

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天合光能 (688599)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩符合预期, 出货量及单瓦盈利环比持续提升

2023年08月30日

事件:

- 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 公司实现营业收入 493.84 亿元, 同比增长 38.21%; 实现归母净利润 35.40 亿元, 同比增长 178.88%, 实现扣非后归母净利润为 37.12 亿元, 同比增长 222.60%。2023Q2 公司实现营业收入 280.65 亿元, 同比增长 37.18%, 环比增长 31.64%; 实现归母净利润 17.72 亿元, 同比增长 144.05%, 环比增长 0.24%; 实现扣非后归母净利润为 19.82 亿元, 同比增长 200.46%, 环比增长 14.59%。

点评:

- 组件出货、盈利环比持续提升, TOPCON 放量在即。截至 2023 年 6 月底, 公司累计组件出货 150GW, 2023 年上半年公司组件出货约 27GW, 其中我们预计 2023Q2 公司组件出货 14GW, 确认销售 12GW, 单瓦盈利近 0.12 元/W, 环比 Q1 均有所提升。同时, 公司积极布局 N 型电池领域, 当前最高量产线平均效率已达 25.8%, 至尊 N 型 700W+ 组件已实现量产。公司预计 2023 年底硅片、电池片、组件产能分别可达 50GW、75GW、95GW, 其中 N 型 i-TOPCON 电池片产能将达 40GW。
- 持续提高光伏系统整体解决方案能力。2023H1 年公司支架业务实现出货 3.3GW, 2023Q2 支架出货 2GW, 全年出货目标 8GW 以上。分布式系统业务 2023H1 年实现出货 4.5GW, 2023Q2 实现出货 2.5GW, 全年目标 10GW 以上。同时公司不断丰富分布式光伏应用场景, 户用场景下, 开创性发布了“富家光伏花园”, 在工商业领域, 推出全新天能瓦 3.0PRO 光伏屋面维护系统推动建筑能源转型。
- 储能业务不断开拓, 一体化产业布局规模迅速扩大。2023H1 公司储能系统交付实现大幅增长, 全年出货目标 3-4GWh。在产能制造端, 公司深入布局垂直一体化产业, 公司预计 2023 年底储能电池、直流电池舱及交直流产品组合达到 12GWh 产能, 2024Q2 末达到 25GWh 产能。
- 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 1121.95、1340.41、1660.37 亿元, 同比增长 31.9%、19.5%、23.9%; 归母净利润分别是 75.69、94.10、123.68 亿元, 同比增长 105.7%、24.3%和 31.4%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 10.23、8.23、6.26 倍, 维持“买入”评级。
- 风险因素: 光伏需求不及预期、技术路线变化风险、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	44,480	85,052	112,195	134,041	166,037
增长率 YoY %	51.2%	91.2%	31.9%	19.5%	23.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,804	3,680	7,569	9,410	12,368
增长率 YoY%	46.8%	104.0%	105.7%	24.3%	31.4%
毛利率%	14.1%	13.4%	18.2%	18.7%	18.8%
净资产收益率ROE%	10.5%	14.0%	22.4%	22.3%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.83	1.69	3.48	4.33	5.69
市盈率 P/E(倍)	42.90	21.03	10.23	8.23	6.26
市净率 P/B(倍)	4.52	2.94	2.30	1.83	1.45

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	41,861	61,065	76,096	96,613	129,433	
货币资金	10,690	19,143	19,985	24,375	40,120	
应收票据	2,297	2,292	3,941	4,995	6,074	
应收账款	8,170	13,210	17,755	19,128	26,693	
预付账款	2,102	1,464	3,670	4,358	5,396	
存货	12,754	18,715	24,314	35,611	42,575	
其他	5,849	6,241	6,432	8,146	8,575	
非流动资产	21,679	28,911	34,748	35,121	34,730	
长期股权投资	2,048	3,649	3,649	3,649	3,649	
固定资产	13,361	12,302	16,551	16,863	17,129	
无形资产	894	2,632	2,632	2,632	2,632	
其他	5,376	10,327	11,916	11,977	11,320	
资产总计	63,540	89,976	110,844	131,735	164,163	
流动负债	35,049	54,950	68,432	80,853	102,150	
短期借款	6,647	9,718	14,718	19,718	24,718	
应付票据	11,365	18,081	22,699	25,721	34,231	
应付账款	7,344	12,033	14,473	16,999	21,969	
其他	9,693	15,117	16,541	18,415	21,232	
非流动负债	10,327	6,231	6,231	6,231	6,231	
长期借款	3,006	3,572	3,572	3,572	3,572	
其他	7,321	2,659	2,659	2,659	2,659	
负债合计	45,376	61,181	74,663	87,084	108,381	
少数股东权益	1,052	2,457	2,457	2,457	2,457	
归母股东权益	17,112	26,339	33,725	42,194	53,326	
负债和股东权益	63,540	89,976	110,844	131,735	164,163	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	44,480	85,052	112,195	134,041	166,037	
同比 (%)	51.2%	91.2%	31.9%	19.5%	23.9%	
归属母公司净利润	1,804	3,680	7,569	9,410	12,368	
同比 (%)	46.8%	104.0%	105.7%	24.3%	31.4%	
毛利率 (%)	14.1%	13.4%	18.2%	18.7%	18.8%	
ROE%	10.5%	14.0%	22.4%	22.3%	23.2%	
EPS (摊薄)(元)	0.83	1.69	3.48	4.33	5.69	
P/E	42.90	21.03	10.23	8.23	6.26	
P/B	4.52	2.94	2.30	1.83	1.45	
EV/EBITDA	46.87	19.52	6.45	4.95	3.45	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	44,48	85,052	112,195	134,041	166,037	
营业成本	38,19	73,633	91,754	108,945	134,891	
营业税金及附加	137	262	449	536	664	
销售费用	1,408	2,399	4,263	4,691	5,645	
管理费用	1,483	2,209	4,039	4,557	5,479	
研发费用	925	1,221	2,356	2,547	3,155	
财务费用	289	272	385	647	856	
减值损失合计	-279	-1,363	-1,800	-1,300	-1,000	
投资净收益	528	610	1,890	677	617	
其他	-36	-226	-132	-49	-51	
营业利润	2,261	4,078	8,907	11,445	14,912	
营业外收支	13	-93	-15	-15	-15	
利润总额	2,274	3,984	8,892	11,430	14,897	
所得税	424	332	1,323	2,020	2,529	
净利润	1,850	3,653	7,569	9,410	12,368	
少数股东损益	46	-27	0	0	0	
归属母公司净利润	1,804	3,680	7,569	9,410	12,368	
EBITDA	3,616	6,992	12,365	16,242	20,143	
EPS (当年) (元)	0.87	1.72	3.48	4.33	5.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,098	9,237	4,922	5,216	16,702	
净利润	1,850	3,653	7,569	9,410	12,368	
折旧摊销	1,294	2,208	2,663	3,127	3,591	
财务费用	561	430	672	947	1,222	
投资损失	-963	-610	-1,890	-677	-617	
营运资金变动	-2,080	2,074	-6,207	-9,156	-1,128	
其它	437	1,483	2,115	1,565	1,265	
投资活动现金流	-6,852	-8,966	-8,225	-3,938	-3,498	
资本支出	-6,427	-8,076	-10,115	-4,615	-4,115	
长期投资	-1,028	-166	0	0	0	
其他	603	-723	1,890	677	617	
筹资活动现金流	8,714	6,173	4,145	3,112	2,541	
吸收投资	481	2,196	574	0	0	
借款	19,91	19,295	5,000	5,000	5,000	
支付利息或股息	-871	-940	-1,429	-1,888	-2,459	
现金流净增加额	2,371	7,054	842	4,390	15,745	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。