

天合光能 (688599)

2023 年中报业绩预告点评: 23Q2 组件出货 稳增, 盈利坚挺

买入 (维持)

2023 年 07 月 26 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

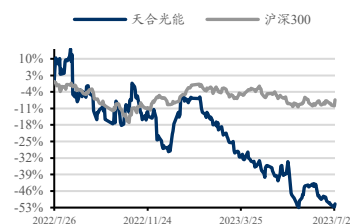
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	85,052	128,814	163,086	196,967
同比	91%	51%	27%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	3,680	7,457	9,514	11,649
同比	104%	103%	28%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.69	3.43	4.38	5.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.49	10.61	8.31	6.79

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报业绩预告, 2023H1 实现归属于母公司净利润 33.3~37.5 亿元, 同增 162%~196%; 实现扣除非经常性损益净利润 35.0~39.3 亿元, 同增 204%~241%。2023Q2 实现归属于母公司净利润 15.6~19.8 亿元, 同增 115%~173%, 环比-12%~+12%; 实现扣除非经常性损益净利润 17.7~22.0 亿元, 同增 169%~233%, 环增 2%~27%, 投资收益与资产减值基本对冲, 存货减值与汇兑正向贡献基本对冲, 业绩符合预期。
- **2023Q2 出货稳步增长, 盈利坚挺。** 公司 2023H1 出货 27GW+ (含 4GW+分布式系统), 其中 2023Q2 出货约 14GW+, 确认收入口径约 12GW, 环增 15%, 单瓦净利环比持平约 1.1-1.2 毛, 盈利坚挺, 我们预计贡献业绩 13-15 亿元; 美国 2023H1 出货约 2GW, 其中 2023Q2 约 1GW+, 环增 10%+, 单瓦净利 5 毛+。展望 2023 全年, 我们预计组件出货 65GW, 其中美国出货 4-5GW, N 型出货 20GW。
- **分布式+支架贡献业绩增量, 储能逐步趋向盈亏平衡。** 2023H1 公司分布式出货 4GW+, 其中 2023Q2 出货约 2GW, 环比略降, 受益硅价及组件下行, 分布式盈利进一步提升至单瓦盈利 0.16+元, 环增 3 分左右, 贡献业绩 3-3.5 亿元; 我们预计 2023 全年开发 10-12GW (权益 7.4-8.8GW), 同增 60%+; 支架 2023H1 出货 3GW+, 其中 2023Q2 出货约 2GW, 环增 40%+, 贡献正向业绩, 单瓦盈利约 1.5 分+, 贡献业绩超 0.3 亿元, 我们预计 2023 全年出货约 8-9GW, 同比翻倍增长, 跟踪支架占比 50%+, 目标全球前三。储能 2023H1 出货 400-500MWh, 其中 2023Q2 出货 300+MWh, 环比约翻倍增长, 2023Q2 微亏, 我们预计 2023 全年出货 3.5-4GWh, 海外占比 30-40%, 可实现盈利贡献, 24 年出货有望翻番, 公司逐步自制电芯, 目标 100% 自制, 毛利率进一步提升, 储能市占率目标全球 10%。
- **一体化加速建设, N 型产能不断释放, 2023H2 成本持平 PERC。** 硅片端公司青海+东南亚产能逐步投产, 我们预计 2023 全年自供硅片 13GW+, 2024 年自供超 40GW, 一体化配套率提升增厚公司盈利, 我们预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW。N 型产能不断加速释放, 宿迁 8GW+泰国 2.5GW 电池已满产, 淮安及青海各 5GW 分别于 6、7 月点火投产逐步爬坡自供, 我们预计 2023 年 N 型电池超 40GW, 电池自配率达 70-80%, 增强核心竞争力。技术上 TOPCON 目前量产效率达 25.5% (良率 97-98%), 年底目标效率 25.8%, 我们预计 2023H2 成本持平 PERC!
- **盈利预测与投资建议:** 基于光伏需求旺盛, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元, 同增 103%/28%/22%, 基于公司光伏组件龙头地位, 我们给予公司 2023 年 16 倍 PE, 对应目标价 54.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.39
一年最低/最高价	35.22/88.33
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	79,095.85
总市值(百万元)	79,095.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.89
资产负债率(% ,LF)	70.96
总股本(百万股)	2,173.56
流通 A 股(百万股)	2,173.56

相关研究

《天合光能(688599): 2023 年一季报点评: Q1 量利高增, 看好 23 年组件一体化深化, 全业务多点开花》

2023-04-27

《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》

2023-04-25

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	90,362	110,201	133,146	营业总收入	85,052	128,814	163,086	196,967
货币资金及交易性金融资产	19,232	12,964	22,000	21,601	营业成本(含金融类)	73,633	110,175	139,646	169,107
经营性应收款项	17,434	35,669	40,341	51,614	税金及附加	262	580	734	886
存货	18,715	32,097	37,828	47,440	销售费用	2,399	3,607	4,403	5,121
合同资产	1,037	2,122	2,337	3,034	管理费用	2,209	3,478	4,322	4,924
其他流动资产	4,648	7,509	7,696	9,457	研发费用	1,221	2,319	2,772	3,151
非流动资产	28,911	32,729	37,543	42,403	财务费用	272	384	277	320
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	加:其他收益	309	412	489	591
固定资产及使用权资产	12,379	16,578	21,051	25,720	投资净收益	610	902	815	985
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)	(258)	(245)	(295)
长期待摊费用	49	84	75	55	营业利润	4,078	8,817	11,251	13,747
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	123,091	147,744	175,550	利润总额	3,984	8,776	11,184	13,693
流动负债	54,950	77,836	91,509	106,244	减:所得税	332	1,183	1,505	1,843
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	7,593	9,679	11,850
经营性应付款项	30,114	57,280	67,540	78,909	减:少数股东损益	(27)	137	165	201
合同负债	4,967	6,060	8,189	10,208	归属母公司净利润	3,680	7,457	9,514	11,649
其他流动负债	6,196	10,542	11,826	13,173	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.43	4.38	5.36
非流动负债	6,231	8,866	10,091	11,311	EBIT	4,785	8,657	11,209	13,777
长期借款	3,572	4,772	5,972	7,172	EBITDA	6,992	9,759	12,620	15,452
应付债券	0	1,400	1,400	1,400	毛利率(%)	13.43	14.47	14.37	14.14
租赁负债	54	89	114	134	归母净利率(%)	4.33	5.79	5.83	5.91
其他非流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	收入增长率(%)	91.21	51.45	26.61	20.78
负债合计	61,181	86,702	101,600	117,555	归母净利润增长率(%)	103.97	102.63	27.60	22.43
归属母公司股东权益	26,339	33,796	43,387	55,035					
少数股东权益	2,457	2,593	2,758	2,959					
所有者权益合计	28,796	36,389	46,144	57,995					
负债和股东权益	89,976	123,091	147,744	175,550					

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	5,696	13,936	4,855	每股净资产(元)	12.14	15.58	19.32	24.51
投资活动现金流	(8,966)	(4,366)	(5,791)	(5,989)	最新发行在外股份(百万股)	2,174	2,174	2,174	2,174
筹资活动现金流	6,173	(7,598)	890	735	ROIC(%)	10.80	16.16	18.62	18.59
现金净增加额	7,054	(6,268)	9,035	(399)	ROE-摊薄(%)	13.97	22.06	21.93	21.17
折旧和摊销	2,208	1,102	1,411	1,675	资产负债率(%)	68.00	70.44	68.77	66.96
资本开支	(8,076)	(5,298)	(6,612)	(6,979)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.49	10.61	8.31	6.79
营运资本变动	1,855	(4,873)	1,141	(9,047)	P/B (现价)	3.00	2.34	1.88	1.48

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>