

天合光能 (688599)

2022 年报点评: 2022 年量利双增, 技术+规模双重优势持续加强

买入 (维持)

2023 年 04 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	85,052	123,828	159,443	195,467
同比	91%	46%	29%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	3,680	7,138	9,565	11,725
同比	104%	94%	34%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.69	3.28	4.40	5.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.52	14.19	10.59	8.64

关键词: #产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 850.52 亿元, 同比增长 91.21%; 实现归属母公司净利润 36.80 亿元, 同比增长 103.97%; 实现扣非归母净利润 34.65 亿元, 同增 123.89%。其中 2022Q4, 实现营业收入 268.53 亿元, 同比增长 103.19%, 环比增长 19.52%; 实现归属母公司净利润 12.78 亿元, 同比增长 97.23%, 环比增长 12.79%; 实现扣非归母净利润 12.25 亿元, 同增 112.80%, 环增 12.34%。
- **2022Q4 量利双增、看好 2023 年持续高增!** 2022 年组件出货约 43.09GW, 同增约 75%, 单瓦盈利约 7 分; 2022Q4 出货 13GW, 单瓦盈利约 9 分, 环增 1 分, 单瓦盈利创新高。我们预计 2023Q1 出货 10GW+, 单瓦净利达 1.1 毛+; 全年组件出货 60-65GW, 同增 50%, 受益于 (1) 原材料价格下行, 在手高价订单锁价; (2) 2023 年 TOPcon 我们预计出货约 20GW, 新技术享超额收益; (3) 硅片产能落地提升一体化率; 总体增厚组件盈利, 推动 2023 年量利双升!
- **分布式+支架+储能多点开花、贡献业绩增量!** 2022 年公司分布式系统出货 6GW (权益 4.4GW), 其中 2022Q4 出货 2GW+, 单瓦盈利约 0.16 元; 2023 年组件降价分布式收益率提升, 市场进一步扩大, 我们预计 2023Q1 出货 2GW+, 全年开发 10-12GW (权益 7.4-8.8GW), 同增 60%+。支架 2022 年出货 4.4GW, 其中跟踪支架 1.7-1.8GW, 占比约 40%, 2022Q4 出货约 1.3-1.5GW, 盈亏平衡; 2023 年我们预计出货 8-9GW, 同比翻倍增长, 跟踪支架占比 50%+。公司储能以国内大储为主, 2022Q4 上量迅速, 出货约 1.5GWh, 扭亏为盈, 2022 年出货 2GWh, 其中国内超过 1.5GWh, 23 年国内海外齐发力, 我们预计出货 3-4GWh, 可实现盈利贡献。
- **研发投入加大塑造护城河、产能建设提高规模优势。** 2022 年公司研发投入 46.2 亿, 同增 80.8%, 其中研发费用 12.2 亿元, 同增 32.0%。TOPCON 量产效率提升至 25.3%, HJT 实验室效率达 25.6%。我们预计到 2023 年底电池产能达 75GW, 其中 N 型超 40GW, 组件产能达 95GW。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 71.4/95.7 亿元, 预计 2025 年归母净利润 117.3 亿, 同比增长 94%/34%/23%, 给予 2023 年 23xPE, 对应目标价 75 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧, 硅料价格超预期下跌等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.60
一年最低/最高价	42.82/88.33
市净率(倍)	3.84
流通 A 股市值(百万元)	61,892.99
总市值(百万元)	101,273.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.12
资产负债率(% ,LF)	68.00
总股本(百万股)	2,173.24
流通 A 股(百万股)	1,328.18

相关研究

《天合光能(688599): 2023 年 1 季度业绩预告点评: Q1 盈利高增, 开启全年量利双升》

2023-03-13

《天合光能(688599): 2022 年业绩预告点评: Q4 组件出货和盈利继续提升, 23 年看好量利双升!》

2023-01-10

图表目录

图 1:	2022 年收入 850.52 亿元, 同增 91.21% (亿元, %)	4
图 2:	2022 年归母净利润 36.80 亿元, 同 103.97% (亿元, %)	4
图 3:	2022Q4 收入 268.53 亿元, 同比+103.19% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q4 归母净利润 12.78 亿元, 同比+97.23% (亿元, %)	4
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 13.43%、4.33% (%)	4
图 6:	2022Q4 毛利率、净利率分别为 13.37%、4.76% (%)	4
图 7:	2022 年期间费用 61.01 亿元, 同比+48.63% (亿元, %)	5
图 8:	2022Q4 期间费用 18.44 亿元, 同比+70.76% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 7.17%, 同比-2.05pct (%)	5
图 10:	2022Q4 期间费用率 6.87%, 同比-1.3pct (%)	5
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 92.37 亿元 (亿元, %)	6
图 12:	2022 年期末合同负债 49.67 亿元 (亿元, %)	6

表 1:	2022 年收入 850.52 亿元, 同比增长 91.21%; 归母净利润 36.8 亿元, 同比增长 103.97% (亿元, %)	3
------	--	---

事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 850.52 亿元, 同比增长 91.21%; 实现归属母公司净利润 36.80 亿元, 同比增长 103.97%; 实现扣非归母净利润 34.65 亿元, 同增 123.89%。其中 2022Q4, 实现营业收入 268.53 亿元, 同比增长 103.19%, 环比增长 19.52%; 实现归属母公司净利润 12.78 亿元, 同比增长 97.23%, 环比增长 12.79%; 实现扣非归母净利润 12.25 亿元, 同增 112.80%, 环增 12.34%。

表1: 2022 年收入 850.52 亿元, 同比增长 91.21%; 归母净利润 36.8 亿元, 同比增长 103.97% (亿元, %)

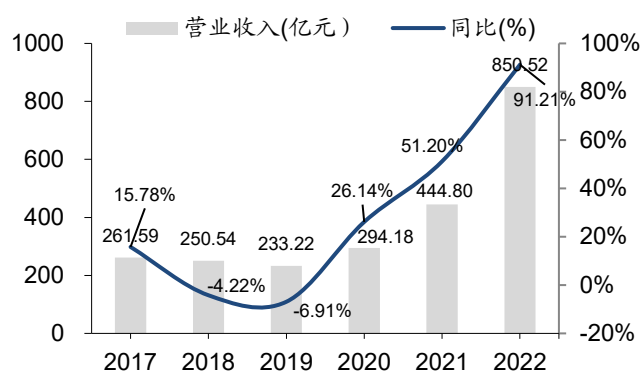
天合光能	2022	2021	同比	2022Q4	2021Q4	同比	2022Q3	环比
营业收入	850.52	444.80	91.21%	268.53	132.16	103.19%	224.68	19.52%
营业成本	736.33	381.91	92.80%	232.62	111.69	108.27%	194.87	19.37%
毛利率	13.43%	14.14%	-0.71pct	13.37%	15.49%	-2.11pct	13.27%	+0.11pct
营业利润	40.78	22.61	80.35%	13.12	7.93	65.43%	11.89	10.37%
利润总额	39.84	22.74	75.23%	12.79	7.97	60.52%	11.20	14.26%
归属母公司净利润	36.80	18.04	103.97%	12.78	6.48	97.23%	11.33	12.79%
扣非归母净利润	34.65	15.48	123.89%	12.25	5.75	112.80%	10.90	12.34%
归母净利率	4.33%	4.06%	+0.27pct	4.76%	4.90%	-0.14pct	5.04%	-0.28pct
扣非归母净利率	4.07%	3.48%	+0.59pct	4.56%	4.35%	+0.21pct	4.85%	-0.29pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022Q4 量利双增、看好 2023 年持续高增! 2022 年组件出货约 43.09GW, 同增约 75%, 单瓦盈利约 7 分; 2022Q4 出货 13GW, 单瓦盈利约 9 分, 环增 1 分, 单瓦盈利创新高。我们预计 2023Q1 出货 10GW+, 单瓦净利达 1.1 毛+; 全年组件出货 60-65GW, 同增 50%, 受益于 (1) 原材料价格下行, 在手高价订单锁价; (2) 2023 年 TOPcon 我们预计出货约 20GW, 新技术享超额收益; (3) 硅片产能落地提升一体化率; 总体增厚组件盈利, 推动 2023 年量利双升!

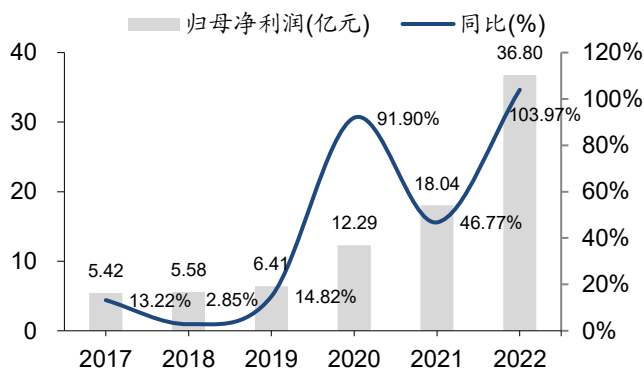
分布式+支架+储能多点开花、贡献业绩增量! 2022 年公司分布式系统出货 6GW (权益 4.4GW), 其中 2022Q4 出货 2GW+, 单瓦盈利约 0.16 元; 2023 年组件降价分布式收益率提升, 市场进一步扩大, 我们预计 2023Q1 出货 2GW+, 全年开发 10-12GW (权益 7.4-8.8GW), 同增 60%+。支架 2022 年出货 4.4GW, 其中跟踪支架 1.7-1.8GW, 占比约 40%, 2022Q4 出货约 1.3-1.5GW, 盈亏平衡; 2023 年我们预计出货 8-9GW, 同比翻倍增长, 跟踪支架占比 50%+。公司储能以国内大储为主, 2022Q4 上量迅速, 出货约 1.5GWh, 扭亏为盈, 2022 年出货 2GWh, 其中国内超过 1.5GWh, 23 年国内海外齐发力, 我们预计出货 3-4GWh, 可实现盈利贡献。

图1: 2022 年收入 850.52 亿元, 同增 91.21% (亿元, %)



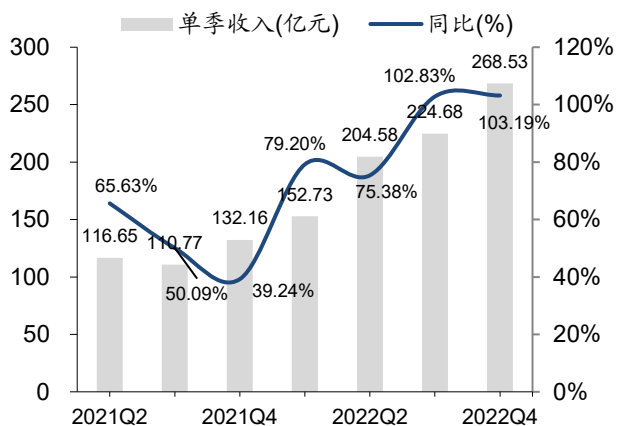
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 36.80 亿元, 同 103.97% (亿元, %)



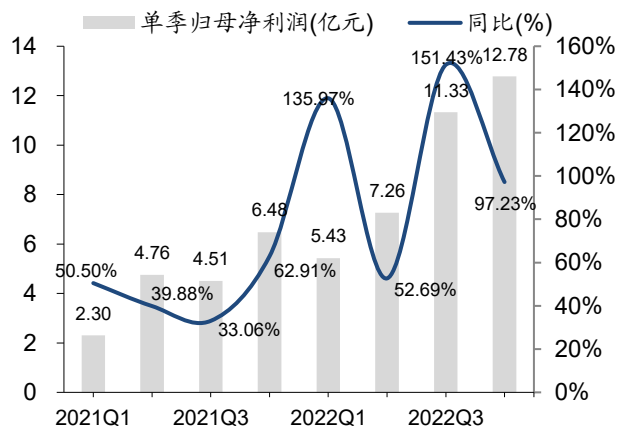
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q4 收入 268.53 亿元, 同比+103.19% (亿元, %)



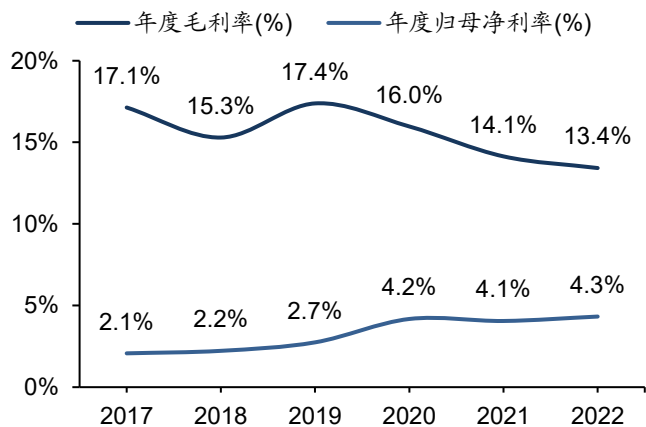
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q4 归母净利润 12.78 亿元, 同比+97.23% (亿元, %)



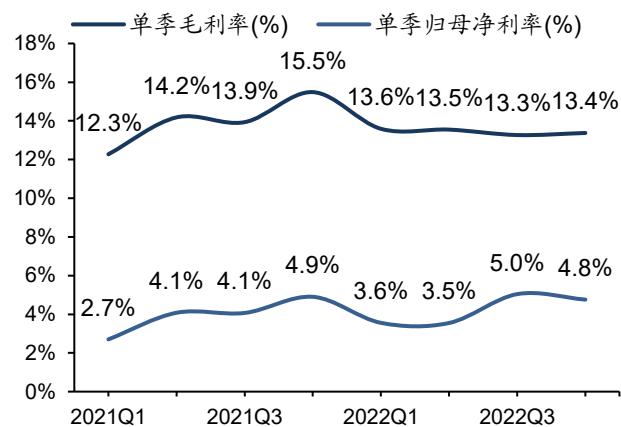
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 13.43%、4.33% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

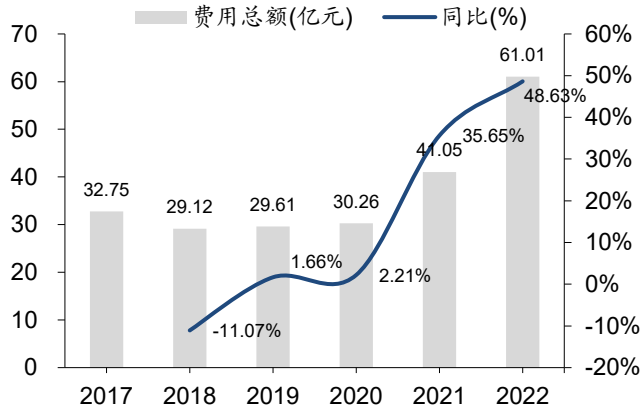
图6: 2022Q4 毛利率、净利率分别为 13.37%、4.76% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

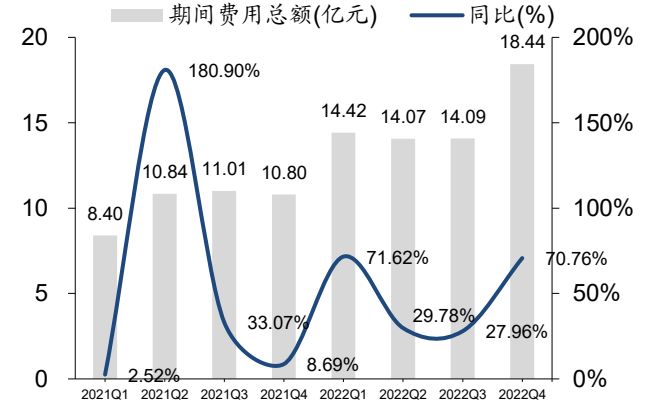
研发投入加大塑造护城河、产能建设提高规模优势。2022 年公司研发投入 46.2 亿，同增 80.8%，其中研发费用 12.2 亿元，同增 32.0%。TOPCON 量产效率提升至 25.3%，HJT 实验室效率达 25.6%。我们预计到 2023 年底电池产能达 75GW，其中 N 型超 40GW，组件产能达 95GW。

图7：2022 年期间费用 61.01 亿元，同比+48.63% (亿元，%)



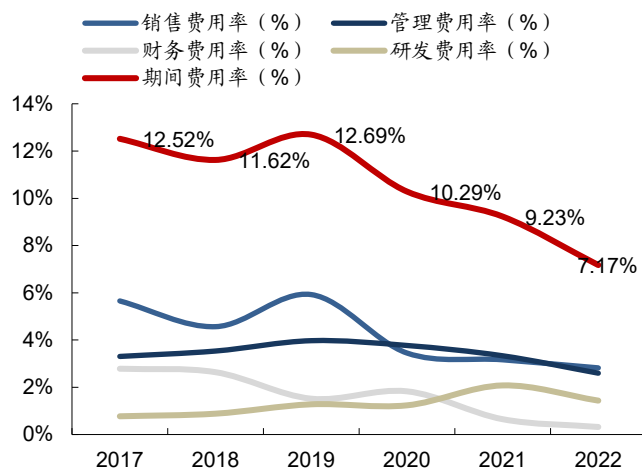
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q4 期间费用 18.44 亿元，同比+70.76% (亿元，%)



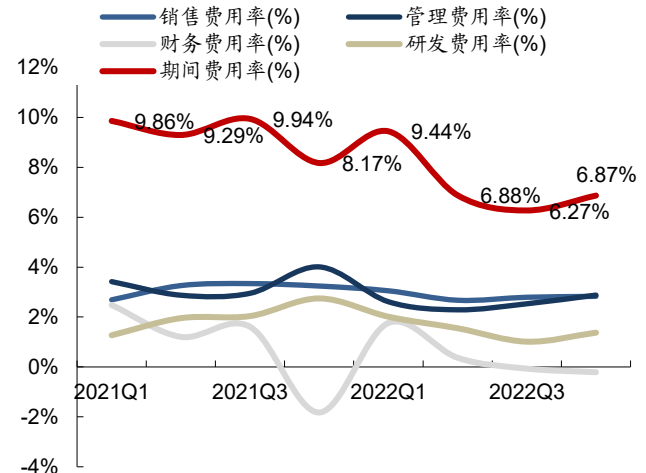
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 7.17%，同比-2.05pct (%)



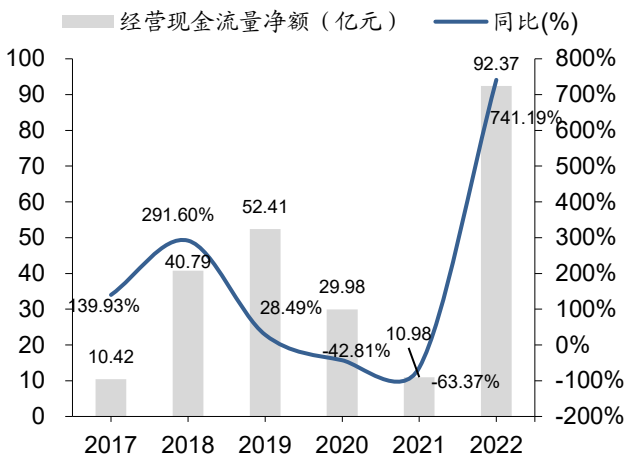
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022Q4 期间费用率 6.87%，同比-1.3pct (%)



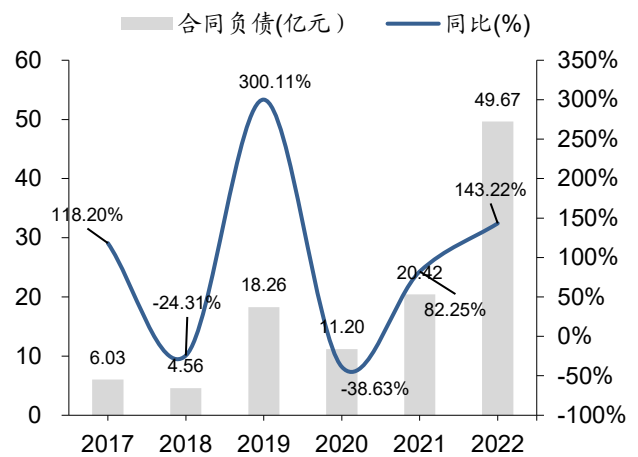
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11: 2022 年经营活动现金净流入 92.37 亿元 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2022 年期末合同负债 49.67 亿元 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 71.4/95.7 亿元, 预计 2025 年归母净利润 117.3 亿, 同比增长 94%/34%/23%, 给予 2023 年 23xPE, 对应目标价 75 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 硅料价格超预期下跌等。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	61,065	87,279	107,834	132,074	营业总收入	85,052	123,828	159,443	195,467
货币资金及交易性金融资产	19,232	12,800	21,667	21,436	营业成本(含金融类)	73,633	105,907	136,191	167,612
经营性应收款项	17,434	34,283	39,422	51,209	税金及附加	262	557	717	880
存货	18,715	30,842	36,881	47,015	销售费用	2,399	3,467	4,305	5,082
合同资产	1,037	2,040	2,285	3,011	管理费用	2,209	3,343	4,225	4,887
其他流动资产	4,648	7,314	7,578	9,404	研发费用	1,221	2,229	2,711	3,127
非流动资产	28,911	32,729	37,543	42,403	财务费用	272	387	279	321
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	加:其他收益	309	396	478	586
固定资产及使用权资产	12,379	16,578	21,051	25,720	投资净收益	610	867	797	977
在建工程	4,039	3,624	3,974	4,185	公允价值变动	-3	0	0	0
无形资产	2,632	2,632	2,632	2,632	减值损失	-1,723	-512	-740	-990
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	-173	-248	-239	-293
长期待摊费用	49	84	75	55	营业利润	4,078	8,442	11,311	13,837
其他非流动资产	6,007	6,007	6,007	6,007	营业外净收支	-93	-40	-67	-54
资产总计	89,976	120,008	145,377	174,478	利润总额	3,984	8,402	11,244	13,783
流动负债	54,950	75,077	89,414	105,367	减:所得税	332	1,133	1,513	1,855
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,673	3,954	3,954	3,954	净利润	3,653	7,269	9,730	11,928
经营性应付款项	30,114	55,061	65,869	78,211	减:少数股东损益	-27	131	165	203
合同负债	4,967	5,825	7,986	10,118	归属母公司净利润	3,680	7,138	9,565	11,725
其他流动负债	6,196	10,237	11,605	13,084	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.28	4.40	5.40
非流动负债	6,231	8,866	10,091	11,311	EBIT	4,785	8,325	11,294	13,878
长期借款	3,572	4,772	5,972	7,172	EBITDA	6,992	9,427	12,705	15,553
应付债券	0	1,400	1,400	1,400	毛利率(%)	13.43	14.47	14.58	14.25
租赁负债	54	89	114	134	归母净利率(%)	4.33	5.76	6.00	6.00
其他非流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	收入增长率(%)	91.21	45.59	28.76	22.59
负债合计	61,181	83,943	99,505	116,678	归母净利润增长率(%)	103.97	93.97	34.00	22.59
归属母公司股东权益	26,339	33,477	43,119	54,844					
少数股东权益	2,457	2,587	2,753	2,956					
所有者权益合计	28,796	36,065	45,872	57,800					
负债和股东权益	89,976	120,008	145,377	174,478					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,237	5,557	13,781	5,028	每股净资产(元)	12.14	15.43	19.20	24.42
投资活动现金流	-8,966	-4,391	-5,804	-5,995	最新发行在外股份(百万股)	2,173	2,173	2,173	2,173
筹资活动现金流	6,173	-7,598	890	735	ROIC(%)	10.80	15.60	18.87	18.80
现金净增加额	7,054	-6,433	8,867	-231	ROE-摊薄(%)	13.97	21.32	22.18	21.38
折旧和摊销	2,208	1,102	1,411	1,675	资产负债率(%)	68.00	69.95	68.45	66.87
资本开支	-8,076	-5,288	-6,606	-6,977	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.52	14.19	10.59	8.64
营运资本变动	1,855	-4,604	916	-9,026	P/B(现价)	3.84	3.02	2.43	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

