | 21,531        | 27,410         | 34,387         |
| 少数股东权益         | 620           | 1,052         | 1,155         | 1,268          | 1,416          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>45,592</b> | <b>63,540</b> | <b>98,987</b> | <b>118,674</b> | <b>137,201</b> |

| 至 12 月 31 日     | 2020A         | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>29,418</b> | <b>44,480</b> | <b>84,600</b> | <b>100,794</b> | <b>120,872</b> |
| 营业成本            | 24,719        | 38,191        | 72,798        | 86,166         | 103,170        |
| 营业税金及附加         | 97            | 137           | 478           | 569            | 682            |
| 销售费用            | 1,015         | 1,408         | 2,538         | 3,024          | 3,626          |
| 管理费用            | 1,109         | 1,483         | 2,200         | 2,621          | 3,143          |
| 研发费用            | 363           | 925           | 1,861         | 2,217          | 2,659          |
| 财务费用            | 538           | 289           | 820           | 900            | 1,100          |
| 资产减值损失          | -329          | -279          | -250          | -199           | -200           |
| 公允价值变动收益        | 15            | -55           | 0             | 0              | 0              |
| 投资净收益           | 386           | 528           | 846           | 907            | 967            |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,433</b>  | <b>2,261</b>  | <b>4,512</b>  | <b>6,004</b>   | <b>7,265</b>   |
| 营业外收支           | -27           | 13            | 0             | 0              | 0              |
| <b>利润总额</b>     | <b>1,407</b>  | <b>2,274</b>  | <b>4,512</b>  | <b>6,004</b>   | <b>7,265</b>   |
| 所得税             | 174           | 424           | 812           | 1,081          | 1,308          |
| <b>净利润</b>      | <b>1,233</b>  | <b>1,850</b>  | <b>3,700</b>  | <b>4,923</b>   | <b>5,957</b>   |
| 少数股东损益          | 4             | 46            | 104           | 112            | 148            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,229</b>  | <b>1,804</b>  | <b>3,596</b>  | <b>4,811</b>   | <b>5,809</b>   |
| EBITDA          | 3,281         | 3,630         | 5,899         | 7,457          | 8,954          |
| EPS (元)         | 0.59          | 0.87          | 1.73          | 2.32           | 2.80           |

| 至 12 月 31 日    | 2020A         | 2021A         | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,998</b>  | <b>1,098</b>  | <b>9,404</b>   | <b>4,354</b>  | <b>4,887</b>  |
| 净利润            | 1,233         | 1,850         | 3,700          | 4,923         | 5,957         |
| 折旧摊销           | 1,166         | 1,294         | 1,174          | 1,260         | 1,362         |
| 营运资金变动         | 70            | -2,080        | 4,262          | -1,325        | -1,901        |
| 其它             | 529           | 35            | 268            | -505          | -532          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,988</b> | <b>-6,852</b> | <b>-19,001</b> | <b>-7,905</b> | <b>-5,190</b> |
| 资本支出           | -4,687        | -6,427        | -19,607        | -8,562        | -5,917        |
| 投资变动           | 165           | -1,028        | -140           | -150          | -140          |
| 其他             | 534           | 603           | 746            | 807           | 867           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,662</b>  | <b>8,714</b>  | <b>5,261</b>   | <b>4,935</b>  | <b>720</b>    |
| 银行借款           | 12,175        | 19,919        | 5,968          | 4,935         | 720           |
| 股权融资           | 2,310         | 481           | 0              | 0             | 0             |
| 其他             | -12,823       | -11,686       | -707           | 0             | 0             |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>337</b>    | <b>2,371</b>  | <b>-4,335</b>  | <b>1,384</b>  | <b>418</b>    |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>3,835</b>  | <b>4,173</b>  | <b>10,690</b>  | <b>6,355</b>  | <b>7,738</b>  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>4,173</b>  | <b>6,543</b>  | <b>6,355</b>   | <b>7,738</b>  | <b>8,156</b>  |

| 至 12 月 31 日     | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | 26.1%  | 51.2%  | 90.2%  | 19.1%  | 19.9%  |
| 营业利润增长          | 71.2%  | 57.7%  | 99.6%  | 33.0%  | 21.0%  |
| 归母净利润增长         | 91.9%  | 46.8%  | 99.3%  | 33.8%  | 20.8%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 16.0%  | 14.1%  | 13.9%  | 14.5%  | 14.6%  |
| 净利率             | 4.2%   | 4.2%   | 4.4%   | 4.9%   | 4.9%   |
| ROE             | 8.2%   | 10.5%  | 16.7%  | 17.6%  | 16.9%  |
| ROIC            | 7.3%   | 5.4%   | 8.5%   | 9.0%   | 9.7%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 65.6%  | 71.4%  | 77.1%  | 75.8%  | 73.9%  |
| 净负债比率           | 190.4% | 249.8% | 336.3% | 313.8% | 283.2% |
| 流动比率            | 1.17   | 1.19   | 0.89   | 0.89   | 0.92   |
| 速动比率            | 0.81   | 0.74   | 0.47   | 0.46   | 0.47   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.65   | 0.70   | 0.85   | 0.85   | 0.88   |
| 应收账款周转率         | 6.95   | 5.44   | 5.78   | 5.82   | 5.74   |
| 存货周转率           | 4.13   | 3.49   | 3.73   | 3.71   | 3.70   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.59   | 0.87   | 1.73   | 2.32   | 2.80   |
| 每股经营现金流         | 1.45   | 0.53   | 4.54   | 2.10   | 2.36   |
| 每股净资产           | 7.29   | 8.25   | 10.38  | 13.22  | 16.58  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 38.95  | 90.68  | 28.02  | 20.95  | 17.35  |
| P/B             | 3.17   | 9.56   | 4.68   | 3.68   | 2.93   |
| EV/EBITDA       | 14.70  | 46.80  | 19.90  | 16.22  | 13.54  |

## 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：联席首席分析师，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。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级研究员，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，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。
- 陈思宇：高级研究员，毕业于西安交通大学，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级研究员，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021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 | gfbzqyf@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。