

完善一体化产能, 加码N型技术

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营业收入850.5亿元, 同比增长91.2%; 实现归母净利润36.8亿元, 同比增长104.0%。23Q1实现营业收入213.2亿元, 同比增长39.6%; 实现归母净利润17.7亿元, 同比增长225.4%。
- **组件出货大幅增长, 盈利能力稳步提升。** 2022年公司合计组件出货量为43.1GW, 同比增长73.7%, 组件单瓦盈利约0.085元, 同比提升近0.02元/W。支架业务出货4.4GW, 同比大幅增长144.4%。分布式系统、光伏支架合计贡献7.0亿净利润。全球储能出货量近2GWh, 其中国内出货量超过1.5GWh。受2022年上游电芯价格高企、储能业务规模较小影响, 以电站运营、储能为代表德智慧能源业务亏损约1.2亿元。参股内蒙通威二期、通合15GW硅片、15GW电池项目, 合计贡献投资收益13.5亿元。此外, 公司计提信用减值损失、资产减值损失分别为3.6亿元、13.6亿元。23Q1公司光伏组件出货量和销售收入同比有较大幅度增长, 同时材料采购、物流运输等成本得到有效控制, 产品综合成本下降。23Q1公司综合毛利率18.0%, 同比提升4.4pp。
- **完善垂直一体化产能布局, 加码N型硅棒、电池技术。** 2022年底公司拥有电池、组件产能分别为50GW、65GW。公司计划到2023年底硅片、电池、组件产能分别达到50GW、75GW、95GW, 其中TOPCon电池产能达到40GW。公司在青海投资建设35GW N型硅棒产能, 2023年2月成功下线首根210+N型单晶硅棒。2022年12月, 公司宿迁基地8GW 210+N型i-TOPCon电池片成功下线。公司向上游延伸产业链布局N型硅片, 加强垂直一体化产能布局的同时, 能够打通N型产业链, 确保TOPCon型电池、组件顺利出货, 进一步提升一体化组件盈利能力。
- **储能业务发展迅猛, 上游延伸布局电芯产能。** 公司实现了中国储能市场的巨大突破, 成功交付国内单体800MWh储能项目, 在英国等重点市场实现500MWh以上订单突破并持续出货, 实现中国储能集成商国内第四、全球第六的市场格局。公司深入布局垂直一体化产业, 合资10GWh电芯生产线及2GWh模组生产线正逐步建设达产; 并加强投资长寿命、高安全的自研“天合芯”电芯及模组生产线。公司在安徽滁州和盐城大丰建设储能电池项目, 将形成贯通储能电芯、PACK、簇到系统的供应能力。
- **盈利预测与投资建议。** 公司上游布局N型硅棒、切片完善垂直一体化产能, 加码N型TOPCon技术, 储能业务出货高增形成新增长点。预计2023~2025年公司归母净利润分别为82.3亿元、107.7亿元、136.0亿元, 对应PE分别为13倍、10倍、8倍。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 新产能投放或不及预期; 美国、欧洲贸易政策风险; 汇率波动风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 85051.79 | 138431.86 | 174809.73 | 201261.06 |
| 增长率 | 91.21% | 62.76% | 26.28% | 15.13% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3680.02 | 8227.92 | 10774.57 | 13598.26 |
| 增长率 | 103.97% | 123.58% | 30.95% | 26.21% |
| 每股收益EPS(元) | 1.69 | 3.79 | 4.96 | 6.26 |
| 净资产收益率ROE | 12.68% | 22.92% | 13.90% | 24.03% |
| PE | 29 | 13 | 10 | 8 |
| PB | 4.06 | 3.18 | 2.50 | 1.97 |

数据来源: Wind, 西南证券

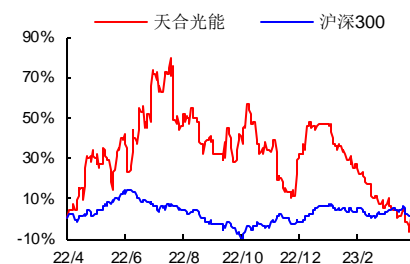
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 21.73 |
| 流通A股(亿股) | 13.28 |
| 52周内股价区间(元) | 44.81-88.33 |
| 总市值(亿元) | 1069.24 |
| 总资产(亿元) | 635.40 |
| 每股净资产(元) | 8.09 |

相关研究

1. 天合光能(688599): 业绩高增订单充足, 产业链整合完善N型布局 (2022-11-03)
2. 天合光能(688599): 组件市占率提升, 完善一体化布局 (2022-08-31)
3. 天合光能(688599): 大尺寸产品提升盈利, 分布式表现亮眼 (2022-05-04)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司产能如期投放, 预计未来三年组件对外销售量分别为 60GW、80GW、100GW (不包含自用量), 硅料价格 2023 年起将显著回落, 因而假设 2023~2025 年毛利率分别为 13.88%、15.25%、17.54%。

假设 2: 光伏系统产品方面, 2023~2025 年, 跟踪支架销量分别为 8GW、12GW、16GW; 分布式系统出货分别为 10GW、15GW、20GW。

假设 3: 电站业务方面, 收入体量稳定在 39 亿元左右。公司支持电站采用滚动开发欧式, 发电及运维业务收入保持稳定, 每年获得稳定的电站转让收益。

假设 4: 2023~2025 年储能系统出货量分别为 4GWh、6GWh、8GWh, 受益储能业务高速增长, 智能微网及多能系统业务保持高速增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-----------|------------|------------|------------|
| 光伏组件 | 收入 | 63,104.82 | 98,230.09 | 118,938.05 | 130,973.45 |
| | 增速 | 83.47% | 55.66% | 21.08% | 10.12% |
| | 毛利率 | 11.87% | 13.88% | 15.25% | 17.54% |
| 系统产品 | 收入 | 14,247.96 | 29,900.00 | 43,800.00 | 56,800.00 |
| | 增速 | 212.16% | 109.85% | 46.49% | 29.68% |
| | 毛利率 | 17.03% | 19.20% | 19.66% | 20.21% |
| 电站业务 | 收入 | 3,619.92 | 3,900.00 | 3,900.00 | 3,900.00 |
| | 增速 | 3.61% | 7.74% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 15.89% | 13.74% | 13.74% | 13.74% |
| 发电业务及运维 | 收入 | 289.17 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| | 增速 | -65.51% | 3.75% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 56.97% | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 智能微网及多能系统 | 收入 | 2,303.15 | 4,601.77 | 6,371.68 | 7,787.61 |
| | 增速 | 1328.23% | 99.80% | 38.46% | 22.22% |
| | 毛利率 | 9.01% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他业务 | 收入 | 1,486.77 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 |
| | 增速 | 44.73% | 0.89% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 37.32% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 | 收入 | 85,051.79 | 138,431.86 | 174,809.73 | 201,261.06 |
| | 增速 | 91.21% | 62.76% | 26.28% | 15.13% |
| | 毛利率 | 13.43% | 15.40% | 16.57% | 18.32% |

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 85051.79 | 138431.86 | 174809.73 | 201261.06 | 净利润 | 3652.57 | 8277.92 | 10824.57 | 13648.26 |
| 营业成本 | 73632.70 | 117115.50 | 145849.93 | 164383.47 | 折旧与摊销 | 2195.17 | 1610.56 | 1900.56 | 2110.56 |
| 营业税金及附加 | 261.54 | 553.73 | 874.05 | 1207.57 | 财务费用 | 272.12 | 694.50 | 961.68 | 1220.40 |
| 销售费用 | 2399.20 | 4429.82 | 5943.53 | 7647.92 | 资产减值损失 | -1363.06 | -800.00 | -800.00 | -1000.00 |
| 管理费用 | 3429.74 | 5814.14 | 7691.63 | 9660.53 | 经营营运资本变动 | 4504.99 | -2254.31 | -6599.42 | -6380.81 |
| 财务费用 | 272.12 | 694.50 | 961.68 | 1220.40 | 其他 | -24.70 | 283.74 | 629.35 | 923.93 |
| 资产减值损失 | -1363.06 | -800.00 | -800.00 | -1000.00 | 经营活动现金流净额 | 9237.09 | 7812.40 | 6916.74 | 10522.34 |
| 投资收益 | 610.07 | 1134.56 | 465.87 | 335.60 | 资本支出 | -2105.00 | -3000.00 | -3000.00 | -3000.00 |
| 公允价值变动损益 | -3.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -6860.65 | 1269.30 | 534.65 | 343.06 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -8965.65 | -1730.70 | -2465.35 | -2656.94 |
| 营业利润 | 4077.56 | 10158.73 | 13154.79 | 16476.77 | 短期借款 | 3070.93 | -1718.39 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -93.49 | -420.00 | -420.00 | -420.00 | 长期借款 | 566.26 | 500.00 | 500.00 | 500.00 |
| 利润总额 | 3984.07 | 9738.73 | 12734.79 | 16056.77 | 股权融资 | 5810.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 331.51 | 1460.81 | 1910.22 | 2408.52 | 支付股利 | -498.55 | -736.00 | -1645.58 | -2154.91 |
| 净利润 | 3652.57 | 8277.92 | 10824.57 | 13648.26 | 其他 | -2776.50 | -4872.74 | -961.68 | -1220.40 |
| 少数股东损益 | -27.45 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 筹资活动现金流净额 | 6172.85 | -6827.13 | -2107.26 | -2875.32 |
| 归属母公司股东净利润 | 3680.02 | 8227.92 | 10774.57 | 13598.26 | 现金流量净额 | 7053.98 | -745.42 | 2344.13 | 4990.08 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 19142.93 | 18397.50 | 20741.63 | 25731.71 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 19005.98 | 28443.83 | 35051.37 | 39314.22 | 销售收入增长率 | 91.21% | 62.76% | 26.28% | 15.13% |
| 存货 | 18714.70 | 29180.42 | 36437.48 | 41070.87 | 营业利润增长率 | 80.35% | 149.14% | 29.49% | 25.25% |
| 其他流动资产 | 4201.45 | 7262.04 | 9012.16 | 10327.27 | 净利润增长率 | 97.44% | 126.63% | 30.76% | 26.09% |
| 长期股权投资 | 3649.44 | 3649.44 | 3649.44 | 3649.44 | EBITDA 增长率 | 70.92% | 90.44% | 28.51% | 23.67% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 16341.81 | 18020.45 | 19409.10 | 20587.74 | 毛利率 | 13.43% | 15.40% | 16.57% | 18.32% |
| 无形资产和开发支出 | 2786.12 | 2501.87 | 2217.61 | 1933.36 | 三费率 | 7.17% | 7.90% | 8.35% | 9.21% |
| 其他非流动资产 | 6133.64 | 6128.69 | 6123.74 | 6118.79 | 净利率 | 4.29% | 5.98% | 6.19% | 6.78% |
| 资产总计 | 89976.06 | 113584.25 | 132642.53 | 148733.39 | ROE | 12.68% | 22.92% | 23.90% | 24.03% |
| 短期借款 | 9718.39 | 8000.00 | 8000.00 | 8000.00 | ROA | 4.06% | 7.29% | 8.16% | 9.18% |
| 应付和预收款项 | 31813.07 | 53370.52 | 60451.06 | 63065.90 | ROIC | 17.73% | 33.99% | 33.37% | 32.93% |
| 长期借款 | 3572.23 | 4072.23 | 4572.23 | 5072.23 | EBITDA/销售收入 | 7.70% | 9.00% | 9.16% | 9.84% |
| 其他负债 | 16076.83 | 12027.91 | 14326.67 | 15809.35 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 61180.51 | 77470.66 | 87349.95 | 91947.47 | 总资产周转率 | 1.11 | 1.36 | 1.42 | 1.43 |
| 股本 | 2173.24 | 2173.24 | 2173.24 | 2173.24 | 固定资产周转率 | 6.63 | 9.58 | 9.95 | 10.50 |
| 资本公积 | 17224.65 | 17224.65 | 17224.65 | 17224.65 | 应收账款周转率 | 7.51 | 8.15 | 7.85 | 7.79 |
| 留存收益 | 6717.20 | 14209.12 | 23338.11 | 34781.45 | 存货周转率 | 4.65 | 4.88 | 4.44 | 4.24 |
| 归属母公司股东权益 | 26338.97 | 33607.01 | 42736.00 | 54179.34 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 85.91% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 2456.58 | 2506.58 | 2556.58 | 2606.58 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 28795.55 | 36113.59 | 45292.58 | 56785.92 | 资产负债率 | 68.00% | 68.21% | 65.85% | 61.82% |
| 负债和股东权益合计 | 89976.06 | 113584.25 | 132642.53 | 148733.39 | 带息债务/总负债 | 21.72% | 15.58% | 14.39% | 14.22% |
| | | | | | 流动比率 | 1.11 | 1.18 | 1.26 | 1.38 |
| | | | | | 速动比率 | 0.77 | 0.76 | 0.81 | 0.89 |
| | | | | | 股利支付率 | 13.55% | 8.95% | 15.27% | 15.85% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 6544.85 | 12463.79 | 16017.03 | 19807.73 | 每股收益 | 1.69 | 3.79 | 4.96 | 6.26 |
| PE | 29.06 | 13.00 | 9.92 | 7.86 | 每股净资产 | 12.12 | 15.46 | 19.66 | 24.93 |
| PB | 4.06 | 3.18 | 2.50 | 1.97 | 每股经营现金 | 4.25 | 3.59 | 3.18 | 4.84 |
| PS | 1.26 | 0.77 | 0.61 | 0.53 | 每股股利 | 0.23 | 0.34 | 0.76 | 0.99 |
| EV/EBITDA | 15.10 | 7.56 | 5.77 | 4.44 | | | | | |
| 股息率 | 0.47% | 0.69% | 1.54% | 2.02% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrwf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |