

# 天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 组件盈利提升，一体化布局有望持续降本

### 业绩简评

4月26日公司披露2023一季报，1Q23实现营收213.2亿元，同比+39.6%、环比-20.6%；实现归母净利润17.7亿元，同比+225.4%、环比+38.4%；实现扣非归母净利17.3亿元，同比+252.4%、环比+41.3%，业绩贴预告上限，略超市场预期。

### 经营分析

组件盈利持续提升，一体化布局有望降本，N型放量提供超额利润。春节后下游需求及产业链排产恢复，预计公司1Q23组件出货超10GW，测算Q1组件单位盈利环比继续提升至约0.12元/W，环比提升约0.03元/W，预计主要因材料采购、物流运输等成本得到有效控制，产品综合成本下降。公司已规划30万吨工业硅、15万吨多晶硅、35GW拉晶等上游产能，随着硅片产能释放，有望提升公司一体化比例，持续增强盈利能力及原材料供货可靠性。公司N型组件研发顺利推进，预计2023年底电池片产能提升至75GW，其中TOPCon产能达40GW，23年N型组件出货占比有望达1/3，充分享受新技术红利期带来的超额利润。

分布式系统盈利维持高位，跟踪支架、储能迎量利拐点。公司光伏系统解决方案业务持续增长，预计一季度分布式系统出货超2GW、确认收入约1GW，单位盈利维持较高水平；随着天合智慧分拆上市，公司分布式业务竞争力有望持续提升。预计公司一季度实现支架出货1.3GW，随硅料供给释放推动地面电站装机占比提升，今年跟踪支架盈利将持续改善。预计公司一季度储能出货100-200MWh，随硅料供给释放，2023年全球新增电化学储能装机至少翻倍以上增长，国内增速更高，公司储能产品有望实现量利齐升。

减值保障资产质量，上游参股稳定贡献投资收益。公司一季度计提资产及信用减值费用3.6亿元，预计主要为原材料价格波动下计提的存货减值，将有效保持公司设备资产质量及未来盈利能力处于领先水平；同时实现投资收益9.74亿元，预计主要由硅料、硅片等参股投资贡献。

### 盈利预测、估值与评级

公司硅片产能释放提升组件环节盈利能力，分布式系统、跟踪支架、储能等创造业绩增长点，微调2023-2025年净利润至72.95、99.65、126.35亿元，对应EPS为3.36、4.59、5.81元，当前股价对应PE分别为14.5/10.6/8.3倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

国际贸易环境恶化；行业扩产规模超预期；技术路线变化。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

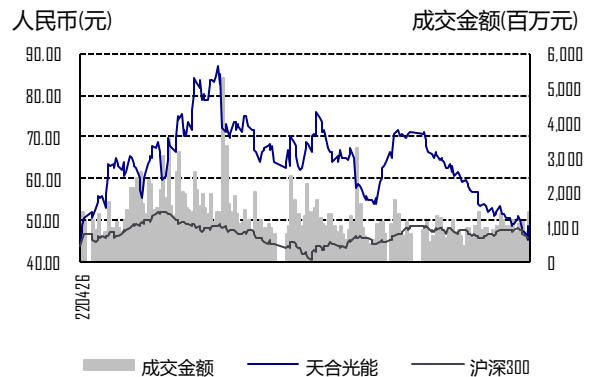
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：48.50元

### 相关报告：

- 《天合光能公司点评：盈利维持高位，业务协同优势渐显》，2023.4.25
- 《组件盈利显著提升，多业务持续向好-天合光能22Q3业绩点评》，2022.10.31
- 《组件出货环比高增，支架、储能弹性释放在即-天合光能2022中...》，2022.8.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,480	85,052	109,507	129,556	161,852
营业收入增长率	51.20%	91.21%	28.75%	18.31%	24.93%
归母净利润(百万元)	1,804	3,680	7,295	9,965	12,635
归母净利润增长率	46.77%	103.97%	98.24%	36.60%	26.79%
摊薄每股收益(元)	0.872	1.696	3.357	4.585	5.814
每股经营性现金流净额	0.53	4.26	3.49	5.65	7.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.54%	13.97%	23.20%	25.94%	26.73%
P/E	90.44	37.59	14.45	10.58	8.34
P/B	9.54	5.25	3.35	2.74	2.23

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>29,418</b>	<b>44,480</b>	<b>85,052</b>	<b>109,507</b>	<b>129,556</b>	<b>161,852</b>
增长率	51.2%	91.2%	28.8%	18.3%	24.9%	
主营业务成本	-24,719	-38,191	-73,633	-92,954	-109,154	-136,258
%销售收入	84.0%	85.9%	86.6%	84.9%	84.3%	84.2%
毛利	4,699	6,290	11,419	16,553	20,402	25,594
%销售收入	16.0%	14.1%	13.4%	15.1%	15.7%	15.8%
营业税金及附加	-97	-137	-262	-329	-389	-486
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,015	-1,408	-2,399	-3,066	-3,563	-4,370
%销售收入	3.5%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%
管理费用	-1,109	-1,483	-2,209	-2,738	-3,109	-3,723
%销售收入	3.8%	3.3%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用	-363	-925	-1,221	-1,643	-1,943	-2,428
%销售收入	1.2%	2.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	2,115	2,337	5,329	8,778	11,398	14,588
%销售收入	7.2%	5.3%	6.3%	8.0%	8.8%	9.0%
财务费用	-538	-289	-272	-498	-395	-275
%销售收入	1.8%	0.7%	0.3%	0.5%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-549	-396	-1,723	-1,019	-178	-297
公允价值变动收益	15	-55	-3	0	0	0
投资收益	386	528	610	900	393	218
%税前利润	27.4%	23.2%	15.3%	10.9%	3.5%	1.5%
营业利润	1,433	2,261	4,078	8,312	11,367	14,383
营业利润率	4.9%	5.1%	4.8%	7.6%	8.8%	8.9%
营业外收支	-27	13	-93	-50	-50	-50
税前利润	1,407	2,274	3,984	8,262	11,317	14,333
利润率	4.8%	5.1%	4.7%	7.5%	8.7%	8.9%
所得税	-174	-424	-332	-702	-962	-1,218
所得税率	12.3%	18.6%	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润	1,233	1,850	3,653	7,560	10,355	13,115
少数股东损益	4	46	-27	264	390	480
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,229</b>	<b>1,804</b>	<b>3,680</b>	<b>7,295</b>	<b>9,965</b>	<b>12,635</b>
净利率	4.2%	4.1%	4.3%	6.7%	7.7%	7.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,233	1,850	3,653	7,560	10,355	13,115
少数股东损益	4	46	-27	264	390	480
非现金支出	1,715	1,690	3,930	2,869	2,520	3,011
非经营收益	-20	-361	-420	131	490	664
营运资金变动	70	-2,080	2,074	-2,976	-1,085	-818
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,998</b>	<b>1,098</b>	<b>9,237</b>	<b>7,584</b>	<b>12,281</b>	<b>15,972</b>
资本开支	-4,687	-6,427	-8,076	-5,563	-4,030	-4,030
投资	165	-1,028	-166	-2,033	0	0
其他	534	603	-723	900	393	218
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,988</b>	<b>-6,852</b>	<b>-8,966</b>	<b>-6,696</b>	<b>-3,638</b>	<b>-3,813</b>
股权募资	2,310	481	2,196	0	0	0
债权募资	265	8,797	5,358	-268	-1,124	0
其他	-913	-564	-1,381	-2,958	-3,672	-4,472
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,662</b>	<b>8,714</b>	<b>6,173</b>	<b>-3,227</b>	<b>-4,796</b>	<b>-4,472</b>
<b>现金净流量</b>	<b>337</b>	<b>2,371</b>	<b>7,054</b>	<b>-2,338</b>	<b>3,847</b>	<b>7,687</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,429	10,690	19,143	16,790	20,626	28,306
应收款项	7,498	13,280	18,114	20,086	24,536	30,652
存货	7,120	12,754	18,715	19,355	22,728	28,371
其他流动资产	4,269	5,138	5,093	7,620	8,326	9,488
流动资产	28,317	41,861	61,065	63,851	76,216	96,818
%总资产	62.1%	65.9%	67.9%	65.7%	68.6%	72.9%
长期投资	1,239	3,133	4,802	5,859	5,859	5,859
固定资产	12,342	14,526	16,342	19,866	20,909	21,593
%总资产	27.1%	22.9%	18.2%	20.4%	18.8%	16.3%
无形资产	876	1,090	2,836	3,295	3,742	4,178
非流动资产	17,276	21,679	28,911	33,392	34,880	35,996
%总资产	37.9%	34.1%	32.1%	34.3%	31.4%	27.1%
<b>资产总计</b>	<b>45,592</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>97,244</b>	<b>111,096</b>	<b>132,813</b>
短期借款	5,678	9,005	13,673	3,500	3,500	3,500
应付款项	16,476	20,697	31,975	33,332	39,139	48,852
其他流动负债	2,091	5,348	9,302	9,745	11,259	13,461
流动负债	24,245	35,049	54,950	46,577	53,898	65,814
长期贷款	4,108	3,006	3,572	5,166	5,166	5,166
其他长期负债	1,538	7,321	2,659	11,333	10,500	10,976
负债	29,892	45,376	61,181	63,077	69,564	81,956
<b>普通股股东权益</b>	<b>15,081</b>	<b>17,112</b>	<b>26,339</b>	<b>31,446</b>	<b>38,421</b>	<b>47,266</b>
其中：股本	2,068	2,074	2,173	2,173	2,173	2,173
未分配利润	2,013	3,368	6,451	11,558	18,534	27,378
少数股东权益	620	1,052	2,457	2,721	3,111	3,591
<b>负债股东权益合计</b>	<b>45,592</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>97,244</b>	<b>111,096</b>	<b>132,813</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.594	0.872	1.696	3.357	4.585	5.814
每股净资产	7.293	8.275	12.142	14.469	17.679	21.749
每股经营现金净流	1.449	0.531	4.258	3.490	5.651	7.349
每股股利	0.000	0.000	0.478	1.007	1.376	1.744
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.15%	10.54%	13.97%	23.20%	25.94%	26.73%
总资产收益率	2.70%	2.84%	4.09%	7.50%	8.97%	9.51%
投入资本收益率	7.27%	5.41%	10.54%	15.64%	17.76%	19.62%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	26.14%	51.20%	91.21%	28.75%	18.31%	24.93%
EBIT 增长率	60.63%	10.51%	128.02%	64.74%	29.84%	28.00%
净利润增长率	91.90%	46.77%	103.97%	98.24%	36.60%	26.79%
总资产增长率	24.94%	39.36%	41.61%	8.08%	14.24%	19.55%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55.2	50.9	45.9	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	94.0	95.0	78.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	72.8	60.8	48.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	124.2	109.6	52.8	51.8	45.8	37.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.55%	32.13%	-7.55%	-3.37%	-12.01%	-24.91%
EBIT 利息保障倍数	3.9	8.1	19.6	17.6	28.8	53.0
资产负债率	65.56%	71.41%	68.00%	64.87%	62.62%	61.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-26	买入	71.49	96.02~96.02
2	2022-08-26	买入	69.85	96.00
3	2022-10-31	买入	68.49	N/A
4	2023-04-25	买入	46.60	N/A

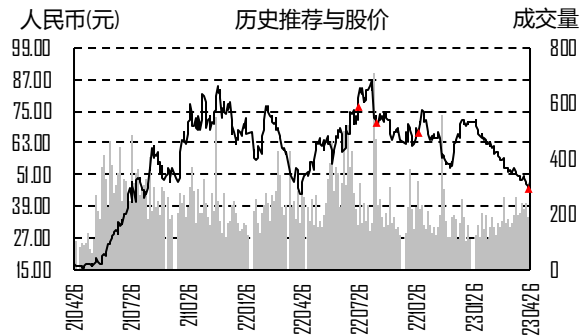
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402