

Trina Solar (688599)

2022 earnings estimate quicktake: Trina Solar's profit and PV module shipments were on the rise in 22Q4, and the trend will likely continue in 2023 Buy (Maintain)

30 January 2023

 Research Analyst
 Ruibin Chen

(852) 3982 3212

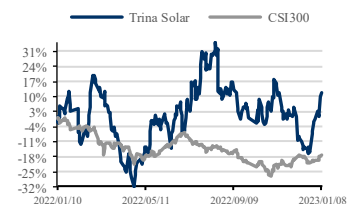
chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	44,480	91,585	123,644	154,793
Growth (YoY %)	51%	106%	35%	25%
Net profit (RMB mn)	1,804	3,748	7,136	9,648
Growth (YoY %)	47%	108%	90%	35%
EPS (RMB)	0.83	1.73	3.29	4.45
P/E (X)	86.18	41.49	21.79	16.12

Investment Thesis

- Event:** Trina Solar (TS) released its 2022 earnings estimate. TS's 2022 profit increased by 90-123% YoY to Rmb3.42-4.02bn, and its 22Q4 profit increased by 57% -150% YoY (-10%-43% QoQ) to Rmb1.02-1.62bn. TS's asset (power station) impairment loss was Rmb800-900mn, and exchange loss was about Rmb200mn in 22Q4. TS's investment income from silicon wafers was about Rmb0.8-1bn, which basically offsets its impairment and exchange losses.
- TS's PV module shipments increased rapidly and the profit per watt reached a new high.** We estimate that TS's PV module shipments have increased by 75% YoY to 43GW in 2022 and reached 13GW in 22Q4. We estimate that the profit per watt has increased by 0.01 Rmb/W QoQ to 0.09 Rmb/W, bringing profit of Rmb1.1-1.2bn in 22Q4. The record profit per watt was mainly due to the reduction in polysilicon wafer prices and freight rates. TS expect that its PV module shipments will increase by 50% YoY to 60-65GW in 2023. We are optimistic about TS's profitability in 2023: 1) Highly-priced existing orders and rapidly decreasing raw material prices will help improve profitability; 2) We expect TS's TOPCon cells to ship about 20GW in 2023 and enjoy a new technology premium; 3) Wafer capacity expansion helps reduce costs.
- TS's distributed system is highly profitable, and energy storage business has begun to turn losses into profits.** We expect that TS's distributed system has shipped 6-6.5GW in 2022 and 2GW+ in 22Q4 with profit per watt at 0.16 Rmb/W. With the expected decline of PV module prices in 2023, IRR of distributed PV system will likely increase. We expect that TS's distributed PV system shipment will increase by 45%+ YoY to 9-10GW. TS's solar panel mounts have shipped 4.3-4.5GW in 2022, of which 1.7-1.8GW of tracking mounts. We expect that TS's solar panel mount shipments will increase by 100%+ YoY to 7-8GW in 2023. TS's energy storage business mainly engages in the field of domestic large-scale energy storage. TS's energy storage product shipments in 2022 were 1.8-2GWh, and in 22Q4 quickly reached a large volume of about 1.5GWh, turning losses into profits. We expect that TS's energy storage products shipments will be about 3-4GWh in 2023, generating positive profits.
- Earnings Forecast & Rating: We maintain Buy rating with TP at Rmb98.7 (corresponding to PE ratio at 30x in 2023),** considering TS's quickly increasing shipments of PV modules and energy storage products. We revise up TS's earning forecast and expect that the net profit will increase by 108%/90%/35% YoY to Rmb3.75/7.14/9.65bn (previous value at Rmb3.70/6.61/9.06bn) in 2022/2023/2024 respectively.
- Risks:** Weaker-than-expected policy support, intensified market competition.

Price Movement



Market Data

Closing price (RMB)	71.68
52-week Range (RMB)	42.82/88.33
P/B (X)	6.37
Floating Market Cap (RMB mn)	94,922.87

Basic Data

BVPS (RMB)	11.25
Liabilities/Assets (%)	69.79
Total Issued Shares (mn)	2,169.33
Shares Outstanding (mn)	1,324.26

Related reports

《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

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng(曾朵红)**, **Yao chen(陈瑶)** and **Yanan Guo(郭亚男)**.

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 30 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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

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

基础数据

每股净资产(元)	11.25
资本负债率(%)	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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢 曾朵红、陈璐和郭亚男的指导。

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	营业收入	44,480	91,585	123,644	154,793
现金	11,120	5,564	2,289	1,961	减:营业成本	38,191	80,308	105,572	131,497
应收账款	13,016	27,178	35,010	44,706	营业税金及附加	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
其他流动资产	4,971	8,562	10,867	13,240	管理费用	1,483	2,381	3,338	4,102
非流动资产	21,679	25,605	30,523	35,486	研发费用	925	1,484	2,226	2,631
长期股权投资	2,048	2,048	2,048	2,048	财务费用	289	525	368	359
固定资产	13,416	16,574	20,461	24,819	资产减值损失	396	512	740	990
在建工程	1,165	1,899	2,940	3,564	加:投资净收益	528	1,328	866	774
无形资产	894	894	894	894	其他收益	167	321	396	464
其他非流动资产	4,156	4,190	4,180	4,161	资产处置收益	-86	-476	-247	-232
资产总计	63,540	91,585	112,284	136,443	营业利润	2,261	4,480	8,396	11,344
流动负债	35,049	59,435	72,966	87,490	加:营业外净收支	13	-7	3	-2
短期借款	9,005	2,357	2,357	2,357	利润总额	2,274	4,473	8,398	11,342
应付账款	18,708	43,611	53,785	64,770	减:所得税费用	424	649	1,132	1,527
其他流动负债	7,336	13,467	16,824	20,363	少数股东损益	46	76	131	167
非流动负债	10,327	10,162	9,987	9,807	归属母公司净利润	1,804	3,748	7,136	9,648
长期借款	3,006	4,206	5,406	6,606	EBIT	2,322	4,344	8,490	11,686
其他非流动负债	7,321	5,956	4,581	3,201	EBITDA	3,616	5,338	9,796	13,259
负债合计	45,376	69,597	82,953	97,298					
少数股东权益	1,052	1,128	1,259	1,426	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	17,112	20,860	28,072	37,720	每股收益(元)	0.83	1.73	3.29	4.45
负债和股东权益	63,540	91,585	112,284	136,443	每股净资产(元)	8.11	9.92	12.93	17.43
					发行在外股份(百万股)	2,169	2,169	2,169	2,169
					ROIC(%)	6.23	11.03	20.55	22.91
					ROE(%)	10.54	17.97	25.42	25.58
					毛利率(%)	14.14	12.31	14.62	15.05
					销售净利率(%)	4.06	4.09	5.77	6.23
					资产负债率(%)	71.41	75.99	73.88	71.31
					收入增长率(%)	51.2	105.9	35.01	25.19
					净利润增长率(%)	46.77	107.71	90.4	35.21
					P/E	86.18	41.49	21.79	16.12
					P/B	8.84	7.22	5.54	4.11

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

免责及评级说明部分

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

免责及评级说明部分

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

