

# 天合光能 (688599)

## 2022 年中报业绩预告点评：各环节盈利持续向好，看好下半年量利双升 买入（维持）

2022 年 07 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2021A  | 2022E  | 2023E   | 2024E   |
|------------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）       | 44,480 | 87,772 | 125,025 | 155,725 |
| 同比               | 51%    | 97%    | 42%     | 25%     |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 1,804  | 3,701  | 6,608   | 9,062   |
| 同比               | 47%    | 105%   | 79%     | 37%     |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.83   | 1.71   | 3.05    | 4.18    |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 88.12  | 42.96  | 24.06   | 17.54   |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度业绩预告，公司预计 2022H1 实现归母净利润 11.4-13.9 亿元，同增 62%-98%，其中 2022Q2 实现归母净利润 6.0-8.5 亿元，同增 26%-79%，环增 10%-57%。公司预计 2022H1 实现扣非归母净利润 10.5-13.0 亿元，同增 79-123%，其中 2022Q2 实现扣非归母净利润 5.6-8.1 亿元，同增 34-97%，环增 13-66%，符合市场预期。
- **2022Q2 组件出货高增，2023 年量利双升。**我们预计公司 2022Q2 组件出货 9.5-10GW，同增约 60%，环增约 20%，确认收入约 9.2-9.5GW，其中外销确认收入 8.5-9GW。在 2022Q2 硅料价格维持高位的情况下，组件提价传导成本，叠加人民币汇率下降，我们预计 2022Q2 单瓦净利环比持平，约 6~7 分/W，电池+组件单瓦盈利继续领跑全行业。2022 年下半年随硅料产能释放，同时美国关税政策松动，公司盈利能力有望环比上行。我们预计 2022 年组件出货有望达 40-43GW，2023 年出货超 60GW，随硅料降价、N 型占比提升和一体化率提升，单瓦利润有望持续提升。
- **分布式系统盈利持续增长，跟踪支架触底反弹。**我们预计公司 2022Q2 分布式系统出货 1.2-1.4GW，环增 20%+，单瓦盈利 0.15 元+，盈利能力超市场预期。我们预计 2022Q2 跟踪支架出货约 0.8-1GW，略微亏损，随钢材降价和大基地项目启动，我们预计 2022 年下半年有望实现正盈利，2022 全年出货 4-5GW。电站转让对应盈利近 1 亿元，储能亏损，但为 2023 年储能业务爆发奠定基础。
- **一体化扩产步步为营，一期项目预计 2023 年投产。**西宁产业园第一期项目建设年产 10 万吨工业硅、年产 5 万吨高纯多晶硅、年产 20GW 单晶硅、年产 5GW 切片、年产 5GW 电池、年产 5GW 组件以及 7.5GW 组件辅材的生产线及其配套基础设施，目前一期项目已经动工，西宁 20GW+东南亚 6.5GW 硅棒预计将于 2023Q1 达产，2023 年一体化配套能力大幅提升。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司组件出货高增，户用分布式高增，超一体化产能加码，我们维持此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 37/66/91 亿元，同增 105%/79%/37%，对应 EPS 为 1.7/3.1/4.2 元，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 91.5 元，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)        | 73.35       |
| 一年最低/最高价      | 40.39/85.14 |
| 市净率(倍)        | 7.44        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 97,006.91   |
| 总市值(百万元)      | 158,992.54  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 9.86     |
| 资产负债率(% ,LF) | 68.51    |
| 总股本(百万股)     | 2,167.59 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,322.52 |

### 相关研究

- 《天合光能(688599)：知名组件龙头，N 型时代超一体化布局》  
2022-07-13
- 《天合光能(688599)：战略扩产顺势推进，加码 N 型一体化布局》  
2022-06-28

天合光能三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |               |               |                |                | 利润表(百万元)        |               |               |                |                |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|                  | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |                 | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |
| <b>流动资产</b>      | <b>41,861</b> | <b>63,557</b> | <b>82,239</b>  | <b>100,457</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>44,480</b> | <b>87,772</b> | <b>125,025</b> | <b>155,725</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 11,120        | 5,658         | 1,710          | 757            | 营业成本(含金融类)      | 38,191        | 76,823        | 107,229        | 132,586        |
| 经营性应收款项          | 13,016        | 26,033        | 35,431         | 44,994         | 税金及附加           | 137           | 395           | 563            | 701            |
| 存货               | 12,754        | 23,592        | 34,128         | 41,395         | 销售费用            | 1,408         | 2,545         | 3,751          | 4,360          |
| 合同资产             | 923           | 1,836         | 2,605          | 3,251          | 管理费用            | 1,483         | 2,107         | 3,376          | 4,127          |
| 其他流动资产           | 4,048         | 6,438         | 8,365          | 10,060         | 研发费用            | 925           | 1,755         | 2,500          | 3,115          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>21,679</b> | <b>25,605</b> | <b>30,523</b>  | <b>35,486</b>  | 财务费用            | 289           | 527           | 367            | 360            |
| 长期股权投资           | 2,048         | 2,048         | 2,048          | 2,048          | 加:其他收益          | 222           | 307           | 400            | 467            |
| 固定资产及使用权资产       | 13,416        | 16,574        | 20,461         | 24,819         | 投资净收益           | 528           | 1,141         | 1,000          | 934            |
| 在建工程             | 1,165         | 1,899         | 2,940          | 3,564          | 公允价值变动          | -55           | 0             | 0              | 0              |
| 无形资产             | 894           | 894           | 894            | 894            | 减值损失            | -396          | -512          | -740           | -990           |
| 商誉               | 154           | 154           | 154            | 154            | 资产处置收益          | -86           | -132          | -125           | -234           |
| 长期待摊费用           | 42            | 77            | 68             | 48             | <b>营业利润</b>     | <b>2,261</b>  | <b>4,424</b>  | <b>7,774</b>   | <b>10,655</b>  |
| 其他非流动资产          | 3,959         | 3,959         | 3,959          | 3,959          | 营业外净收支          | 13            | -7            | 3              | -2             |
| <b>资产总计</b>      | <b>63,540</b> | <b>89,162</b> | <b>112,762</b> | <b>135,943</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,274</b>  | <b>4,417</b>  | <b>7,777</b>   | <b>10,653</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>35,049</b> | <b>57,059</b> | <b>74,029</b>  | <b>88,171</b>  | 减:所得税           | 424           | 640           | 1,048          | 1,434          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 9,005         | 2,357         | 2,357          | 2,357          | <b>净利润</b>      | <b>1,850</b>  | <b>3,777</b>  | <b>6,729</b>   | <b>9,219</b>   |
| 经营性应付款项          | 18,708        | 41,718        | 54,629         | 65,306         | 减:少数股东损益        | 46            | 76            | 121            | 157            |
| 合同负债             | 2,042         | 4,225         | 5,497          | 7,059          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,804</b>  | <b>3,701</b>  | <b>6,608</b>   | <b>9,062</b>   |
| 其他流动负债           | 5,294         | 8,758         | 11,547         | 13,448         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.83          | 1.71          | 3.05           | 4.18           |
| 非流动负债            | 10,327        | 10,162        | 9,987          | 9,807          | EBIT            | 2,322         | 4,146         | 7,606          | 10,837         |
| 长期借款             | 3,006         | 4,206         | 5,406          | 6,606          | EBITDA          | 3,616         | 5,140         | 8,913          | 12,409         |
| 应付债券             | 4,945         | 3,545         | 2,145          | 745            | 毛利率(%)          | 14.14         | 12.47         | 14.23          | 14.86          |
| 租赁负债             | 35            | 70            | 95             | 115            | 归母净利率(%)        | 4.06          | 4.22          | 5.29           | 5.82           |
| 其他非流动负债          | 2,341         | 2,341         | 2,341          | 2,341          | 收入增长率(%)        | 51.20         | 97.33         | 42.44          | 24.56          |
| <b>负债合计</b>      | <b>45,376</b> | <b>67,221</b> | <b>84,017</b>  | <b>97,978</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 46.77         | 105.14        | 78.54          | 37.14          |
| 归属母公司股东权益        | 17,112        | 20,813        | 27,497         | 36,559         |                 |               |               |                |                |
| 少数股东权益           | 1,052         | 1,127         | 1,248          | 1,405          |                 |               |               |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>18,164</b> | <b>21,940</b> | <b>28,746</b>  | <b>37,965</b>  |                 |               |               |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>63,540</b> | <b>89,162</b> | <b>112,762</b> | <b>135,943</b> |                 |               |               |                |                |

  

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流    | 1,098  | 5,941  | 2,031  | 5,605  | 每股净资产(元)       | 8.11  | 9.90  | 12.67 | 16.89 |
| 投资活动现金流    | -6,852 | -3,968 | -5,417 | -5,926 | 最新发行在外股份(百万股)  | 2,168 | 2,168 | 2,168 | 2,168 |
| 筹资活动现金流    | 8,714  | -7,436 | -562   | -632   | ROIC(%)        | 6.23  | 10.54 | 18.57 | 21.67 |
| 现金净增加额     | 2,371  | -5,462 | -3,948 | -953   | ROE-摊薄(%)      | 10.54 | 17.78 | 24.03 | 24.79 |
| 折旧和摊销      | 1,294  | 994    | 1,306  | 1,572  | 资产负债率(%)       | 71.41 | 75.39 | 74.51 | 72.07 |
| 资本开支       | -6,427 | -5,139 | -6,422 | -6,866 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 88.12 | 42.96 | 24.06 | 17.54 |
| 营运资本变动     | -2,260 | -4     | -7,152 | -6,089 | P/B(现价)        | 9.04  | 7.41  | 5.79  | 4.34  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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：<http://www.dwzq.com.cn>