

公司研究 | 点评报告 | 天合光能 (688599.SH)

天合光能中报点评：业绩位于预告中枢，多元成长值得期待

报告要点

天合光能发布 2022 年半年报，位于此前业绩预告中枢。2022 年上半年公司实现收入 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%；其中，2022 年 2 季度实现收入 204.58 亿元，同比增长 75.38%，环比增长 33.96%；归属母公司净利润 7.26 亿元，同比增长 52.69%，环比增长 33.67%。

分析师及联系人



马军

SAC: S0490515070001



邬博华

SAC: S0490514040001



曹海花

SAC: S0490522030001

天合光能 (688599.SH)

天合光能中报点评：业绩位于预告中枢，多元成长值得期待

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

天合光能发布 2022 年半年报，位于此前业绩预告中枢。2022 年上半年公司实现收入 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%；其中，2022 年 2 季度实现收入 204.58 亿元，同比增长 75.38%，环比增长 33.96%；归属母公司净利润 7.26 亿元，同比增长 52.69%，环比增长 33.67%。

事件评论

- 组件出货增长，单位盈利几乎持平，业务符合预期。**2022H1 公司组件出货 18.05GW，同比增长 72%，组件销售市占率提升至 15%。组件净利超过 11 亿元，单瓦盈利预计 6-7 分/W。公司出货结构上看，1) 210 大尺寸占比 85%；2) 分布式渠道出货占 60%以上，较去年同期实现 100%增长；3) 对美出货不到 1GW。单 2 季度看，预计公司出货 10GW 左右，环比 Q1 的 8GW 出货明显提升。盈利水平上，公司通过更优的供应链管理及更高的分布式占比，减少硅料涨价带来的盈利受损，同时通过内部挖潜及汇兑收益，费用率整体环比下降 2.56pct，由此带动公司 Q2 单瓦盈利预计仍为 6-7 分/W，环比基本持平。
- 出货模式改变带动分布式盈利上涨，国内外生态持续改善。**分布式业务方面，2022H1 公司出货 2.2GW，其中 1.6GW 确认收入，分布式实现净利 2.79 亿元，出货模式中惠农宝占比提升带动盈利上升，单瓦盈利 1 毛 7/W。分季度看，Q1 确认收入规模预计 500-700MW 左右，Q2 预计确认收入规模 900-1100MW，2022Q2 分布式单位盈利环比显著提升，预计达到 0.18 元/W 以上。此外，公司持续打造共赢生态，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；天合智慧分布式业务国内已开拓至 1500 家以上户用经销商和工商业合作伙伴。
- 支架与储能业务略处于亏损状态，智能跟踪支架系统盈利良好。**2022H1 公司支架出货近 2GW，毛利率大约为 12%，其中固定支架与跟踪支架比例为 8: 2。由于地面电站需求弱势以及大宗商品价格上涨，支架业务略微处于亏损状态。储能上半年出货超 300MWh，由于体量较小目前仍处于亏损状态。此外，智能跟踪系统出货超 1GW，软件业务成本较低，为公司带来收入中大部分转化为盈利。
- 坚守大尺寸引领，上游延伸打开空间。**展望后续，公司成长动力多元：1) 电池组件 2022 年底将形成 50GW、65GW 产能，其中 210 电池占比将超过 90%，全年组件出货 40GW，预计单位盈利约 0.06-0.07 元/W。2) 分布式今年预计出货增加 150%+，大概率 5GW+，单瓦盈利或达到 0.12-0.13 元/W 左右。3) 此外，2021 年 12 月-2023Q1 公司将建成 26.5GW 拉晶产能，10 万吨工业硅、5 万吨高纯多晶硅规划于 2023 年底前建成。
- 预计公司 2022-2023 年分别实现 38.0、68.6 亿元，对应 PE 为 39、21 倍，继续重点推荐。

风险提示

- 1、产能建设不及预期；
- 2、光伏需求不及预期。

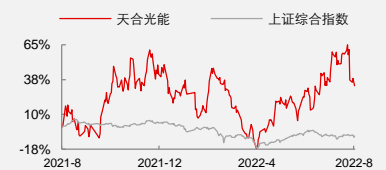
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	69.85
总股本(万股)	216,759
流通A股/B股(万股)	132,252/0
资产负债率	69.83%
每股净资产(元)	10.64
市盈率(当前)	63.94
市净率(当前)	6.24
近12月最高/最低价(元)	88.33/42.82

注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《坚守终端引领，产业链延伸铸护城河》2022-07-10
- 《天合光能年报及一季报点评：业绩符合预期，看好下半年量利向上》2022-05-01
- 《天合光能三季报点评：组件稳步经营，分布式弹性显著》2021-10-28


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	44480	83672	109762	143356	货币资金	10690	15857	24315	30896
营业成本	38191	72804	94921	123879	交易性金融资产	430	430	430	430
毛利	6290	10868	14841	19477	应收账款	8170	11462	12029	13746
%营业收入	14%	13%	14%	14%	存货	12754	14960	16904	18667
营业税金及附加	137	251	318	416	预付账款	2102	2912	3797	4955
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	7716	9076	10039	11674
销售费用	1408	2175	2525	3010	流动资产合计	41861	54697	67513	80369
%营业收入	3%	3%	2%	2%	长期股权投资	2048	2848	3848	5148
管理费用	1483	2427	2854	3183	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	2%	固定资产合计	13361	17736	22541	29335
研发费用	925	1673	2195	2867	无形资产	894	894	894	894
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	154	154	154	154
财务费用	289	393	465	464	递延所得税资产	1217	1217	1217	1217
%营业收入	0.65%	0.47%	0.42%	0.32%	其他非流动资产	4005	5650	7320	10140
加: 资产减值损失	-279	-250	-250	-300	资产总计	63540	83196	103487	127257
信用减值损失	-117	0	0	0	短期贷款	6647	0	0	0
公允价值变动收益	-55	0	0	0	应付款项	7344	11968	14303	16970
投资收益	528	650	1756	1434	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2261	4515	8210	10958	应付职工薪酬	409	728	949	1239
%营业收入	5%	5%	7%	8%	应交税费	659	1255	1646	2150
营业外收支	13	48	30	-2	其他流动负债	19990	25015	29918	33631
利润总额	2274	4563	8240	10956	流动负债合计	35049	38966	46817	53989
%营业收入	5%	5%	8%	8%	长期借款	3006	4006	6506	9006
所得税费用	424	684	1236	1643	应付债券	4945	13835	13835	13835
净利润	1850	3879	7004	9313	递延所得税负债	29	29	29	29
归属于母公司所有者的净利润	1804	3801	6864	9126	其他非流动负债	2347	2347	2347	2347
少数股东损益	46	78	140	186	负债合计	45376	59184	69534	79206
EPS (元)	0.83	1.75	3.17	4.21	归属于母公司所有者权益	17112	22883	32684	46595
					少数股东权益	1052	1129	1269	1456
现金流量表 (百万元)					股东权益	18164	24013	33953	48050
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	63540	83196	103487	127257
经营活动现金流净额	1098	8654	11744	12439					
取得投资收益收回现金	32	650	1756	1434	基本指标				
长期股权投资	-1604	-800	-1000	-1300		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-3594	-4235	-3885	-4500	每股收益	0.83	1.75	3.17	4.21
其他	-1687	-1681	-1750	-2965	每股经营现金流	0.51	3.99	5.42	5.74
投资活动现金流净额	-6852	-6066	-4879	-7332	市盈率	81.51	38.69	21.43	16.11
债券融资	0	8890	0	0	市净率	8.59	6.43	4.50	3.16
股权融资	481	94	0	0	EV/EBITDA	40.49	25.55	16.50	11.50
银行贷款增加(减少)	19919	-5647	2500	2500	总资产收益率	2.8%	4.6%	6.6%	7.2%
筹资成本	-871	-757	-907	-1026	净资产收益率	10.5%	16.6%	21.0%	19.6%
其他	-10814	0	0	0	净利率	4.1%	4.5%	6.3%	6.4%
筹资活动现金流净额	8714	2579	1593	1474	资产负债率	71.4%	71.1%	67.2%	62.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2371	5167	8458	6581	总资产周转率	0.70	1.01	1.06	1.13

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。