

买入 (维持)

天合光能

688599

Q3 业绩表现亮眼，借新技术东风加强一体化布局

2022年11月03日

市场数据

市场数据日期	2022/11/2
收盘价(元)	70.70
总股本(百万股)	2168
流通股本(百万股)	1323
总市值(百万元)	153248
流通市值(百万元)	93502
净资产(百万元)	25408
总资产(百万元)	84091
每股净资产(元)	11.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电新】天合光能 2021 年报及 2022 年一季报点评: 组件出货量超预期, 分布式发展势头强劲》

《【兴证电新】天合光能 公司跟踪报告: 210 组件龙头回 A 再启航, 多角度深耕下游应用场景》

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	44480	81759	112523	127769
同比增长	51.2%	83.8%	37.6%	13.5%
归母净利润(百万元)	1804	3781	6947	8969
同比增长	46.8%	109.6%	83.7%	29.1%
毛利率	14.1%	13.7%	15.4%	17.0%
净利率	4.2%	4.8%	6.3%	7.2%
净资产收益率	10.5%	15.0%	21.6%	21.8%
每股收益(元)	0.83	1.74	3.21	4.14
每股经营现金流(元)	0.51	1.09	3.04	5.74

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度实现营业总收入 582 亿元, 同比+86.1%, 实现归母净利润 24.02 亿元, 同比+107.7%, 实现扣非归母净利润 22.41 亿元, 同比+130.46%。其中, 2022 年 Q3 单季度实现营业总收入 224.7 亿元, 同比+102.8%, 实现归母净利润 11.33 亿元, 同比+151.4%, 实现扣非归母净利润 10.90 亿元, 同比+180.7%。
- **公司多项业务快速增长, Q3 业绩表现亮眼。** 2022Q3, 公司光伏组件、分布式出货量和销售收入均实现快速增长, 公司单季度总营收同比提升 102.8%, 单季度毛利率同比下降 0.7pct, 但净利率提升 0.3pct, 业绩表现优秀, 主要原因系公司营收快速增长, 规模优势显著, 各项费用率显著下降。
- **电池新技术迭代在即, 公司借机加强一体化布局。** 光伏行业正由 P 型向 N 型发展, 公司处于技术领先地位, 2022 年 8 月 24 日, 公司实验室自主研发的 210+N 型组件, 经权威第三方认证, 组件窗口效率均达到 24.24%, 再次打破世界纪录。值此行业变革之际, 公司也开始着手建立部分 N 型自主产业链, 通过青海产业园项目布局工业硅、多晶硅、硅片、电池、组件一体化产能, 确保公司 N 型 210/210R 电池组件主材料供应。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是光伏组件环节龙头厂商, 把握行业新技术迭代机遇进行一体化布局, 调整公司 2022-2024 年归母净利润预测至 37.8 亿元/69.5 亿元/89.7 亿元, 对应 2022 年 11 月 2 日 PE 分别为 40.5 倍/22.1 倍/17.1 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业政策变化; 政策效果不及预期; 下游需求不及预期; 原材料价格持续上行; 宏观经济波动; 海外政策变动风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	41861	71288	95220	105906
货币资金	10690	19622	27005	30665
交易性金融资产	430	430	430	430
应收票据及应收账款	10467	19240	26479	30067
预付款项	2102	3882	5236	5834
存货	12754	20779	27093	29140
其他	5419	7335	8975	9770
非流动资产	21679	26503	33856	39886
长期股权投资	2048	2048	2048	2048
固定资产	13361	17507	22804	27833
在建工程	1165	1583	2791	3396
无形资产	894	845	797	748
商誉	154	154	154	154
长期待摊费用	42	42	42	42
其他	4014	4324	5220	5664
资产总计	63540	97791	129076	145791
流动负债	35049	67174	92418	100972
短期借款	6647	19864	29862	31540
应付票据及应付账款	18708	35268	47576	53002
其他	9693	12042	14981	16431
非流动负债	10327	4270	3165	2063
长期借款	3006	1904	801	-301
其他	7321	2366	2364	2364
负债合计	45376	71444	95583	103036
股本	2074	2168	2168	2168
资本公积	11514	16150	16150	16150
未分配利润	3368	6672	13619	22588
少数股东权益	1052	1190	1388	1682
股东权益合计	18164	26347	33492	42755
负债及权益合计	63540	97791	129076	145791

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1804	3781	6947	8969
折旧和摊销	1279	1824	2543	3415
资产减值准备	279	268	496	228
资产处置损失	97	0	0	0
公允价值变动损失	55	0	0	0
财务费用	561	1215	1915	2209
投资损失	-963	-803	-1527	-1226
少数股东损益	46	138	198	294
营运资金的变动	-2260	-3322	-3074	-1011
经营活动产生现金流量	1098	2366	6600	12434
投资活动产生现金流量	-6852	-4684	-7473	-7774
融资活动产生现金流量	8714	11250	8256	-1001
现金净变动	2371	8932	7383	3659
现金的期初余额	4173	10690	19622	27005
现金的期末余额	6543	19622	27005	30665

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	44480	81759	112523	127769
营业成本	38191	70536	95152	106004
税金及附加	137	252	347	394
销售费用	1408	2179	2998	3405
管理费用	1483	2317	3189	3621
研发费用	925	1409	1955	2347
财务费用	289	1215	1915	2209
其他收益	222	0	0	0
投资收益	528	803	1527	1226
公允价值变动收益	-55	0	0	0
信用减值损失	-117	0	0	0
资产减值损失	-279	0	0	0
资产处置收益	-86	0	0	0
营业利润	2261	4653	8493	11015
营业外收入	36	36	36	36
营业外支出	24	24	24	24
利润总额	2274	4666	8506	11027
所得税	424	747	1361	1764
净利润	1850	3919	7145	9263
少数股东损益	46	138	198	294
归属母公司净利润	1804	3781	6947	8969
BPS(元)	0.83	1.74	3.21	4.14

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	51.2%	83.8%	37.6%	13.5%
营业利润增长率	57.7%	105.8%	82.5%	29.7%
归母净利润增长率	46.8%	109.6%	83.7%	29.1%
盈利能力				
毛利率	14.1%	13.7%	15.4%	17.0%
净利率	4.2%	4.8%	6.3%	7.2%
ROE	10.5%	15.0%	21.6%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	71.4%	73.1%	74.1%	70.7%
流动比率	1.19	1.06	1.03	1.05
速动比率	0.83	0.75	0.74	0.76
营运能力				
资产周转率	81.5%	101.4%	99.2%	93.0%
应收帐款周转率	657.5%	659.2%	589.5%	541.2%
存货周转率	377.0%	414.0%	391.2%	371.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.83	1.74	3.21	4.14
每股经营现金	0.51	1.09	3.04	5.74
每股净资产	7.89	11.61	14.81	18.95
估值比率(倍)				
PE	84.9	40.5	22.1	17.1
PB	9.0	6.1	4.8	3.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn