

2022年11月09日

证券研究报告|公司研究|公司点评

# 天合光能 (688599)

## Q3 业绩超预期, N-TOPCon 电池+分布式蓄势待发, 储备储能+钙钛矿

### ◆ Q3 业绩超预期, 现金流情况好转

Q1~3 公司营收 581.98 亿元, 同比+86.1%, 归母净利润 24.02 亿元, 同比+107.7%, 毛利率 13.4%, 净利率 3.9%。Q3 单季度营收 224.68 亿, 同比+102.8%, 归母净利润 11.3 亿, 同比/环比+151.4%/+56.0%, 毛利率 13.3%, 净利率 4.3%, Q3 单季度经营性现金流净额 24.10 亿, 去年同期为 4.29 亿, 现金流情况好转主要系光伏需求旺盛, 产品量价齐升。

### ◆ 光伏行业景气度高企, 集中式光伏电站有望成新增长点

光伏行业整体处于高速发展期, 需求旺盛。据 CPIA 预测, 2022/2023 年全球预计新增光伏装机量为 240/275GW、同比+80.5%/+14.6%。其中中国 2022 年预计新增光伏装机量为 90GW、同比+69.9%。光伏电站装机增长明显提升, 据国家能源局, 2022 前三季度中国光伏新增并网容量达 52.6GW、同比+105.8%, 其中新增电站并网 17.27GW、同比+88.8%。随着硅料降价预期兑现, 结合中国地面电站装机落地和美国 IRA 法案正式实施, 全球光伏电站装机有望重新领跑。

### ◆ 主营业务量价齐升, 渠道优势助力业务全球布局

据 InfoLink 数据, 上半年公司组件市占率达到 15%, 升至行业第二。前三季度组件出货 28.79GW, Q1/Q2/Q3 出货量分别为 7.80/10.25/10.74GW、逐季增长, 单瓦售价分别约为 1.81/1.85/1.86 元, 单瓦毛利分别约为 0.21/0.22/0.21 元, 单瓦售价和单瓦盈利均维持稳定, 原材料涨价基本传导至下游。

公司在全球均有经销网络布局, 已构筑渠道优势。2021 年中国/欧洲/美国/其他地区光伏产品销售收入占比分别为 37.5%/20.0%/10.5%/29.7%, 全球均衡布局有助于公司享受主要经济体清洁能源红利、避开地区性政策风险。

### ◆ 发力 N-TOPCon+大尺寸路线, 产能稳步释放助力业绩高增

公司积极向 N-TOPCon 路线靠拢, 宿迁 8GW N-TOPCon 电池产能于下半年正式达产; 同时公司积极推动基于 210 技术平台的大尺寸电池组件产品, 预计至今年底 210 电池产能占比将超过 9 成。

进入 Q3 以来, 公司强化原材料供应环节, 与南玻集团签订长协, 2023~2026 年采购硅料约 7 万吨; 同时持续巩固一体化产能。硅棒环节, 拟发行可转债募资 89 亿布局 35GW N 型硅棒产能; 电池及组件环节, 公司与淮安经开区签订协议, 拟投资 60 亿元建设 15GW 电池和 15GW 组件。另外, 今年 6 月公布西宁产能布局 (年产 30 万吨工业硅、15 万吨高纯多晶硅、35GW 单晶硅、10GW 切片、10GW 电池、10GW 组件、15GW 组件辅材, 且均为 N 型路线), 公司披露规划电池/组件产能均为 25GW。预计今年底公司电池/组件产能分别达到 50GW/65GW, 组件出货量约 43GW, 若 2023 年产能充分利用则组件出货量增速将超过 50%。

### ◆ 分布式业务稳健增长, 储备储能/HJT 电池/BIPV/钙钛矿-晶硅叠层多项技术

报告期内, 公司分布式智慧能源业务快速增长, 其中户用光伏系统带来主要增量。H1 和 Q3 单季度户用光伏系统出货分别为 1.6GW 和 1.0~1.1GW。随着下游需求提升, 公司分布式智慧能源业务预计保持较高增速, 盈利能力持续改善。

公司持续发力储能业务, 预计今年实现 GWh 级别的出货量。随着合资公司电芯产能的逐步释放, 公司光储一体协同优势, 叠加储能终端市场需求的提升, 公司储能板块业务有望迅速增长。新技术储备上, 公司目前拥有 HJT 组件中试线, 率先完成 210HJT 组件全套认证; 推出 BIPV 产品, 将产品应用场景拓展至智慧新能源领域; 同时新一代钙钛矿/晶硅叠层两端叠层电池实验室效率已经达到 29.2%。

### ◆ 投资建议

光伏发电需求持续提升, 光伏行业维持高景气度。公司持续强化光伏一体化格局, N-TOPCon 产能释放稳健; 同时积极切入光伏系统与储能业务, 依托主业优势形成协同效应, 盈利能力有望改善。我们预测公司 2022~2024 年归母净利润分别为 36.26/61.54/81.98 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价为 99.36 元、对应 PE 值分别为 59.40/35.00/26.27。

### ◆ 风险提示

全球经济形式不景气, 光伏市场扩张不及预期; 国内光伏政策发生改变; 公司产能投放节奏不及预期; 汇率与原材料价格波动影响公司业绩。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	29417.97	44480.39	86529.21	113818.58	141212.74
增长率 (%)	26.14	51.20	94.53	31.54	24.07
归母净利润 (百万元)	1229.28	1804.23	3625.66	6153.67	8197.65
增长率 (%)	91.90	46.77	100.95	69.73	33.22
毛利率 (%)	15.97	14.14	13.43	15.01	15.46
每股收益 (元)	0.57	0.83	1.67	2.84	3.78
市盈率 PE	129.96	88.54	44.06	25.96	19.49
市净率 PB	10.59	9.52	8.27	6.77	5.44
净资产收益率 ROE (%)	5.36	8.15	10.54	18.45	25.69

资料来源: iFind, 中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2022年11月08日

收盘价(元): 73.70

目标价(元): 99.36

### 公司基本数据

总股本(百万股) 2,167.59

总市值(百万) 159,751.19

流通股本(百万股) 1,323.31

流通市值(百万) 97,528.09

12月最高/最低价(元) 88.33/42.82

资产负债率(%) 69.79

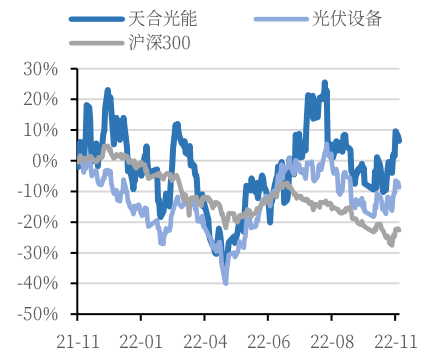
每股净资产(元) 11.25

市盈率(TTM) 52.38

市净率(PB) 6.51

净资产收益率(%) 4.64

### 股价走势图



### 作者

曾帅 分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

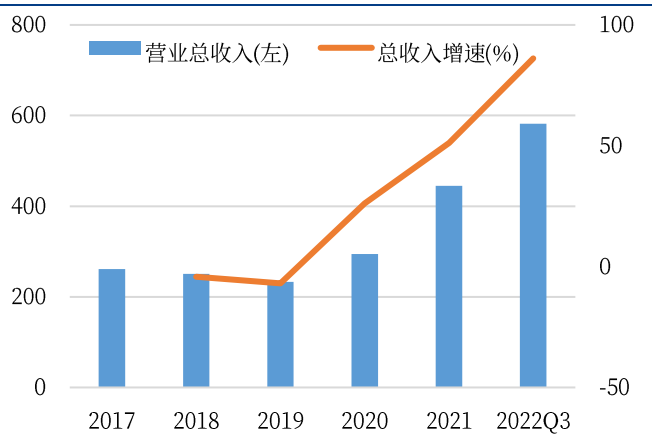
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

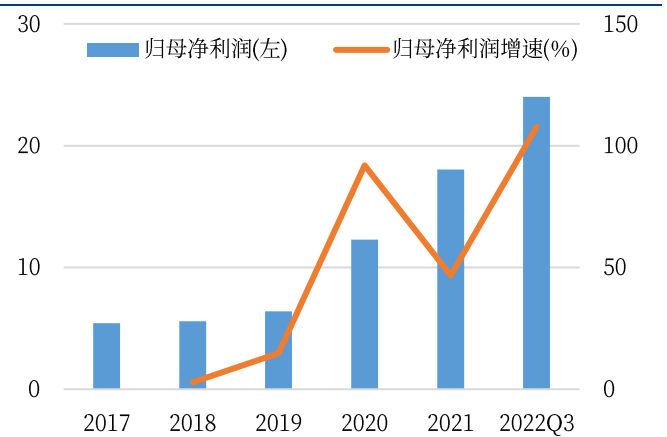
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

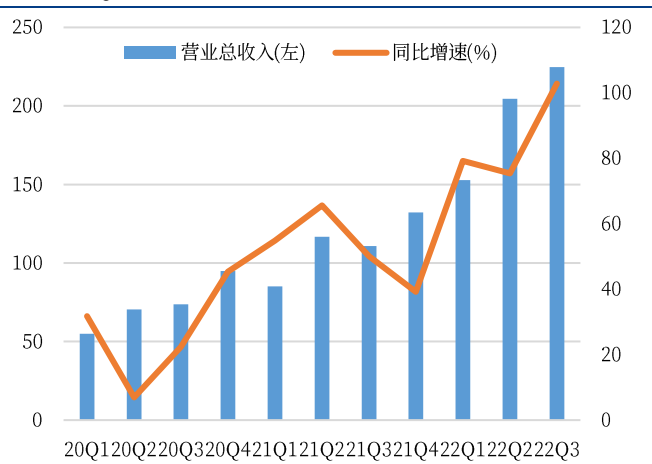
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

**图1 公司营收持续高增长（亿元）**


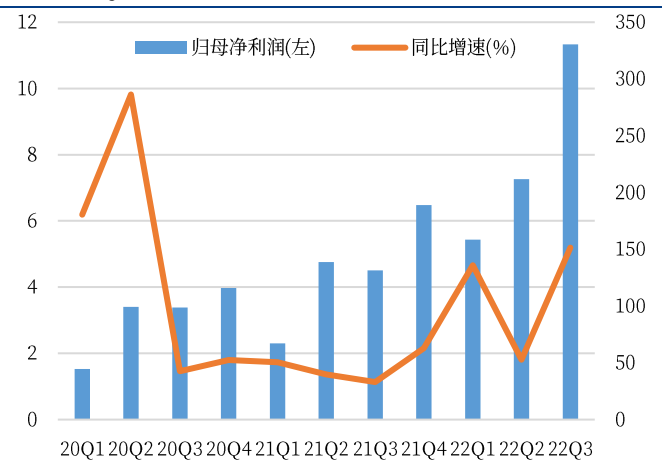
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 20年开始公司归母净利润快速增长（亿元）**


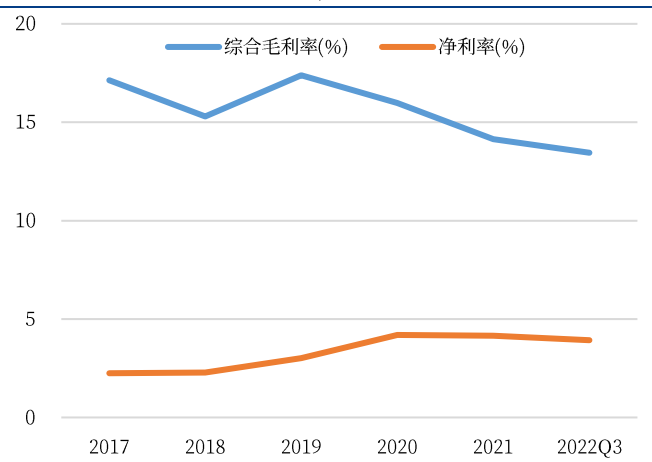
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 21Q3开始公司营收逐季增长（亿元）**


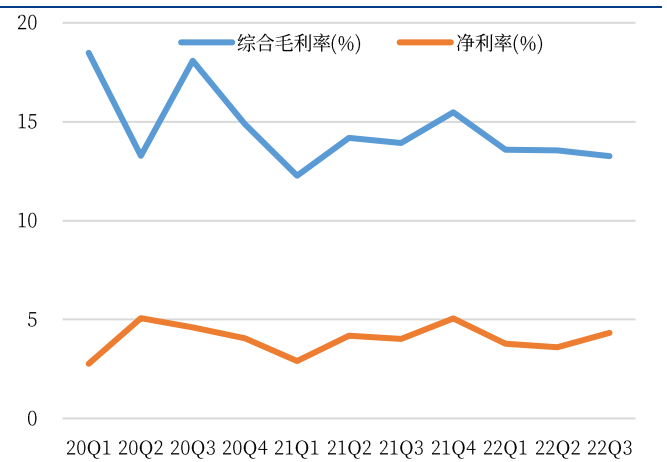
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图4 22Q3公司归母净利润大幅增长（亿元）**


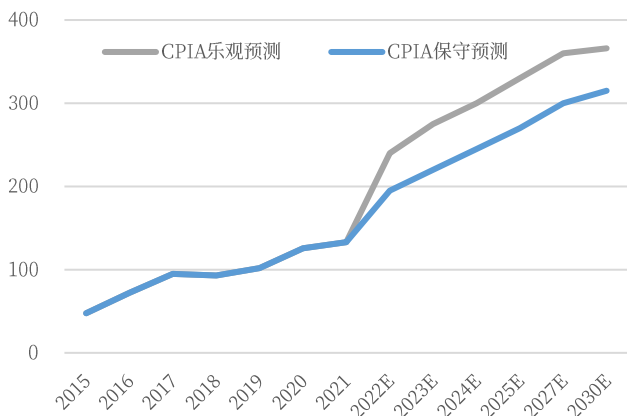
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图5 公司成本控制能力提高，净利率企稳回升**


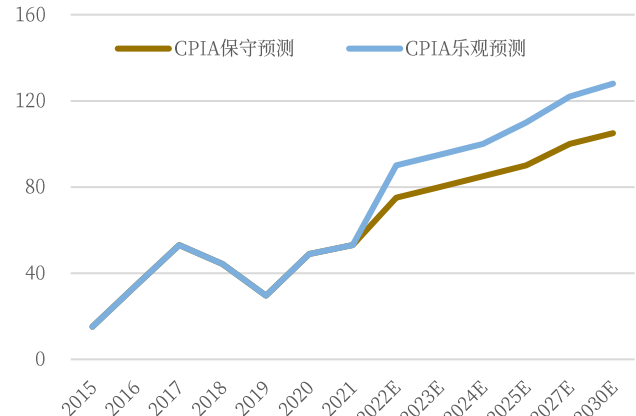
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图6 近6个季度公司毛利率和净利率较为稳定**


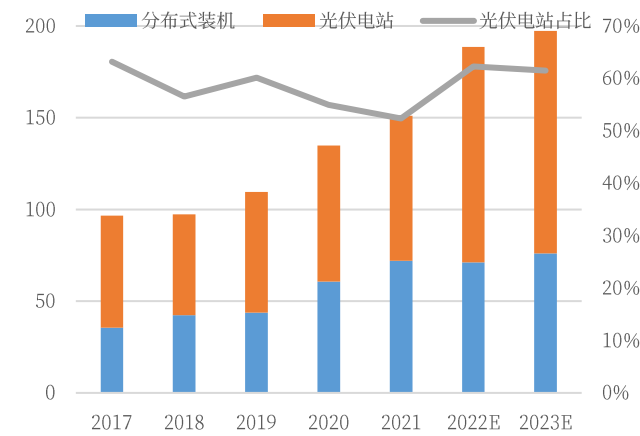
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图7 全球光伏新增装机预测 (GW)**


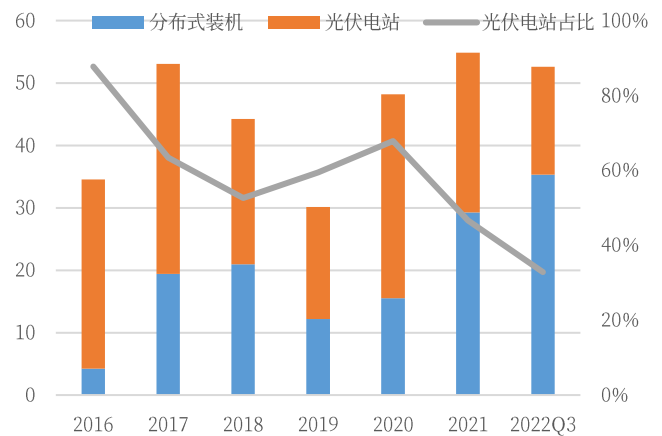
资料来源：国家能源局，中航证券研究所

**图8 中国光伏新增装机预测 (GW)**


资料来源：CPIA，中航证券研究所

**图9 全球光伏新增装机结构 (GW)**


资料来源：IEA，中航证券研究所

**图10 中国光伏新增装机结构 (GW)**


资料来源：CPIA，中航证券研究所

**表1 可比公司估值**

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
隆基绿能	51.32	3950.80	1.68	1.93	2.52	3.12	30.57	26.66	20.37	16.43
晶澳科技	71.26	1672.15	1.27	1.95	2.98	3.84	55.91	36.50	23.90	18.56
晶科能源	18.59	1874.00	0.14	0.27	0.54	0.71	130.27	68.50	34.36	26.07
可比公司平均							72.25	43.89	26.21	20.35
天合光能	73.70	1619.19	0.87	1.70	3.05	4.03	84.70	43.39	24.17	18.31

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：采用 11 月 8 日收盘价，可比公司预测来源为 Wind 一致预测

**表2 公司主营业务拆分与预测（亿元）**

		2021	2022E	2023E	2024E
光伏产品	营收	343.95	666.00	875.00	1054.00
	成本	301.21	630.00	825.00	992.00
	毛利润	42.74	79.25	122.50	152.83
	毛利率	12.4%	11.9%	14.0%	14.5%
系统产品	营收	45.64	133.33	181.18	252.00
	成本	37.82	109.33	148.57	206.64
	毛利润	7.82	24.00	32.61	45.36
	毛利率	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%
电站业务	营收	34.94	38.43	42.27	46.50
	成本	30.85	34.01	37.41	41.15
	毛利润	4.09	4.42	4.86	5.35
	毛利率	11.7%	11.5%	11.5%	11.5%
发电与运维	营收	8.38	9.22	10.15	11.16
	成本	3.25	3.69	4.06	4.46
	毛利润	1.34	1.10	1.78	2.46
	毛利率	11.0%	7.0%	8.0%	9.0%
智能微网与多能系统	营收	1.61	8.06	16.13	32.25
	成本	1.44	7.10	14.03	27.41
	毛利润	0.17	0.97	2.10	4.84
	毛利率	10.7%	12.0%	13.0%	15.0%
其他业务	营收	10.27	10.25	13.46	16.22
	成本	7.33	8.20	10.77	12.97
	毛利润	2.94	2.05	2.69	3.24
	毛利率	28.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营收	444.80	865.29	1138.19	1412.13
	成本	381.91	749.07	967.34	1193.81
	毛利润	62.90	116.22	170.85	218.31
	毛利率	14.1%	13.4%	15.0%	15.5%

资料来源：Wind，中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637