

公司研究

分布式系统出货超 2.2GW，全产业链一体化布局稳步推进

——天合光能（688599.SH）2022 年半年报点评

要点

事件：公司发布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 357.31 亿元，同比增长 76.99%，实现归母净利润 12.69 亿元，同比增长 79.85%，处于业绩预告中值（业绩预告预计实现归母净利润 11.41~13.95 亿元）；其中 2022Q2 实现归母净利润 7.26 亿元，同比增长 52.69%，环比增长 33.67%。

210 组件产品销量高增，分布式光伏系统出货量超 2.2GW。2022H1 公司光伏产品出货 18.05GW，同比增长 71.90%，组件销售市占率升至 15%，其中分布式渠道出货占 60%以上，同比实现 100%增长；公司占 210 组件全行业总出货约 50%，市场份额整体维持上升趋势。此外，公司光伏电站系统项目开发与 EPCM 业务稳步推进，分布式光伏业务系统出货量超 2.2GW，国内光伏系统电站开发业务获得超 1.75GW 指标，海外光伏系统电站新增 GW 级项目机会，光伏支架出货 2GW+，储能出货超过 300MWh，各项业务均协同有序推进。

2022H1 原材料价格持续上涨，但公司组件产品出货快速增长且出货结构进一步优化（210mm 产品占比持续提升），盈利能力得以保持稳定，整体毛利率小幅提升 0.2 个 pct 至 13.57%，2022Q2 环比下降 0.04 个 pct 至 13.55%。

全产业链一体化产能布局将成，8GW TOPCon 电池将于下半年逐步投产。截至 2021 年底公司电池/组件产能达 35/50GW，预计在 2022 年底电池/组件总产能将分别达到 50GW/60GW，其中 210 大尺寸电池产能占比超过 90%。公司拟在 西宁经济技术开发区投资建设年产 30 万吨工业硅、年产 15 万吨高纯多晶硅、年产 35GW 单晶硅、年产 10GW 切片、年产 10GW 电池、年产 10GW 组件以及 15GW 组件辅材生产线，全产业链一体化布局将保障公司盈利能力的稳步提升。在电池新技术方面，公司 210mm 大尺寸 TOPCon 中试线电池量产平均效率突破 24.7%，同时宿迁 8GW 的 TOPCon 电池项目预计于下半年逐步投产，2023 年 TOPCon 电池产能不低于 20GW，将进一步提升公司整体盈利能力。

维持“买入”评级：公司分布式业务销售规模实现显著提升，叠加全产业链一体化布局有望于 2023 年底建成，给公司盈利能力带来明显改善，我们上调 23/24 年盈利预测，预计公司 2022-24 年实现归母净利润 35.79/65.94/84.71 亿元（维持/上调 44%/上调 51%），对应 EPS 分别为 1.65/3.04/3.91 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 42/23/18 倍。光伏行业高景气度持续，公司聚焦大尺寸光伏组件并持续开发电池新技术，同时拓展多项业务品类，有望在全产业链获取超额收益，**维持“买入”评级。**

风险提示：大尺寸组件竞争环境恶化导致盈利不及预期；公司分布式销售业务进度低于预期；产业链涨价影响光伏装机等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	29,418	44,480	91,079	135,300	161,577
营业收入增长率	26.14%	51.20%	104.76%	48.55%	19.42%
净利润（百万元）	1,229	1,804	3,579	6,594	8,471
净利润增长率	91.90%	46.77%	98.37%	84.25%	28.45%
EPS（元）	0.59	0.87	1.65	3.04	3.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.15%	10.54%	14.23%	21.26%	22.20%
P/E	118	80	42	23	18
P/B	9.6	8.5	6.0	4.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-25

注：公司 20 年 6 月登陆科创板，随后经历股权激励、转债转股后，2022 年总股本达 21.68 亿股

买入（维持）

当前价：69.85 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.68
总市值(亿元):	1514.06
一年最低/最高(元):	42.66/88.33
近 3 月换手率:	76.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.01	3.73	45.44
绝对	-2.29	7.46	29.94

资料来源：Wind

相关研报

聚焦 210mm 大尺寸组件产品，8GW TOPCon 电池 2022H2 将投产——天合光能(688599.SH) 2021 年年报&2022 年一季报点评(2022-04-28)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,418	44,480	91,079	135,300	161,577
营业成本	24,719	38,191	79,428	116,981	138,321
折旧和摊销	1,143	1,264	1,421	1,708	1,996
税金及附加	97	137	273	406	485
销售费用	1,015	1,408	2,277	3,382	3,878
管理费用	1,109	1,483	2,277	3,382	3,878
研发费用	363	925	1,822	2,706	3,232
财务费用	538	289	887	1,287	1,616
投资收益	386	528	684	1,551	498
营业利润	1,433	2,261	4,325	8,076	10,365
利润总额	1,407	2,274	4,487	8,164	10,452
所得税	174	424	808	1,470	1,881
净利润	1,233	1,850	3,679	6,694	8,571
少数股东损益	4	46	100	100	100
归属母公司净利润	1,229	1,804	3,579	6,594	8,471
EPS(元)	0.59	0.87	1.65	3.04	3.91

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,998	1,098	3,248	3,436	10,486
净利润	1,229	1,804	3,579	6,594	8,471
折旧摊销	1,143	1,264	1,421	1,708	1,996
净营运资金增加	-1,766	8,765	12,613	15,756	7,768
其他	2,391	-10,736	-14,364	-20,622	-7,749
投资活动产生现金流	-3,988	-6,852	-4,430	-3,497	-4,552
净资本支出	-4,687	-6,427	-5,070	-5,050	-5,050
长期投资变化	444	2,048	0	0	0
其他资产变化	255	-2,473	640	1,553	498
融资活动现金流	1,662	8,714	13,261	11,116	635
股本变化	310	6	94	0	0
债务净变化	326	7,169	9,680	13,139	3,589
无息负债变化	5,773	8,316	11,274	11,203	4,965
净现金流	337	2,371	12,080	11,055	6,569

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	16.0%	14.1%	12.8%	13.5%	14.4%
EBITDA 率	12.6%	9.3%	7.5%	7.8%	8.9%
EBIT 率	8.6%	6.4%	5.9%	6.6%	7.6%
税前净利润率	4.8%	5.1%	4.9%	6.0%	6.5%
归母净利润率	4.2%	4.1%	3.9%	4.9%	5.2%
ROA	2.7%	2.9%	4.0%	5.4%	6.2%
ROE (摊薄)	8.2%	10.5%	14.2%	21.3%	22.2%
经营性 ROIC	9.9%	7.0%	9.0%	10.7%	12.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	66%	71%	72%	74%	72%
流动比率	1.17	1.19	1.10	1.12	1.16
速动比率	0.87	0.83	0.80	0.82	0.87
归母权益/有息债务	1.54	1.01	0.94	0.78	0.88
有形资产/有息债务	4.46	3.61	3.39	3.03	3.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	45,592	63,540	92,640	122,941	138,728
货币资金	9,429	10,690	22,770	33,825	40,394
交易性金融资产	915	430	430	430	430
应收账款	4,232	8,170	12,634	18,565	20,467
应收票据	0	2,297	3,643	5,412	6,463
其他应收款 (合计)	1,652	2,365	3,742	5,516	6,572
存货	7,120	12,754	18,657	25,130	26,858
其他流动资产	3,309	2,120	2,120	2,120	2,120
流动资产合计	28,317	41,861	67,312	94,271	107,004
其他权益工具	129	373	373	373	373
长期股权投资	444	2,048	2,048	2,048	2,048
固定资产	10,012	13,361	16,616	19,602	22,315
在建工程	2,330	1,165	1,582	1,978	2,354
无形资产	649	894	871	832	796
商誉	160	154	154	154	154
其他非流动资产	1,721	1,712	1,712	1,712	1,712
非流动资产合计	17,276	21,679	25,328	28,670	31,723
总负债	29,892	45,376	66,330	90,672	99,226
短期借款	5,068	6,647	20,272	32,411	35,001
应付账款	5,381	7,344	11,120	15,208	17,982
应付票据	9,650	11,365	17,474	23,396	24,898
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	33	2,194	2,194	2,194	2,194
流动负债合计	24,245	35,049	61,047	84,389	91,944
长期借款	4,108	3,006	4,006	5,006	6,006
应付债券	0	4,945	0	0	0
其他非流动负债	128	48	48	48	48
非流动负债合计	5,646	10,327	5,283	6,283	7,283
股东权益	15,701	18,164	26,311	32,269	39,501
股本	2,068	2,074	2,168	2,168	2,168
公积金	11,252	11,682	16,891	17,448	17,448
未分配利润	2,013	3,368	6,112	11,413	18,545
归属母公司权益	15,081	17,112	25,159	31,018	38,150
少数股东权益	620	1,052	1,152	1,252	1,352

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.45%	3.16%	2.50%	2.50%	2.40%
管理费用率	3.77%	3.33%	2.50%	2.50%	2.40%
财务费用率	1.83%	0.65%	0.97%	0.95%	1.00%
研发费用率	1.24%	2.08%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	12%	19%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.18	0.23	0.34	0.62	0.79
每股经营现金流	1.45	0.53	1.50	1.59	4.84
每股净资产	7.29	8.25	11.61	14.31	17.60
每股销售收入	14.23	21.45	42.02	62.42	74.54

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	118	80	42	23	18
PB	9.6	8.5	6.0	4.9	4.0
EV/EBITDA	41.4	39.5	26.1	18.0	13.6
股息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE