

天合光能 (688599.SH)

组件出货稳步增长，加强一体化产业链布局

买入

核心观点

营收利润大幅提升。公司前三季度实现营业收入 581.98 亿元，同比+86%；实现归母净利润 24.02 亿元，同比+108%；实现扣非归母净利润 22.41 亿元，同比+130.5%。2022Q3 单季度实现营业收入 224.68 亿元，同比+103%，环比+9.8%；Q3 实现归母净利润 11.33 亿元，同比+151%，环比+56%；Q3 实现扣非归母净利润 10.90 亿元，同比+181%，环比+65%。

产能持续扩张，出货稳步增长。产能方面，公司预期 2022 年底电池/组件产能达到 50/65GW，比去年年底分别增长 43%/30%，其中 210/210R 产能的占比预计超过 90%。电池自供率进一步提升至 77%。此外，公司 9 月公告拟在淮安建设年产 15GW 高效电池和 15GW 组件产能，扩大公司在电池组件环节的产能。公司前三季度组件出货量约 28.5-29.0GW，其中 Q1 出货 8GW 左右，Q2 出货 10GW 左右，Q3 出货约 10.5-11GW。预计全年出货量可达 40GW 以上。

加强一体化、N 型化产业链布局。公司于 7 月与青海省政府签署协议，规划建设从上游到下游的全产业链光伏产业园，包括年产 30 万吨工业硅、年产 15 万吨高纯多晶硅、年产 35GW 单晶硅、年产 10GW 切片、年产 10GW 电池、年产 10GW 组件以及 15GW 组件辅材生产线。青海产业园新增产能布局均为新一代 N 型配套产能，目前规划为 TOPCon 技术路线，其中 20GW 拉晶产能有望于 2022 年底开始贡献产出。

分布式系统和支架业务规模持续高增。今年前三季度，国内光伏新增装机 52.6GW，其中集中式电站 17.3GW，户用光伏 16.6GW，工商业分布式 18.7GW。分布式光伏占比高达 67%。公司前三季度分布式光伏系统出货 3.5-4GW，其中单三季度约 1.5-2GW，2021 年全年出货约 2GW。支架业务方面，2022 年前三季度已实现近 3GW 出货，其中 Q3 约 1GW，2021 年公司全年出货约 2GW。分布式系统和支架业务实现高速增长。

风险提示：光伏需求不达预期；市场竞争加剧；原材料成本下降不达预期；技术迭代风险；新产能投产不达预期；疫情与贸易摩擦风险。

投资建议：维持公司盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年归母净利润 35.9/60.9/76.5 亿元，同比增速 98.8%/69.8%/25.6%，当前股价对应 PE 为 43.2/25.4/20.3x。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,418	44,480	84,292	102,807	124,472
(+/-%)	26.1%	51.2%	89.5%	22.0%	21.1%
净利润(百万元)	1229	1804	3587	6092	7651
(+/-%)	91.9%	46.8%	98.8%	69.8%	25.6%
每股收益(元)	0.59	0.87	1.65	2.81	3.53
EBIT Margin	7.2%	5.3%	5.3%	7.0%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	10.9%	16.6%	21.6%	22.4%
市盈率 (PE)	120.3	81.9	43.2	25.4	20.3
EV/EBITDA	54.6	53.7	37.1	25.2	20.9
市净率 (PB)	9.42	8.14	5.93	4.90	4.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cnwangxinyu6@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王昕宇

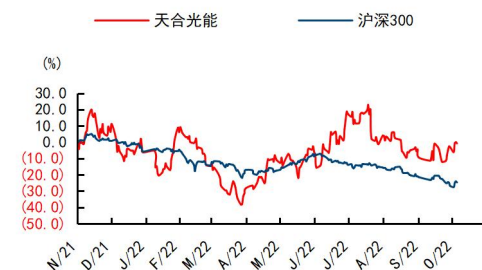
021-60375422

S0980522090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	70.21 元
总市值/流通市值	152215/92888 百万元
52 周最高价/最低价	88.33/42.82 元
近 3 个月日均成交额	1359.06 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

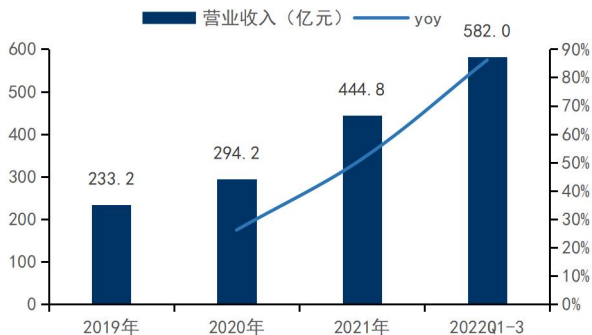
相关研究报告

《天合光能 (688599.SH) - 多项业务出货高增，加强一体化 N 型产能布局》——2022-08-30

《天合光能 (688599.SH) - 210 组件领军企业，多元化业务协同发展》——2022-05-19

营收利润大幅提升。公司前三季度实现营业收入 581.98 亿元，同比+86%；实现归母净利润 24.02 亿元，同比+108%；实现扣非归母净利润 22.41 亿元，同比+130.5%。2022Q3 单季度实现营业收入 224.68 亿元，同比+103%，环比+9.8%；Q3 实现归母净利润 11.33 亿元，同比+151%，环比+56%；Q3 实现扣非归母净利润 10.90 亿元，同比+181%，环比+65%。

图1：营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



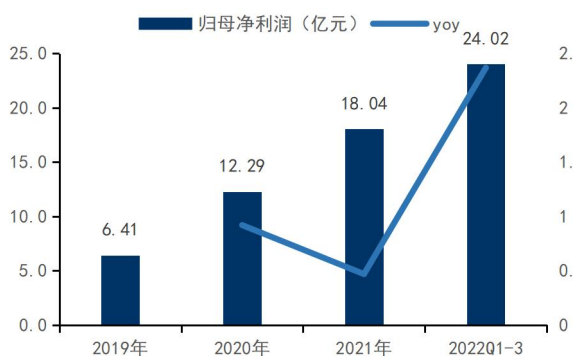
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：季度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）

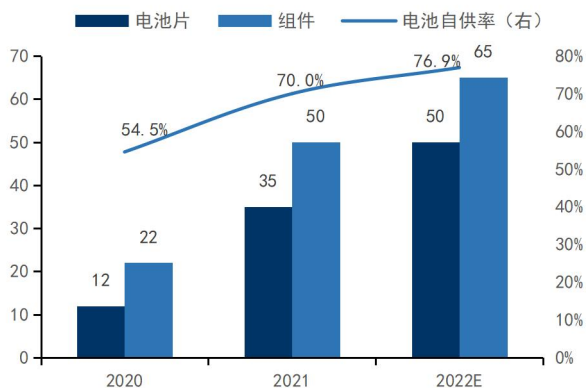


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能持续扩张，出货稳步增长。产能方面，公司预期 2022 年底电池/组件产能达到 50/65GW，比去年年底分别增长 43%/30%，电池自供率进一步提升至 77%。公司前三季度组件出货量约 28.5-29.0GW，其中 Q1 出货 8GW 左右，Q2 出货 10GW 左右，Q3 出货约 10.5-11GW。

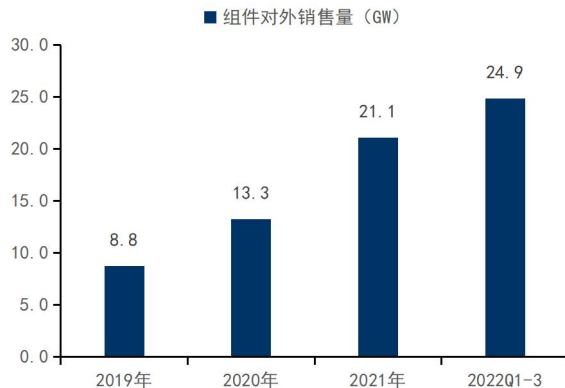
一体化产业链延伸布局。公司于 7 月与青海省政府签署协议，规划建设从上游到下游的全产业链光伏产业园。拟在西宁经济技术开发区投资建设天合光能（西宁）新能源产业园项目，包括年产 30 万吨工业硅、年产 15 万吨高纯多晶硅、年产 35GW 单晶硅、年产 10GW 切片、年产 10GW 电池、年产 10GW 组件以及 15GW 组件辅材生产线。其中 20GW 拉晶产能有望于 2022 年底投产。此外，公司 9 月公告拟在淮安建设年产 15GW 高效电池和 15GW 组件产能，扩大公司在电池组件环节的产能，强化公司在 N 型电池技术领域的竞争力。

图5：电池组件年底产能（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

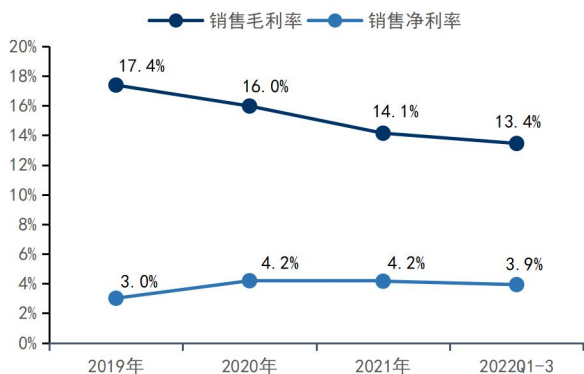
图6：组件出货量（GW，不含内部使用）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

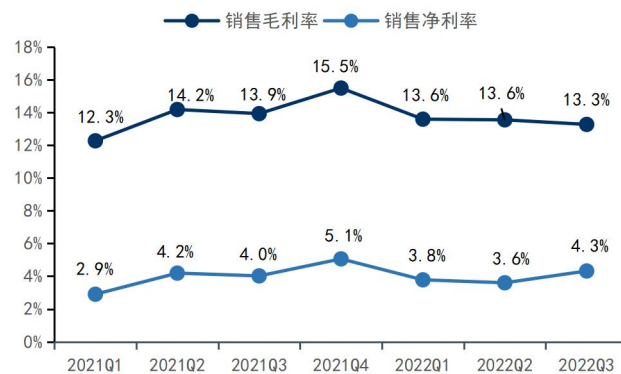
毛利率和净利率相对稳定。2022 年前三季度，公司整体销售毛利率为 13.4%，比 2021 全年下降 0.7pct。分季度来看，22Q3 毛利率为 13.3%，在硅料价格持续上升的背景下仍保持稳定。净利率方面，2022 前三季度销售净利率 3.9%，比 2021 全年下降 0.3pct；其中 22Q3 销售净利率 4.3%，环比提升 0.7pct。

图7：2019-2022Q1-3 毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

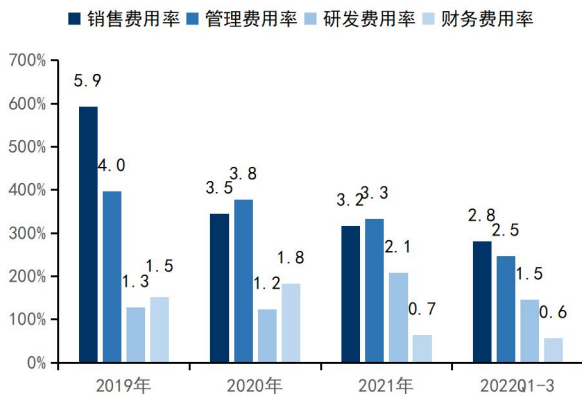
图8：2021Q4-2022Q3 季度毛利率和净利率



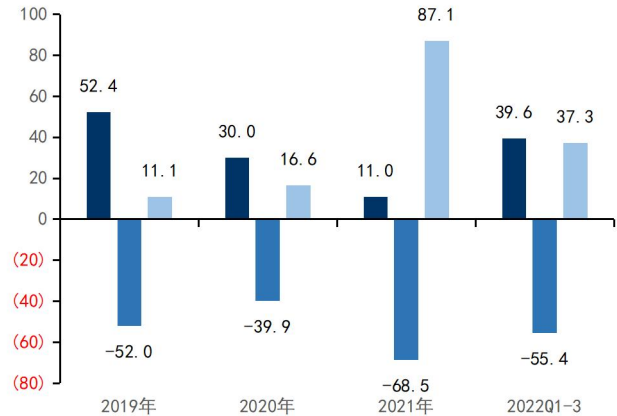
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率方面，上半年公司销售费用率分别为 2.8%，比 2021 全年下降 0.4pct；管理费用率 2.4%，比 2021 全年下降 0.9pct；财务费用率 1.0%，比 2021 全年提升 0.3pct；研发费用率 1.7%，比 2021 全年下降 0.4pct。四项费用总和为 7.9%，比 2021 全年降低 1.4pct。

现金流方面，2022H1 公司经营性净现金 15.45 亿元，比去年同期大幅提升 1136%；投资性净现金流-31.33 亿元，同比扩大 9.3%；融资性净现金流 80.1 亿元，同比提升 58.6%。经营性流入、融资性流入均明显加大，投资性支出维持高位，显示公司仍处在快速扩张阶段。

图9：各项费用率（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：现金流情况（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我们预计天合光能 2022/2023/2024 年出货量（不含内部业务使用）为 37.3/49.2/61.3GW，同比增速 76.7%/32.2%/24.4%。

表1：天合光能主营业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
组件业务（对外销售）					
销售量（GW）	13.3	21.1	37.3	49.2	61.3
增速	51.3%	58.8%	76.7%	32.2%	24.4%
收入（百万元）	22053	34395	65254	79441	95893
增速	34.5%	56.0%	89.7%	21.7%	20.7%
毛利（百万元）	3285	4274	8155	11551	14181
增速	16.4%	30.1%	90.8%	41.6%	22.8%
毛利率	14.9%	12.4%	12.5%	14.5%	14.8%
单瓦毛利（元/W）	0.25	0.20	0.22	0.23	0.23
光伏系统业务					
收入（百万元）	6096	8058	15324	18100	22122
增速		32.2%	90.2%	18.1%	22.2%
毛利（百万元）	820	1191	2275	2585	3073
增速		45.2%	91.0%	13.6%	18.9%
毛利率	13.5%	14.8%	14.8%	14.3%	13.9%
智慧能源业务					
收入（百万元）	918	1000	1769	2891	3582
增速		9.0%	76.9%	63.5%	23.9%
毛利（百万元）	557	530	258	341	379
增速		-4.8%	-51.3%	32.0%	11.2%
毛利率	60.8%	53.1%	14.6%	11.8%	10.6%
合计					
收入（百万元）	29067	43453	82346	100432	121597
增速		49.5%	89.5%	22.0%	21.1%
毛利（百万元）	4663	5996	10688	14476	17633
增速		28.6%	78.3%	35.4%	21.8%
毛利率	16.0%	13.8%	13.0%	14.4%	14.5%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持公司盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年归母净利润 35.9/60.9/76.5 亿元，同比增速 98.8%/69.8%/25.6%，当前股价对应 PE 为 43.2/25.4/20.3x。

表2: 同类公司估值比较 (11 月 2 日)

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688599. SH	天合光能	70.70	1.65	2.81	3.53	42.7	25.2	20.0	6.3	1,532
601012. SH	隆基股份	51.56	1.92	2.51	3.12	26.9	20.5	16.5	6.8	3,909
002459. SZ	晶澳科技	69.34	1.91	2.95	3.56	36.3	23.5	19.5	6.5	1,633
688223. SH	晶科能源	17.78	0.28	0.55	0.71	63.5	32.3	25.0	7.0	1,778

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测 (其中隆基绿能预期 EPS 数据来自 Wind 一致预期, 其他公司预期 EPS 为国信证券经济研究所预测)

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9429	10690	10000	10000	10000	营业收入	29418	44480	84292	102807	124472
应收款项	4232	10467	19630	22533	28987	营业成本	24719	38191	73351	87988	106422
存货净额	7120	12754	21939	26758	32397	营业税金及附加	97	137	253	308	373
其他流动资产	4961	4495	7335	7919	8514	销售费用	1015	1408	2697	3290	3983
流动资产合计	28317	41861	65083	73680	86599	管理费用	1109	1483	2276	2467	2863
固定资产	12342	14526	16525	17751	18948	研发费用	363	925	1264	1542	1618
无形资产及其他	649	894	908	923	937	财务费用	538	289	379	372	244
其他长期资产	3840	4211	6743	7196	7468	投资收益	386	528	500	800	450
长期股权投资	444	2048	2048	2048	2048	资产减值及公允价值变动	(549)	(396)	(300)	(300)	(200)
资产总计	45592	63540	91308	101597	115999	其他收入	569	477	350	300	200
短期借款及交易性金融负债	5678	9005	11875	7633	4283	营业利润	1433	2261	4321	7339	9218
应付款项	15031	18708	35440	42554	51547	营业外净收支	(27)	13	0	0	0
其他流动负债	2416	5294	7684	8284	8910	利润总额	1407	2274	4321	7339	9218
流动负债合计	24245	35049	59213	63611	70963	所得税费用	174	424	648	1101	1383
长期借款及应付债券	4108	7951	3006	3006	3006	少数股东损益	4	46	86	147	184
其他长期负债	1538	2376	2963	3333	3766	归属于母公司净利润	1229	1804	3587	6092	7651
长期负债合计	5646	10327	5969	6339	6772	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	29892	45376	65181	69950	77735	净利润	1229	1804	3587	6092	7651
少数股东权益	620	1052	1138	1285	1469	资产减值准备	(329)	(279)	(200)	(200)	(100)
股东权益	15081	17112	24988	30362	36795	折旧摊销	1143	1264	1487	1698	1896
负债和股东权益总计	45592	63540	91308	101597	115999	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	538	289	379	372	244
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	2721	(5291)	(2618)	43	(2217)
每股收益	0.59	0.87	1.65	2.81	3.53	其它	(1767)	3600	752	289	512
每股红利	0.18	0.24	0.33	0.56	0.71	经营活动现金流	2998	1098	3008	7922	7742
每股净资产	7.59	8.78	12.05	14.60	17.65	资本开支	(4732)	(6492)	(3500)	(2938)	(3108)
ROIC	8%	7%	12%	17%	21%	其它投资现金流	744	(360)	(2033)	347	178
ROE	9%	11%	17%	22%	22%	投资活动现金流	(3988)	(6852)	(5533)	(2591)	(2929)
毛利率	16%	14%	13%	14%	15%	权益性融资	2109	599	4788	0	0
EBIT Margin	7%	5%	5%	7%	7%	负债净变化	298	8777	(2075)	(4242)	(3350)
EBITDA Margin	11%	8%	7%	9%	9%	支付股利、利息	(207)	(372)	(499)	(717)	(1218)
收入增长	26%	51%	90%	22%	21%	其它融资现金流	(1206)	4934	2870	(4242)	(3350)
净利润增长率	92%	47%	99%	70%	26%	融资活动现金流	1662	8714	1835	(5331)	(4813)
资产负债率	66%	71%	71%	69%	67%	现金净变动	672	2960	(690)	0	0
息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	5827	9429	10690	10000	10000
P/E	120.3	81.9	43.2	25.4	20.3	货币资金的期末余额	9429	10690	10000	10000	10000
P/B	9.4	8.1	5.9	4.9	4.0	企业自由现金流	986	(8617)	(848)	4933	4402
EV/EBITDA	54.6	53.7	37.1	25.2	20.9	权益自由现金流	812	(5021)	1699	375	844

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032