

天合光能 (688599.SH) 买入 (维持评级)

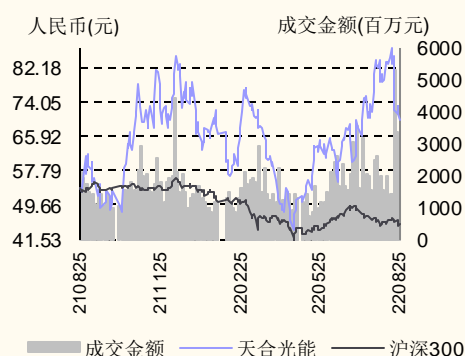
公司点评

市场价格(人民币): 69.85元

目标价格(人民币): 96.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.68
已上市流通A股(亿股)	13.23
总市值(亿元)	1,514.06
年内股价最高最低(元)	88.57/44.48
沪深300指数	4116
上证指数	3246



组件出货环比高增，支架、储能弹性释放在即

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,418	44,480	88,670	121,080	158,787
营业收入增长率	26.14%	51.20%	99.35%	36.55%	31.14%
归母净利润(百万元)	1,229	1,804	3,647	6,943	9,331
归母净利润增长率	91.90%	46.77%	102.13%	90.39%	34.39%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.87	1.68	3.20	4.30
每股经营性现金流净额	1.45	0.53	3.59	1.51	5.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.15%	10.54%	15.11%	23.94%	26.26%
P/E	38.95	90.44	41.52	21.81	16.23
P/B	3.17	9.54	6.27	5.22	4.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月25日, 公司发布2022年中报, 上半年归母净利润12.69亿元, 同比增长79.9%; 其中Q2归母净利润7.26亿元, 同比增长52.7%, 环比增长33.7%, 在业绩预告范围之内, 符合预期。

业绩简评

- 组件出货环比高增, 产业链纵向布局提升成本竞争力。**上半年公司光伏产品出货18.05GW, 组件销售市占率提升至15%, 预计Q2出货约10GW, 环比提升约26%。受硅料价格持续上涨、产品销售价格传导滞后等因素影响, 预计Q2组件单位盈利环比略降, 测算上半年组件单位盈利维持在0.06-0.07元/W, 原材料价格高位背景下盈利能力基本稳定, 展现出公司较强的外部适应能力。7月公司公告规划30万吨工业硅、15万吨多晶硅、35GW拉晶等上游产能, 一期项目将于23年底建成, 预计建设进度较快的硅片产能将于明年陆续释放, 有望提升公司盈利能力及原材料供货可靠性。
- 分布式系统业务高速增长, 跟踪支架将迎量利拐点, 储能业务进入放量期。**上半年公司分布式系统出货超2.2GW, 已超过去年出货量, 分布式装机持续高增背景下分布式系统业务有望维持高速增长; 跟踪及固定支架出货近2GW, 随地面电站装机占比提升, 跟踪支架有望迎量利拐点; 储能中国市场突破单体百MWh项目, 随硅料价格下降, 储能产品有望快速放量。
- 电池技术持续突破, TOPCon即将量产贡献超额利润。**公司积极推进电池技术研发, 2022年三次刷新世界纪录, 目前210大尺寸TOPCon中试线电池量产平均效率24.7%、实验室最高效率25.5%、组件窗口效率24.24%, 8GW TOPCon电池项目预计下半年逐步投产, 有望提升产品竞争力、贡献超额利润。此外公司保持对HJT、钙钛矿/硅叠层电池等前沿技术的研究与开发, 具有HJT组件中试线, 钙钛矿叠层电池实验室效率达29.2%。
- 经营现金流显著改善。**上半年公司控制客户回款、增加票据结算, 且受益分銷占比较高(近60%), Q2单季经营性现金净流量大幅提升至34.54元, 创近年单季度晶澳, 盈利质量显著提升, 为公司后续扩产储备了充足的资金。

盈利调整与投资建议

- 微调22-24年净利润至36.5、69.4、93.3亿元, 对应EPS为1.68、3.2、4.3元, 维持目标价96元/股, 对应23年30xPE, 维持“买入”评级。

风险提示: 国际贸易环境恶化; 行业扩产规模超预期; 技术路线变化超预期。

相关报告

- 《渠道优势制胜, 产业链横纵延伸-天合光能深度报告》, 2022.7.26

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸 分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文 联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,322	29,418	44,480	88,670	121,080	158,787	货币资金	5,827	9,429	10,690	10,826	14,532	14,522
增长率		26.1%	51.2%	99.3%	36.6%	31.1%	应收款项	7,414	7,498	13,280	20,475	31,641	41,311
主营业务成本	-19,267	-24,719	-38,191	-77,703	-104,363	-136,059	存货	5,617	7,120	12,754	19,820	26,620	34,704
%销售收入	82.6%	84.0%	85.9%	87.6%	86.2%	85.7%	其他流动资产	3,481	4,269	5,138	6,795	8,321	10,123
毛利	4,055	4,699	6,290	10,968	16,716	22,728	流动资产	22,339	28,317	41,861	57,916	81,114	100,660
%销售收入	17.4%	16.0%	14.1%	12.4%	13.8%	14.3%	%总资产	61.2%	62.1%	65.9%	65.6%	69.0%	71.4%
营业税金及附加	-132	-97	-137	-231	-315	-413	长期投资	973	1,239	3,133	3,429	3,429	3,429
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	10,961	12,342	14,526	21,290	27,254	30,918
销售费用	-1,382	-1,015	-1,408	-2,483	-3,148	-3,890	%总资产	30.0%	27.1%	22.9%	24.1%	23.2%	21.9%
%销售收入	5.9%	3.5%	3.2%	2.8%	2.6%	2.5%	无形资产	841	876	1,090	2,554	2,669	2,782
管理费用	-927	-1,109	-1,483	-2,217	-2,906	-3,493	非流动资产	14,152	17,276	21,679	30,379	36,456	40,230
%销售收入	4.0%	3.8%	3.3%	2.5%	2.4%	2.2%	%总资产	38.8%	37.9%	34.1%	34.4%	31.0%	28.6%
研发费用	-298	-363	-925	-1,773	-2,422	-3,112	资产总计	36,491	45,592	63,540	88,295	117,570	140,890
%销售收入	1.3%	1.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	6,856	5,678	9,005	11,856	22,631	22,110
息税前利润 (EBIT)	1,316	2,115	2,337	4,264	7,926	11,819	应付款项	10,077	16,476	20,697	35,447	46,170	60,169
%销售收入	5.6%	7.2%	5.3%	4.8%	6.5%	7.4%	其他流动负债	2,575	2,091	5,348	7,434	9,324	11,431
财务费用	-354	-538	-289	-750	-1,106	-1,404	流动负债	19,507	24,245	35,049	54,737	78,125	93,710
%销售收入	1.5%	1.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	长期贷款	2,604	4,108	3,006	4,409	4,409	4,409
资产减值损失	-318	-549	-396	-482	-448	-470	其他长期负债	1,681	1,538	7,321	3,859	4,759	5,809
公允价值变动收益	24	15	-55	0	0	0	负债	23,793	29,892	45,376	63,005	87,293	103,928
投资收益	103	386	528	1,264	1,838	1,103	普通股股东权益	11,956	15,081	17,112	24,138	28,999	35,531
%税前利润	11.8%	27.4%	23.2%	28.7%	22.1%	9.9%	其中：股本	1,758	2,068	2,074	2,168	2,168	2,168
营业利润	837	1,433	2,261	4,397	8,309	11,148	未分配利润	1,025	2,013	3,368	5,920	10,781	17,312
营业利润率	3.6%	4.9%	5.1%	5.0%	6.9%	7.0%	少数股东权益	742	620	1,052	1,151	1,279	1,431
营业外收支	33	-27	13	10	10	10	负债股东权益合计	36,491	45,592	63,540	88,295	117,570	140,890
税前利润	870	1,407	2,274	4,407	8,319	11,158	比率分析						
利润率	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	6.9%	7.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-168	-174	-424	-661	-1,248	-1,674	每股指标						
所得税率	19.3%	12.3%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.36	0.59	0.87	1.68	3.20	4.30
净利润	702	1,233	1,850	3,746	7,071	9,484	每股净资产	6.80	7.29	8.27	11.14	13.38	16.39
少数股东损益	62	4	46	99	128	153	每股经营现金净流	2.80	1.45	0.53	3.59	1.51	5.14
归属于母公司的净利润	641	1,229	1,804	3,647	6,943	9,331	每股股利	0.00	0.00	0.23	0.50	0.96	1.29
净利率	2.7%	4.2%	4.1%	4.1%	5.7%	5.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.36%	8.15%	10.54%	15.11%	23.94%	26.26%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.76%	2.70%	2.84%	4.13%	5.91%	6.62%
净利润	702	1,233	1,850	3,746	7,071	9,484	投入资本收益率	4.79%	7.27%	5.41%	8.72%	11.75%	15.82%
少数股东损益	62	4	46	99	128	153	增长率						
非现金支出	885	1,715	1,690	2,276	3,067	3,891	主营业务收入增长率	-6.91%	26.14%	51.20%	99.35%	36.55%	31.14%
非经营收益	121	-20	-361	-416	-440	633	EBIT增长率	-8.67%	60.63%	10.51%	82.47%	85.88%	49.12%
营运资金变动	3,215	70	-2,080	2,166	-6,420	-2,864	净利润增长率	14.82%	91.90%	46.77%	102.13%	90.39%	34.39%
经营活动现金净流	4,923	2,998	1,098	7,772	3,277	11,143	总资产增长率	23.25%	24.94%	39.36%	38.96%	33.16%	19.84%
资本开支	-3,801	-4,687	-6,427	-10,138	-8,785	-7,285	资产管理能力						
投资	-1,310	165	-1,028	-744	0	0	应收账款周转天数	74.4	55.2	50.9	53.0	53.0	53.0
其他	-89	534	603	1,290	1,838	1,103	存货周转天数	104.4	94.0	95.0	95.0	95.0	95.0
投资活动现金净流	-5,200	-3,988	-6,852	-9,592	-6,948	-6,183	应付账款周转天数	76.7	72.8	60.8	55.0	50.0	50.0
股权募资	8	2,310	481	4,397	0	0	固定资产周转天数	158.4	124.2	109.6	80.8	75.6	68.4
债权募资	1,082	265	8,797	-425	10,775	-521	偿债能力						
其他	16	-913	-564	-2,006	-3,392	-4,444	净负债/股东权益	14.95%	-3.55%	32.13%	17.83%	38.24%	29.94%
筹资活动现金净流	1,106	1,662	8,714	1,965	7,383	-4,965	EBIT利息保障倍数	3.7	3.9	8.1	5.7	7.2	8.4
现金净流量	969	337	2,371	145	3,713	-5	资产负债率	65.20%	65.56%	71.41%	71.36%	74.25%	73.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	16	26	49
增持	0	2	3	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.16	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

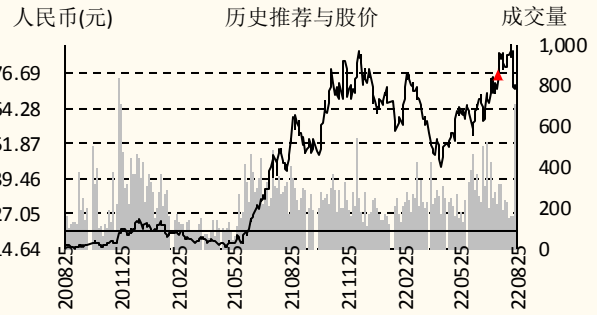
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-26	买入	71.49	96.02 ~ 96.02

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402