

新能源与电力设备组

天合光能 (688599.SH) 买入 (维持评级)

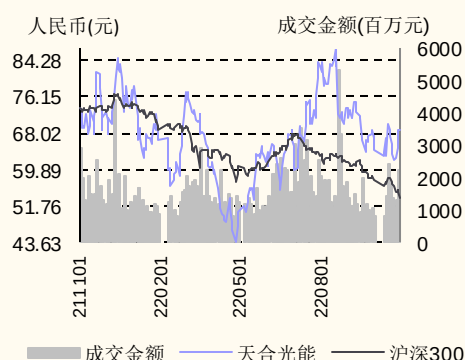
公司点评

市场价格 (人民币): 68.49 元

组件盈利显著提升, 多业务持续向好

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)	1,484.58
年内股价最高最低(元)	88.57/44.48
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



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	3,665	6,925	9,386
归母净利润增长率	91.90%	46.77%	103.11%	88.97%	35.54%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.87	1.69	3.19	4.33
每股经营性现金流净额	1.45	0.53	3.66	1.73	5.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.15%	10.54%	15.00%	23.66%	26.19%
P/E	38.95	90.44	40.51	21.44	15.82
P/B	3.17	9.54	6.08	5.07	4.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 30 日, 公司发布 2022 三季报, 前三季度实现归母净利润 24.02 亿元, 同增 107.7%。其中 Q3 实现归母净利润 11.33 亿元, 同增 151.4%、环比增长 56%; 扣非归母净利润 10.9 亿元, 同增 180.7%、环增 65.2%, 处于业绩预告上限, 符合预期。

经营分析

- 组件盈利显著提升, 产业链纵向布局提升成本竞争力。**预计公司 Q3 组件出货 10~10.5GW, 测算三季度组件单位盈利约 0.075~0.08 元/W, 环比提升 0.01~0.015 元/W, 预计主要受益于海运费下降及持续降本。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, 跟踪支架迎量利拐点, 储能业务进入放量期。**三季度下游分布式需求持续旺盛, 预计单三季度公司分布式系统出货超 1.8GW, 确认收入约 1.1~1.2GW, 盈利能力环比提升, 分布式装机持续高增背景下分布式系统业务有望维持高增长及高盈利。受益跟踪及固定支架出货量提升、原材料成本改善, 预计 Q3 支架业务扭亏为盈, 随 Q4 地面电站装机占比提升, 跟踪支架盈利有望持续改善。随硅料供给释放, 预计 2023 年全球新增电化学储能装机至少翻倍以上增长, 国内增速更高, 公司储能产品 2023 年有望实现量利齐升。
- 减值保障资产质量, 合同负债高增预示 Q4 出货增长可期。**公司 Q3 计提固定资产减值费用 6.5 亿元, 我们预测主要针对历史小尺寸产能, 将有效保持公司设备资产质量及未来盈利能力处于领先水平。截至 9 月底, 公司合同负债 44.52 亿元, 环比 Q2 末增加 39.6%, 预计主要由组件预付款增加贡献, 预示 Q4 集中式电站市场放量, 组件出货量高增可期。

盈利调整与投资建议

- 微调 22-24 年净利润至 36.7、69.3、93.9 亿元, 对应 EPS 为 1.69、3.19、4.33 元, 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

- 《组件出货环比高增, 支架、储能弹性释放在即-天合光能 2022 中 ...》, 2022.8.26
- 《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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,322	29,418	44,480	88,670	121,080	158,787
增长率		26.1%	51.2%	99.3%	36.6%	31.1%
主营业务成本	-19,267	-24,719	-38,191	-77,703	-104,363	-136,059
%销售收入	82.6%	84.0%	85.9%	87.6%	86.2%	85.7%
毛利	4,055	4,699	6,290	10,968	16,716	22,728
%销售收入	17.4%	16.0%	14.1%	12.4%	13.8%	14.3%
营业税金及附加	-132	-97	-137	-195	-266	-349
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-1,382	-1,015	-1,408	-2,483	-3,148	-3,970
%销售收入	5.9%	3.5%	3.2%	2.8%	2.6%	2.5%
管理费用	-927	-1,109	-1,483	-2,217	-2,906	-3,652
%销售收入	4.0%	3.8%	3.3%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用	-298	-363	-925	-1,286	-2,179	-2,858
%销售收入	1.3%	1.2%	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	1,316	2,115	2,337	4,787	8,217	11,899
%销售收入	5.6%	7.2%	5.3%	5.4%	6.8%	7.5%
财务费用	-354	-538	-289	-598	-820	-1,039
%销售收入	1.5%	1.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-318	-549	-396	-779	-379	-387
公允价值变动收益	24	15	-55	-50	0	0
投资收益	103	386	528	958	1,170	640
%税前利润	11.8%	27.4%	23.2%	21.6%	14.1%	5.7%
营业利润	837	1,433	2,261	4,418	8,287	11,212
营业利润率	3.6%	4.9%	5.1%	5.0%	6.8%	7.1%
营业外收支	33	-27	13	10	10	10
税前利润	870	1,407	2,274	4,428	8,297	11,222
利润率	3.7%	4.8%	5.1%	5.0%	6.9%	7.1%
所得税	-168	-174	-424	-664	-1,245	-1,683
所得税率	19.3%	12.3%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	702	1,233	1,850	3,764	7,053	9,539
少数股东损益	62	4	46	99	128	153
归属于母公司的净利润	641	1,229	1,804	3,665	6,925	9,386
净利率	2.7%	4.2%	4.1%	4.1%	5.7%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	702	1,233	1,850	3,764	7,053	9,539
少数股东损益	62	4	46	99	128	153
非现金支出	885	1,715	1,690	2,574	2,997	3,808
非经营收益	121	-20	-361	-361	-58	729
营运资金变动	3,215	70	-2,080	1,955	-6,248	-2,927
经营活动现金净流	4,923	2,998	1,098	7,932	3,744	11,149
资本开支	-3,801	-4,687	-6,427	-10,947	-8,785	-7,285
投资	-1,310	165	-1,028	6	0	0
其他	-89	534	603	983	1,170	640
投资活动现金净流	-5,200	-3,988	-6,852	-9,958	-7,615	-6,645
股权募资	8	2,310	481	4,397	0	0
债权募资	1,082	265	8,797	-434	10,713	-382
其他	16	-913	-564	-1,859	-3,099	-4,095
筹资活动现金净流	1,106	1,662	8,714	2,104	7,613	-4,478
现金净流量	969	337	2,371	78	3,743	26

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,827	9,429	10,690	10,758	14,494	14,515
应收款项	7,414	7,498	13,280	20,475	31,641	41,311
存货	5,617	7,120	12,754	20,022	26,891	35,058
其他流动资产	3,481	4,269	5,138	5,995	7,521	9,323
流动资产	22,339	28,317	41,861	57,250	80,548	100,207
%总资产	61.2%	62.1%	65.9%	64.8%	68.4%	71.0%
长期投资	973	1,239	3,133	3,702	3,702	3,702
固定资产	10,961	12,342	14,526	20,790	26,754	30,418
%总资产	30.0%	27.1%	22.9%	23.5%	22.7%	21.5%
无形资产	841	876	1,090	2,554	2,669	2,782
非流动资产	14,152	17,276	21,679	31,099	37,175	40,950
%总资产	38.8%	37.9%	34.1%	35.2%	31.6%	29.0%
资产总计	36,491	45,592	63,540	88,349	117,723	141,157
短期借款	6,856	5,678	9,005	12,771	23,483	23,101
应付款项	10,077	16,476	20,697	35,259	45,935	59,875
其他流动负债	2,575	2,091	5,348	8,120	10,490	12,893
流动负债	19,507	24,245	35,049	56,150	79,907	95,869
长期贷款	2,604	4,108	3,006	3,806	3,806	3,806
其他长期负债	1,681	1,538	7,321	2,819	3,460	4,209
负债	23,793	29,892	45,376	62,774	87,173	103,884
普通股股东权益	11,956	15,081	17,112	24,424	29,271	35,841
其中：股本	1,758	2,068	2,074	2,168	2,168	2,168
未分配利润	1,025	2,013	3,368	5,933	10,780	17,350
少数股东权益	742	620	1,052	1,151	1,279	1,431
负债股东权益合计	36,491	45,592	63,540	88,349	117,723	141,157

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.36	0.59	0.87	1.69	3.19	4.33
每股净资产	6.80	7.29	8.27	11.27	13.50	16.54
每股经营现金净流	2.80	1.45	0.53	3.66	1.73	5.14
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.51	0.96	1.30
回报率						
净资产收益率	5.36%	8.15%	10.54%	15.00%	23.66%	26.19%
总资产收益率	1.76%	2.70%	2.84%	4.15%	5.88%	6.65%
投入资本收益率	4.79%	7.27%	5.41%	9.65%	12.07%	15.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.91%	26.14%	51.20%	99.35%	36.55%	31.14%
EBIT增长率	-8.67%	60.63%	10.51%	104.85%	71.64%	44.81%
净利润增长率	14.82%	91.90%	46.77%	103.11%	88.97%	35.54%
总资产增长率	23.25%	24.94%	39.36%	39.04%	33.25%	19.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.4	55.2	50.9	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	104.4	94.0	95.0	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	76.7	72.8	60.8	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	158.4	124.2	109.6	80.8	75.6	68.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.95%	-3.55%	32.13%	22.24%	41.46%	32.90%
EBIT利息保障倍数	3.7	3.9	8.1	8.0	10.0	11.4
资产负债率	65.20%	65.56%	71.41%	71.05%	74.05%	73.59%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	5	22	34	65
增持	0	3	6	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.38	1.21	1.23	1.00

来源：聚源数据

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
2	2022-08-26	买入	69.85	96.00

来源：国金证券研究所

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


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。

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,而不应视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