

天合光能（688599）

2022 年中报点评：组件出货高增，多业务持续向好

买入（维持）

2022 年 08 月 26 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

guoyn@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）	83.92	40.91	22.91	16.71

投资要点

■ **事件：**公司 2022H1 实现营业收入 357.31 亿元，同比增长 76.99%；实现利润总额 15.85 亿元，同比增长 78.05%；实现归属母公司净利润 12.69 亿元，同比增长 79.85%。其中 2022Q2 实现营业收入 204.58 亿元，同比增长 75.38%，环比增长 33.96%；实现归属母公司净利润 7.26 亿元，同比增长 52.69%，环比增长 33.67%。2022H1 毛利率为 13.57%，同比增长 0.19pct，2022Q2 毛利率 13.55%，同比下降 0.63pct，环比下降 0.04pct；2022H1 归母净利率为 3.55%，同比增长 0.06pct，2022Q2 归母净利率 3.55%，同比下降 0.53pct，环比下降 0.01pct。业绩符合市场预期。

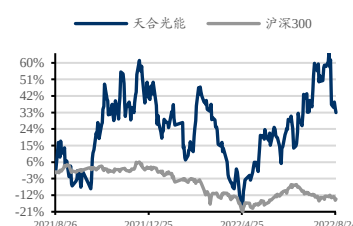
■ **组件出货高增，N 型一体化稳步推进。**公司 2022H1 组件出货 18.05GW，同增 72%，市占率提升至 15%，大尺寸超 85%，分布式占比超 60%。2022Q2 组件出货约 10GW，同增约 67%，环增约 25%，测算 2022Q2 组件单瓦盈利 6-7 分，电池组件盈利持续领跑行业；单瓦盈利环比持平略降，主要系上游原材料上涨较快，组件盈利承压。2022 下半年看随 2022Q3 超 35 万吨产能投放，硅料价格有望松动。同时美国关税政策利好、ITC 延长十年，我们预计公司 2022Q3 出货 11-12GW，盈利有望环比上行。我们预计宿迁 8GW TOPCon 2022Q4 投产，贡献利润增量；我们预计 2022 年组件出货达 40-43GW。随西宁项目稳步推进，我们预计 20GW 拉晶 2022 年底投产，2023 年 N 型产能超 20GW，组件出货达 60-65GW，单瓦利润有望持续提升。

■ **分布式系统增长亮眼，多业务静待收获。**2022H1 分布式系统出货约 2.2GW，确认超 1.6GW，其中 2022Q2 出货约 1.2GW，测算 2022H1 单瓦净利约 0.17 元/W，盈利能力超预期。2022H1 跟踪支架出货约 2GW，同增约 300%，略有亏损；其中 2022Q2 出货约 1.2GW，2022Q3 目前已出货 1.5GW，环比持续增长，2022 全年 4-5GW，有望盈亏平衡。2022H1 电站销量达 300MW，储能出货超 300MWh，我们预计 2022 全年储能出货 1GWh，2023 年翻倍增长！多业务持续耕耘，静待全面开花。

■ **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，我们维持公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 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：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.85
一年最低/最高价	43.79/86.88
市净率(倍)	6.57
流通 A 股市值(百万元)	92,378.08
总市值(百万元)	151,405.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.64
资产负债率(% ,LF)	69.83
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)：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》

2022-07-25

《天合光能(688599)：知名组件龙头，N 型时代超一体化布局》

2022-07-13

图表目录

图 1:	2022H1 收入 357.31 亿元, 同比+76.99% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 12.69 亿元, 同比+79.85% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 204.58 亿元, 同比+75.38% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q2 归母净利润 7.26 亿元, 同比+52.69% (亿元, %)	4
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比+0.19、+0.06pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比-0.63、-0.53pct (%)	4
图 7:	公司组件销量及单瓦净利 (GW, 元/W)	5
图 8:	2022Q2 期间费用 14.1 亿元, 同比+29.78% (亿元, %)	6
图 9:	2022Q2 期间费用率 6.88%, 同比-2.42pct (%)	6

表 1:	2022H1 收入 357.31 亿元, 同比增长 76.99%; 归属母公司净利润 12.69 亿元, 同比增长 79.85% (单位: 亿元)	3
------	---	---

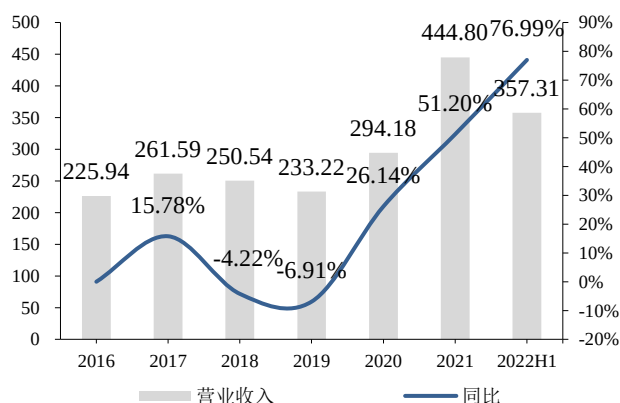
事件：公司 2022H1 实现营业收入 357.31 亿元，同比增长 76.99%；实现利润总额 15.85 亿元，同比增长 78.05%；实现归属母公司净利润 12.69 亿元，同比增长 79.85%。其中 2022Q2 实现营业收入 204.58 亿元，同比增长 75.38%，环比增长 33.96%；实现归属母公司净利润 7.26 亿元，同比增长 52.69%，环比增长 33.67%。2022H1 毛利率为 13.57%，同比增长 0.19pct，2022Q2 毛利率 13.55%，同比下降 0.63pct，环比下降 0.04pct；2022H1 归母净利率为 3.55%，同比增长 0.06pct，2022Q2 归母净利率 3.55%，同比下降 0.53pct，环比下降 0.01pct。业绩符合市场预期。

表1：2022H1 收入 357.31 亿元，同比增长 76.99%；归属母公司净利润 12.69 亿元，同比增长 79.85%（单位：亿元）

天合光能	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	357.31	201.88	77.0%	204.58	116.65	75.4%	152.73	34.0%
毛利率	13.6%	13.4%	0.2%	13.5%	14.2%	-0.6%	13.6%	0.0%
营业利润	15.77	8.87	77.8%	8.66	5.78	49.9%	7.10	21.9%
利润总额	15.85	8.90	78.1%	8.74	3.05	186.6%	7.11	23.0%
归属母公司净利润	12.69	7.06	79.9%	7.26	4.76	52.7%	5.43	33.7%
扣非归母净利润	11.51	5.84	97.1%	6.60	4.14	59.3%	4.91	34.4%
归母净利率	3.6%	3.5%	0.1%	3.5%	4.1%	-0.5%	3.6%	0.0%
股本	21.68	20.68	-	21.68	20.68	-	21.45	-
EPS	0.59	0.34	71.6%	0.34	0.23	45.7%	0.25	32.2%

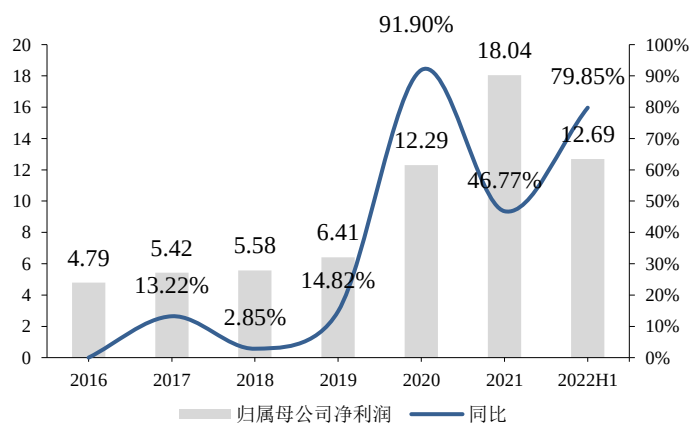
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022H1 收入 357.31 亿元，同比+76.99%（亿元，%）



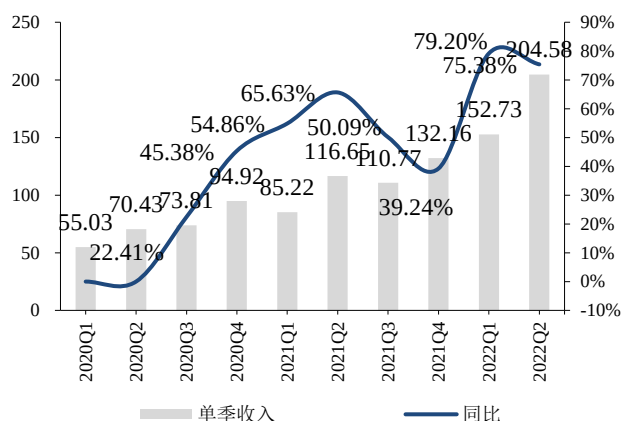
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022H1 归母净利润 12.69 亿元，同比+79.85%（亿元，%）



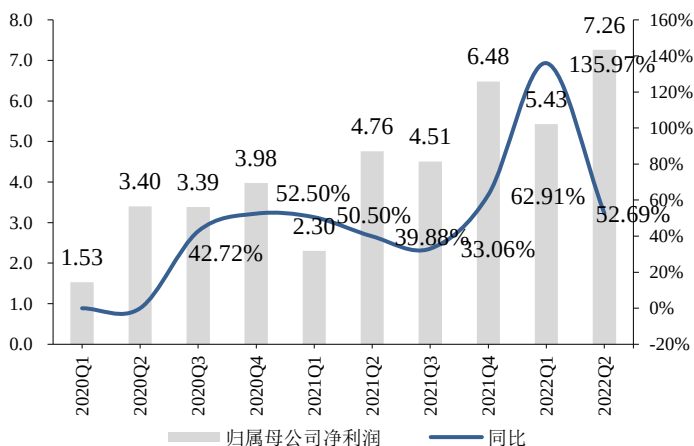
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 204.58 亿元, 同比+75.38% (亿元, %)



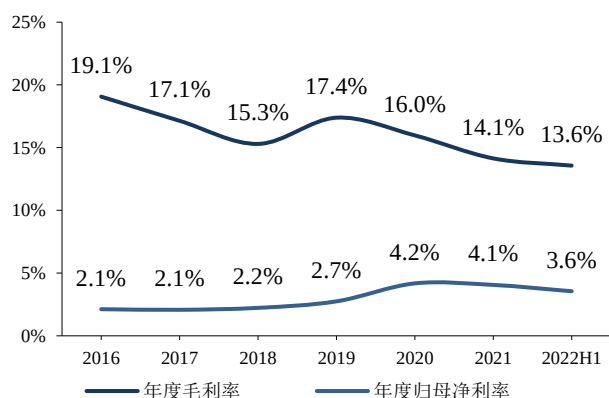
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 7.26 亿元, 同比+52.69% (亿元, %)



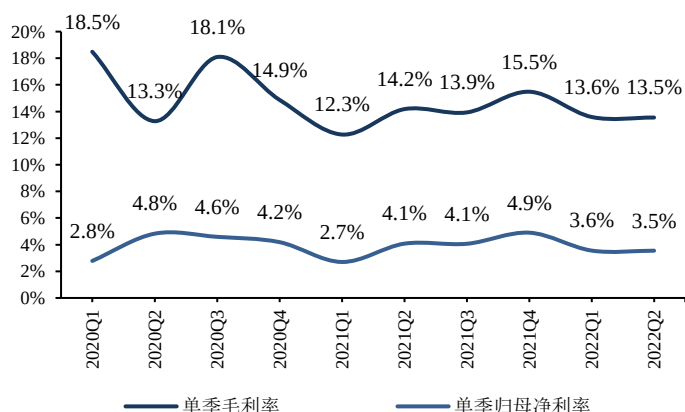
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+0.19、+0.06pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

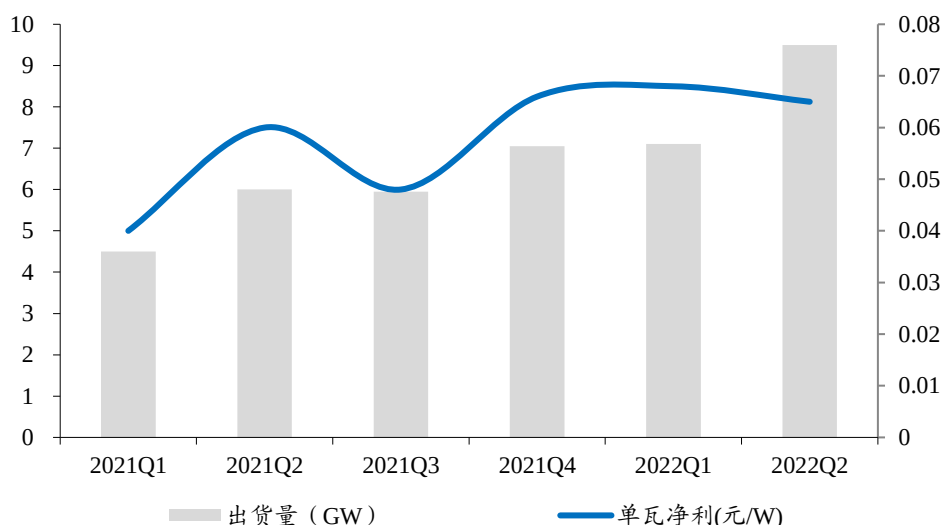
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-0.63、-0.53pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

组件出货高增, N 型一体化稳步推进。公司 2022H1 组件出货 18.05GW, 同增 72%, 市占率提升至 15%, 大尺寸超 85%, 分布式占比超 60%。2022Q2 组件出货约 10GW, 同增约 67%, 环增约 25%, 测算 2022Q2 组件单瓦盈利 6-7 分, 电池组件盈利持续领跑行业; 单瓦盈利环比持平略降, 主要系上游原材料上涨较快, 组件盈利承压。2022 下半年看随 2022Q3 超 35 万吨产能投放, 硅料价格有望松动。同时美国关税政策利好、ITC 延长十年, 我们预计公司 2022Q3 出货 11-12GW, 盈利有望环比上行。我们预计宿迁 8GW TOPCon 2022Q4 投产, 贡献利润增量; 我们预计 2022 年组件出货达 40-43GW。随西宁项目稳步推进, 我们预计 20GW 拉晶 2022 年底投产, 2023 年 N 型产能超 20GW, 组件出货达 60-65GW, 单瓦利润有望持续提升。

图7: 公司组件销量及单瓦净利 (GW, 元/W)

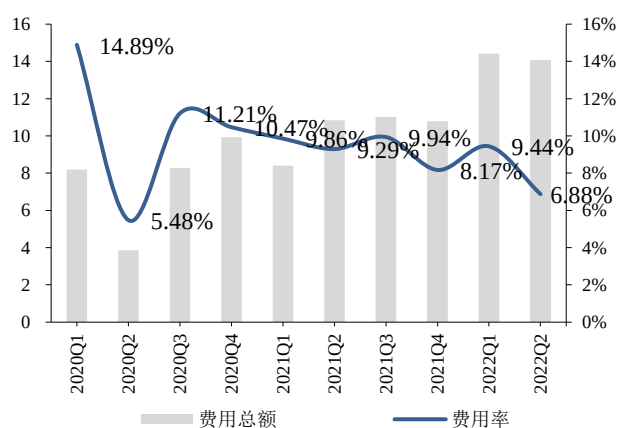


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分布式系统增长亮眼，多业务静待收获。2022H1 分布式系统出货约 2.2GW，确认超 1.6GW，其中 2022Q2 出货约 1.2GW，测算 2022H1 单瓦净利约 0.17 元/W，盈利能力超预期。2022H1 跟踪支架出货约 2GW，同增约 300%，略有亏损；其中 2022Q2 出货约 1.2GW，2022Q3 目前已出货 1.5GW，环比持续增长，2022 全年 4-5GW，有望盈亏平衡。2022H1 电站销量达 300MW，储能出货超 300MWh，我们预计 2022 全年储能出货 1GWh，2023 年翻倍增长！多业务持续耕耘，静待全面开花。

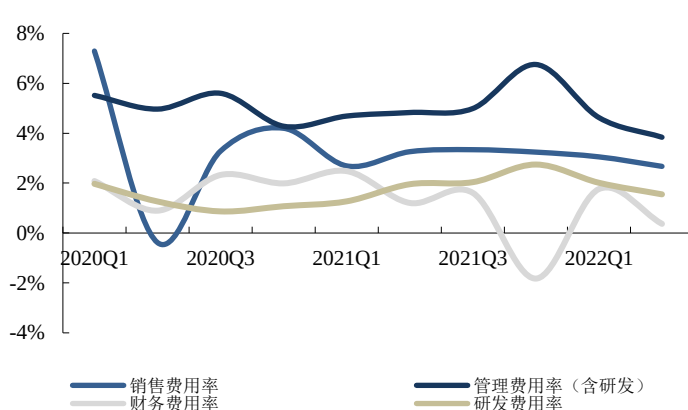
控费能力强，2022H1 期间费用率同比下降：公司 2022H1 期间费用同比增长 48.05% 至 28.49 亿元，期间费用率下降 1.56 个百分点至 7.97%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 66.17%、上升 54.96%、上升 85.75%、下降 2.21% 至 10.13 亿元、14.92 亿元、6.25 亿元、3.44 亿元；费用率分别下降 0.18、下降 0.59、上升 0.08、下降 0.78 个百分点至 2.83%、4.18%、1.75%、0.96%。2022Q2 期间费用同比增长 29.78% 至 14.07 亿元，期间费用率下降 2.42pct 至 6.88%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 43.75%、上升 39.42%、上升 39.04%、下降 46.60% 至 5.46 亿元、7.85 亿元、3.17 亿元、0.75 亿元；费用率分别下降 0.59、下降 0.99、下降 0.41、下降 0.84 个百分点至 2.67%、3.84%、1.55%、0.37%。期间费用率下降主要系总体收入增加导致管理费用占比减少，以及汇率变动而导致汇兑损失减少。

图8: 2022Q2 期间费用 14.1 亿元, 同比+29.78% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022Q2 期间费用率 6.88%, 同比-2.42pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

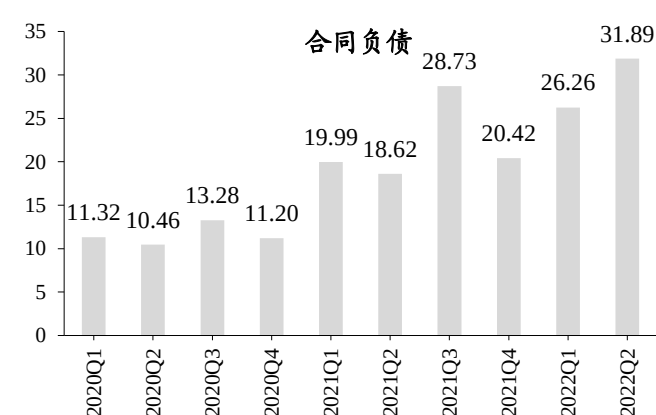
现金流大幅增长, 盈利能力提升: 2022H1 经营活动现金流量净流入 15.45 亿元, 同比增长 1138.00%。销售商品取得现金 333.61 亿元, 同比增长 82.09%。期末合同负债 31.89 亿元, 比年初增长 56.16%。期末应收账款 107.75 亿元, 较期初增长 26.05 亿元, 应收账款周转天数下降 2.47 天至 47.72 天。期末存货 179.18 亿元, 较期初上升 51.64 亿元; 存货周转天数下降 4.29 天至 89.38 天。2022Q2 经营活动现金净流入 34.53 亿元, 同比增长 115.96%。2022Q2 销售商品取得现金 193.82 亿元, 同比增长 85.29%。2022Q2 期末存货 179.18 亿元, 同比增长 92.74 亿元。经营活动现金流大幅增长主要系公司经营规模扩大、同时票据结算方式增加, 采购支付现金流出减少所致。

图10: 2022Q2 现金净流入 34.53 亿元, 同比+115.96% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022Q2 期末合同负债 31.89 亿元, 同比+71.24% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司组件出货高增，户用分布式高增，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：政策不及预期，竞争加剧等。

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
流动资产	41,861	63,557	82,239	100,457	营业总收入	44,480	87,772	125,025	155,725
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
非流动资产	21,679	25,605	30,523	35,486	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	营业利润	2,261	4,424	7,774	10,655
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
资产总计	63,540	89,162	112,762	135,943	利润总额	2,274	4,417	7,777	10,653
流动负债	35,049	57,059	74,029	88,171	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	净利润	1,850	3,777	6,729	9,219
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	归属母公司净利润	1,804	3,701	6,608	9,062
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
负债合计	45,376	67,221	84,017	97,978	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					
所有者权益合计	18,164	21,940	28,746	37,965					
负债和股东权益	63,540	89,162	112,762	135,943					

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)	83.92	40.91	22.91	16.71
营运资本变动	-2,260	-4	-7,152	-6,089	P/B (现价)	8.61	7.05	5.52	4.14

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>

