

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！

买入（维持）

2023 年 01 月 10 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	44,480	91,585	123,644	154,793
同比	51%	106%	35%	25%
归属母公司净利润（百万元）	1,804	3,748	7,136	9,648
同比	47%	108%	90%	35%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.83	1.73	3.29	4.45
P/E（现价&最新股本摊薄）	86.18	41.49	21.79	16.12

关键词：#业绩超预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年度业绩预告，公司预计实现归母净利润 34.2-40.2 亿元，同增 90%-123%，扣非归母净利润 32.1-38.0 亿元，同增 107%-146%。其中 2022Q4 归母净利润 10.2-16.2 亿元，同增 57%-150%，环增-10%-43%，扣非归母净利润 9.7-15.6 亿元，同增 69%-171%，环增-11%-43%。公司 2022Q4 电站及资产类计提减值损失 8-9 亿元，汇兑损失约 2 亿元，硅料硅片等投资收益约 8-10 亿元，基本对冲减值及汇兑损失，若考虑减值冲回，业绩略超市场预期。

■ **Q4 组件出货高增、单瓦利润再创新高！**我们预计公司 2022 年组件出货约 43GW，同增约 75%，其中 2022Q4 出货 13GW，我们测算单瓦盈利 9 分/W 左右，环比提升 1 分，贡献 11-12 亿元利润，单瓦盈利创新高，主要在于硅料硅片降价及运费下降。2023 年公司预计组件出货 60-65GW，同增 50%，看好盈利继续提升：①受益上游原材料价格快速下降，在手高价订单带来盈利提升；②我们预计 2023 年公司 TOPCon 出货 20GW 左右，享受新技术溢价；③硅片产能扩张带来一体化率提升，成本有望下降，推动组件量利双升！

■ **分布式系统高盈利、储能开始放量扭亏为盈！**我们预计 2022 年公司分布式系统出货 6-6.5GW，其中 2022Q4 出货 2GW+，单瓦盈利维持约 0.16 元/W，贡献 2-3 亿元利润；2023 年组件降价，分布式收益率提升，市场进一步扩大，我们预计公司开发 9-10GW，同增 45%+。支架 2022 年出货 4.3-4.5GW，其中跟踪支架 1.7-1.8GW，占比约为 40%，2022Q4 支架出货约 1.3-1.5GW，盈亏平衡；我们预计 2023 年出货 7-8GW，同比翻倍增长。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，我们预计 2022 年出货 1.8-2GWh，2023 年国内海外齐发力，我们预计出货 3-4GWh，可实现盈利贡献。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司组件出货高增，户用分布式高盈利，储能业务放量，我们上调 2022-2024 年公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 37.5/71.4/96.5 亿元，（前值为 37.0/66.1/90.6 亿元），同比+108%/+90%/+35%，基于公司光伏龙头地位，同时储能业务发力，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 98.7 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.68
一年最低/最高价	42.82/88.33
市净率(倍)	6.37
流通 A 股市值(百万元)	94,922.87
总市值(百万元)	155,497.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.25
资产负债率(% ,LF)	69.79
总股本(百万股)	2,169.33
流通 A 股(百万股)	1,324.26

相关研究

《天合光能(688599)：2022 年三季报点评：各环节盈利持续改善，看好明年量利双升》

2022-10-31

《天合光能(688599)：2022 年中报点评：组件出货高增，多业务持续向好》

2022-08-26

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	41,861	65,980	81,760	100,957	营业总收入	44,480	91,585	123,644	154,793
货币资金及交易性金融资产	11,120	5,564	2,289	1,961	营业成本(含金融类)	38,191	80,308	105,572	131,497
经营性应收款项	13,016	27,178	35,010	44,706	税金及附加	137	412	556	697
存货	12,754	24,676	33,594	41,050	销售费用	1,408	2,656	3,462	4,179
合同资产	923	1,916	2,577	3,232	管理费用	1,483	2,381	3,338	4,102
其他流动资产	4,048	6,646	8,290	10,009	研发费用	925	1,484	2,226	2,631
非流动资产	21,679	25,605	30,523	35,486	财务费用	289	525	368	359
长期股权投资	2,048	2,048	2,048	2,048	加:其他收益	222	321	396	464
固定资产及使用权资产	13,416	16,574	20,461	24,819	投资净收益	528	1,328	866	774
在建工程	1,165	1,899	2,940	3,564	公允价值变动	-55	0	0	0
无形资产	894	894	894	894	减值损失	-396	-512	-740	-990
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	-86	-476	-247	-232
长期待摊费用	42	77	68	48	营业利润	2,261	4,480	8,396	11,344
其他非流动资产	3,959	3,959	3,959	3,959	营业外净收支	13	-7	3	-2
资产总计	63,540	91,585	112,284	136,443	利润总额	2,274	4,473	8,398	11,342
流动负债	35,049	59,435	72,966	87,490	减:所得税	424	649	1,132	1,527
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,005	2,357	2,357	2,357	净利润	1,850	3,824	7,266	9,815
经营性应付款项	18,708	43,611	53,785	64,770	减:少数股东损益	46	76	131	167
合同负债	2,042	4,417	5,412	7,001	归属母公司净利润	1,804	3,748	7,136	9,648
其他流动负债	5,294	9,050	11,412	13,362	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.83	1.73	3.29	4.45
非流动负债	10,327	10,162	9,987	9,807	EBIT	2,322	4,344	8,490	11,686
长期借款	3,006	4,206	5,406	6,606	EBITDA	3,616	5,338	9,796	13,259
应付债券	4,945	3,545	2,145	745	毛利率(%)	14.14	12.31	14.62	15.05
租赁负债	35	70	95	115	归母净利率(%)	4.06	4.09	5.77	6.23
其他非流动负债	2,341	2,341	2,341	2,341	收入增长率(%)	51.20	105.90	35.01	25.19
负债合计	45,376	69,597	82,953	97,298	归母净利润增长率(%)	46.77	107.71	90.40	35.21
归属母公司股东权益	17,112	20,860	28,072	37,720					
少数股东权益	1,052	1,128	1,259	1,426					
所有者权益合计	18,164	21,988	29,331	39,146					
负债和股东权益	63,540	91,585	112,284	136,443					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,098	6,005	2,961	6,389	每股净资产(元)	8.11	9.92	12.93	17.43
投资活动现金流	-6,852	-4,125	-5,674	-6,085	最新发行在外股份(百万股)	2,169	2,169	2,169	2,169
筹资活动现金流	8,714	-7,436	-562	-632	ROIC(%)	6.23	11.03	20.55	22.91
现金净增加额	2,371	-5,556	-3,275	-328	ROE-摊薄(%)	10.54	17.97	25.42	25.58
折旧和摊销	1,294	994	1,306	1,572	资产负债率(%)	71.41	75.99	73.88	71.31
资本开支	-6,427	-5,483	-6,544	-6,864	P/E(现价&最新股本摊薄)	86.18	41.49	21.79	16.12
营运资本变动	-2,260	-229	-6,873	-6,085	P/B(现价)	8.84	7.22	5.54	4.11

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>

