

## 业绩预告点评：组件单瓦盈利环比提升，分布式系统增长亮眼

买入（维持）

2022年01月19日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006  
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29,418	51,066	86,935	115,698
同比（%）	26.14%	73.59%	70.24%	33.09%
归母净利润（百万元）	1229	1906	3807	5154
同比（%）	91.90%	55.04%	99.76%	35.38%
每股收益（元/股）	0.59	0.92	1.84	2.49
P/E（倍）	38.95	85.85	42.97	31.74

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年业绩预告，公司预计 2021 年实现归母净利润 17.2-20.5 亿元，同增 39.9-66.8%，其中 2021Q4 实现归母净利润 5.64-8.94 亿元，同增 41.7-124.6%，环增 25.1-98.2%。鉴于 2021Q4 组件售价提升，硅片价格下行，户用装机超预期，我们预计公司业绩在中值偏上，则 2021 年归母净利润 18.5-19 亿元，略超市场预期。
- **2021Q4 单瓦盈利环比提升，看好 2022 年量利双升。**我们预计公司 2021 年组件出货 25GW 左右，同增 56%，其中 2021Q4 出货 8GW 左右，同增 31%，环增 27%。在硅料价格维持高位的情况下，公司组件单瓦盈利超市场预期，原因：1) 硅片价格从 2021 年 11 月中开始下行，让利下游；2) 大尺寸占比提升，盈利结构改善。我们预计到 2021 年底公司拥有电池、组件产能 35GW、50GW，同比+180%、+125%，电池组件一体化比例提升至 70%。扩产加速一体化布局，我们预计公司 2022 年组件出货 40-50GW，市占率提升至 18% 左右，叠加硅料价格下行，看好 2022 年组件量利双升。
- **分布式光伏系统增长亮眼，成为业绩新动能。**我们预计公司 2021 年分布式系统出货 1.8-2GW，其中 2021Q4 约 0.5-0.6GW。国内 2022Q1 分布式光伏推进如火如荼，我们预计 2022 年将达 45GW+（户用 30GW+，工商业 15GW+），公司前瞻布局、充分受益，我们预计公司 2022 年分布式系统出货 4GW，增长潜力大。
- **跟踪支架短期承压，2022 年盈利反转。**我们预计公司 2021 年跟踪支架出货 1.8-2GW，其中 2021Q4 出货约 0.6-0.8GW，但因钢材价格的快速上涨，有量无利，处于盈利底部，我们预计 2022 年需求起量+跟踪支架渗透率提升，我们预计 2022 年出货将提升至 4GW，且盈利将有所修复。
- **盈利预测与投资评级：**基于成本上升、竞争加剧，我们下调 2021 年公司盈利，同时基于 2022 年光伏需求超预期、户用分布式快速增长，公司分布式光伏系统发力，我们上调 2022 年和 2023 年盈利预测，我们预计 2021-2023 年归母净利润为 19.1/38.1/51.5 亿，（前值为 20.72/35.67/45.33 亿元），同增 55%/100%/35%，对应 PE 为 85.85/42.97/31.74 倍。我们给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应目标价 82.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，政策不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	67.26
一年最低/最高价	15.56/87.30
市净率(倍)	8.66
流通 A 股市值(百万元)	82009.80

### 基础数据

每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	72.40
总股本(百万股)	2073.67
流通 A 股(百万股)	1219.30

### 相关研究

- 1、《天合光能 (688599)：天合光能 2021 三季报点评：210 占比持续提升，户用系统增长亮眼》2021-10-28
- 2、《天合光能 (688599)：组件盈利超市场预期，分布式光伏系统增长亮眼》2021-08-25
- 3、《天合光能 (688599)：2021 年一季报点评：盈利能力好于预期，海外高增长》2021-04-29

**公司发布 2021 年业绩预告：**公司预计 2021 年实现归母净利润 17.2-20.5 亿元，同增 39.9-66.8%，其中 2021Q4 实现归母净利润 5.64-8.94 亿元，同增 41.7-124.6%，环增 25.1-98.2%。鉴于 2021Q4 组件售价提升，硅片价格下行，户用装机超预期，我们预计公司业绩在中值偏上，则 2021 年归母净利润 18.5-19 亿元，略超市场预期。

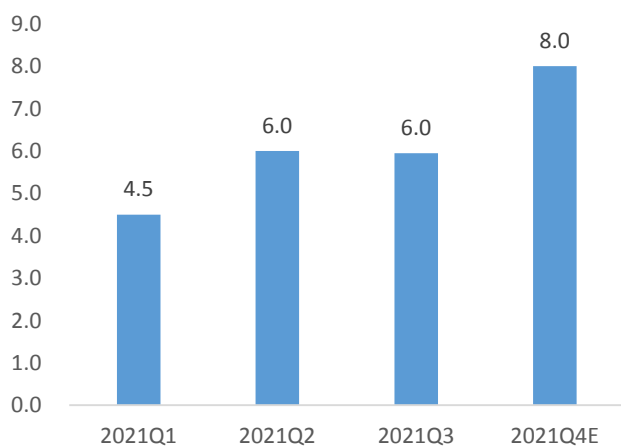
表 1：公司预计 2021 年实现归母净利润 17.2-20.5 亿元，同增 39.9-66.8%（亿元，%）

天合光能	2021E	2020	同比	2021Q4E	2020Q4	同比	2021Q3	环比
归母净利润	17.2-20.5	12.29	39.9%-66.8%	5.64-8.94	3.98	41.7%-124.6%	4.51	25.1%-98.2%
扣非净利润	14.73-18.03	11.12	32.5%-62.1%	5.01-8.31	3.55	41.1%-134.1%	3.88	29.1%-114.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

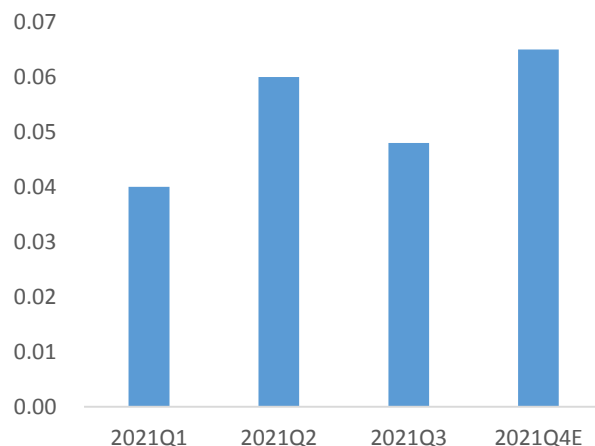
**2021Q4 单瓦盈利环比提升，看好 2022 年量利双升。**我们预计公司 2021 年组件出货 25GW 左右，同增 56%，其中 2021Q4 出货 8GW 左右，同增 31%，环增 27%。在硅料价格维持高位的情况下，公司组件单瓦盈利超市场预期，原因：1）硅片价格从 2021 年 11 月中开始下行，让利下游；2）大尺寸占比提升，盈利结构改善。我们预计到 2021 年底公司拥有电池、组件产能 35GW、50GW，同比+180%、+125%，电池组件一体化比例提升至 70%。扩产加速一体化布局，我们预计公司 2022 年组件出货 40-50GW，市占率提升至 18%左右，叠加硅料价格下行，看好 2022 年组件量利双升。

图 1：公司组件季度出货情况（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

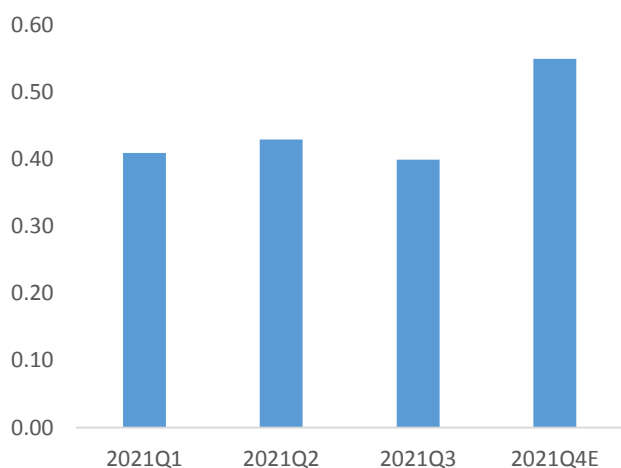
图 2：公司组件单瓦净利变动情况（元/W）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

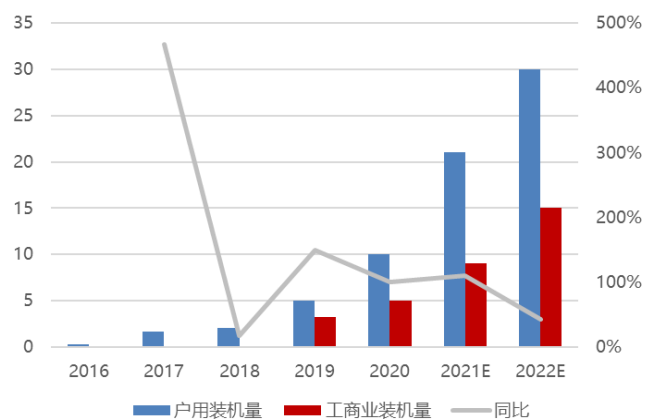
**分布式光伏系统增长亮眼，成为业绩新动能。**我们预计公司 2021 年分布式系统出货 1.8-2GW，其中 2021Q4 约 0.5-0.6GW。国内 2022Q1 分布式光伏推进如火如荼，我们预计公司 2022 年将达 45GW+（户用 30GW+，工商业 15GW+），公司前瞻布局、充分受益，我们预计 2022 年分布式系统出货 4GW，增长潜力大。

图 3: 公司分布式系统季度出货情况 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

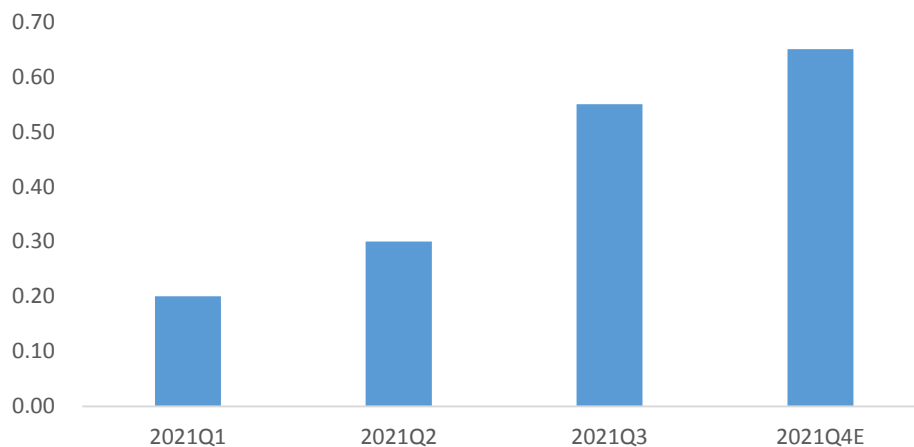
图 4: 国内户用及工商业光伏年度装机情况及预测 (GW)



数据来源: 能源局、发改委, 东吴证券研究所

**跟踪支架短期承压, 2022 年盈利反转。**我们预计公司 2021 年跟踪支架出货 1.8-2GW, 其中 2021Q4 出货约 0.6-0.8GW, 但因钢材价格的快速上涨, 有量无利, 处于盈利底部, 我们预计 2022 年需求起量+跟踪支架渗透率提升, 我们预计 2022 年出货将提升至 4GW, 且盈利将有所修复。

图 5: 公司跟踪支架季度出货情况 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于成本上升、竞争加剧, 我们下调 2021 年公司盈利, 同时基于 2022 年光伏需求超预期、户用分布式快速增长, 公司分布式光伏系统发力, 我们上调 2022 年和 2023 年盈利预测, 我们预计 2021-2023 年归母净利润为 19.1/38.1/51.5 亿, (前值为 20.72/35.67/45.33 亿元), 同增 55%/100%/35%, 对应 PE 为 85.85/42.97/31.74 倍。我们给予公司 2022 年 45 倍 PE, 对应目标价 82.8 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 市场竞争加剧, 政策不及预期等。

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	28317	40414	60089	76901	<b>营业收入</b>	29,418	51,066	86,935	115,698
现金	9429	10455	12097	14403	减:营业成本	24,719	43,710	73,483	98,229
应收账款	4232	7346	12505	16643	营业税金及附加	97	230	413	521
存货	7120	12671	21235	28430	营业费用	1015	2193	4024	5154
其他流动资产	7535	9943	14252	17425	管理费用	1109	1838	3738	4975
<b>非流动资产</b>	17,276	18,621	19,441	20,105	研发费用	363	919	1565	1955
长期股权投资	444	529	555	610	财务费用	538	367	267	266
固定资产	10,012	10,775	10,533	10,386	资产减值损失	329	12	24	18
在建工程	2,330	2,674	3,590	4,221	加:投资净收益	386	143	588	874
无形资产	649	725	790	860	其他收益	-122	306	522	694
其他非流动资产	3,840	3,917	3,972	4,028	资产处置收益	-77	-46	-107	-174
<b>资产总计</b>	45,592	59,035	79,530	97,006	<b>营业利润</b>	1433	2200	4423	5975
<b>流动负债</b>	24,245	35,955	52,891	65,421	加:营业外净收支	-27	3	-12	-4
短期借款	5,068	5,568	6,368	7,368	<b>利润总额</b>	1407	2203	4411	5971
应付账款	5381	9049	16107	21083	减:所得税费用	174	292	595	804
其他流动负债	13,796	21,339	30,416	36,970	少数股东损益	4	5	10	13
<b>非流动负债</b>	5,646	5,696	5,671	5,683	<b>归属母公司净利润</b>	1229	1906	3807	5154
长期借款	4,108	4,108	4,108	4,108	EBIT	2115	2176	3712	4864
其他非流动负债	1,538	1,587	1,563	1,575	EBITDA	3281	3428	5203	6644
<b>负债合计</b>	29,892	41,651	58,562	71,104	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	620	624	634	647	每股收益(元)	0.59	0.92	1.84	2.49
归属母公司股东权益	15,081	16,760	20,334	25,255	每股净资产(元)	7.29	8.08	9.81	12.18
<b>负债和股东权益</b>	45,592	59,035	79,530	97,006	发行在外股份(百万股)	2068.03	2073.67	2073.67	2073.67
					ROIC(%)	7%	7%	10%	11%
					ROE(%)	8%	11%	19%	20%
					毛利率(%)	16%	14%	15%	15%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	4%	4%	4%	4%
经营活动现金流	2,998	3,482	3,418	3,700	资产负债率(%)	66%	71%	74%	73%
投资活动现金流	-3,988	-2,509	-1,866	-1,766	收入增长率(%)	26%	74%	70%	33%
筹资活动现金流	1,662	286	323	605	净利润增长率(%)	92%	55%	100%	35%
现金净增加额	337	1,026	1,642	2,306	P/E	38.95	85.85	42.97	31.74
折旧和摊销	1,166	1,252	1,491	1,780	P/B	3.17	9.76	8.05	6.48
资本开支	2,061	2,447	2,254	2,351	EV/EBITDA	14.70	47.71	31.26	24.29
营运资本变动	-3,741	-109	1,772	2,929					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>