

2023 年 04 月 28 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

## 天合光能（688599）

## 高景气带来强业绩，分布式+储能期待持续放量

## ◆ 全年业绩高增，盈利能力持续修复

公司发布 2022 年报与 2023 一季报，2022 全年营收 850.5 亿、同比+91.2%，归母净利润 36.8 亿、同比+104.0%，毛利率 13.4%、同比-0.7pcts，净利率 4.3%、同比+0.1pcts。其中 22Q4 营收 268.5 亿、同比+103.2%，归母净利润 12.8 亿、同/环比+97.2%/+12.8%，毛利率 13.4%、环比+0.1pcts，净利率 5.1%、环比+0.8pcts。23Q1 公司业绩持续上行，营收 213.2 亿、同比+39.6%，归母净利润 17.7 亿、同比+225.4%，毛利率 18.0%、同比+4.4pcts，净利率 8.6%、同比+4.9pcts，得益于硅料降价，组件盈利能力持续修复，需求火爆，是收入和盈利增长的核心动力。

## ◆ 海内外共振维持高景气，硅料下行打开行业增长空间

据国家能源局数据，2022 年中/美/欧光伏新增装机量达 87.4GW/17.0GW/42.0GW、同比+59.3%/-12.0%/+49.5%，进入 23Q1 以来，光伏淡季不淡、装机超预期。中国 2023Q1 装机达 33.7GW、同比+154.8%；Q1 中国向欧洲出口光伏产品 68.35 亿美元、同比+23.8%；美国 23 年前两月光伏新增装机 4.1GW、同比+66.3%。全年预期向好，据 CPIA、SPE 和 EIA 预测，中欧美今年新增装机有望达到 120/67.8/39.3GW、同比 37.3%/+61.4%/+123.8%，进一步拉动需求增长。另外，四月以来，多晶硅复投料/致密料/菜花料价格相继跌破 20 万元/吨大关，且持续降价的趋势明显，预计未来全行业将进入价跌量涨、终端招标/采购量快速增长的局面。

## ◆ 主营业务量价齐升，深度一体化、发行可转债扩张 N 型产能

公司 2022 全年组件出货 43.1GW，组件单瓦售价及毛利为 1.8/0.21 元，较 2021 年的 1.63/0.20 元均实现增长，呈量利齐升格局。组件外销 35.0GW、同比+66.1%，其中美国市场积累深厚、2020-2022 年收入占比为 20.3%/10.5%/6.4%，持续下降主要受政策影响，预计美国今年间面临缺电局面、最终将大规模采购中国产的光伏与储能产品，公司有望占得先机、提高北美市场销售占比。

2 月 4 日公司可转债发行获批，拟募集资金 88.6 亿元用于年产 35GW 直拉单晶项目建设，其中一期 20GW 已于今年初投产，二期 15GW 预计于 2024 年底投产。本次募投项目均为 N 型产能，助力公司 N 型一体化转型。预计至今年底，公司将拥有拉晶及切片产能 50GW、电池 75GW（其中 40GW TOPCon 电池）、组件 95GW，2023 年组件出货目标为 65GW，其中 N 型占比近 3 成。

## ◆ 分布式业务拟拆分上市拓宽融资渠道，储能有望持续放量

公司持续加码储能板块布局，2022 年全球出货近 2GWh（国内 1.5GWh+海外 0.5GWh），位列储能集成商国内第四、全球第六。2022 年公司推出 300Ah、12000 次循环的天合芯和以天合芯为内核的液冷系统 Trina Storage Elementa，实现 32%的度电成本下降。产能储备上，合资 10GWh 电芯生产线及 2GWh 模组生产线正逐步建设投产。有望匹配中美欧今年储能装机同比+139.1%/+123.8%/+66.7%的高增预期。受分布式业务拉动，2022 年公司系统业务持续增长，全年实现营收 142.5 亿元，营收占比上升至 16.8%，其中支架出货 4.4GW。海外光伏系统取得突破，澳洲电站规模增长至 260MW，欧洲业务迅速增长，新开拓德国、英国和东欧等市场。

2023 年 4 月，公司公告筹划子公司天合智慧筹划分拆上市事宜。当前公司持有天合智慧 73.57%股权，2022 年全年实现净利润 4.3 亿元，分拆不影响公司控股股东地位，本次分拆有利于拓宽子公司的融资渠道，优化资源配置，进一步提升公司持续盈利能力及核心竞争力。

## ◆ 投资建议与盈利预测

光伏需求超预期维持行业高景气。公司为全球光伏组件龙头，积极转型 N 型路线，分布式+储能业务有望持续高增，打造增长第二极。综上，我们认为公司的成长确定性高，上调 2023-2025 年归母净利润为 73.7、101.3 和 121.3 亿元，对应当前 PE 值分别为 14、11 和 9，维持“买入”评级。

## ◆ 风险提示

主要经济体不景气；各国储能政策改变；公司产能投放节奏不及预期；原材料价格波动。

| 财务数据与估值       | 2021A     | 2022A     | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|---------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入（百万元）     | 44,480.39 | 85,051.79 | 118,473.78 | 162,129.77 | 180,248.34 |
| 增长率（%）        | 51.20     | 91.21     | 39.30      | 36.85      | 11.18      |
| 归母净利润（百万元）    | 1,804.23  | 3,680.02  | 7,368.29   | 10,126.87  | 12,133.10  |
| 增长率（%）        | 46.77     | 103.97    | 100.22     | 37.44      | 19.81      |
| 毛利率（%）        | 14.14     | 13.43     | 15.31      | 15.18      | 15.88      |
| 每股收益（元）       | 0.83      | 1.69      | 3.39       | 4.66       | 5.58       |
| 市盈率 PE        | 59.15     | 29.00     | 14.48      | 10.54      | 8.80       |
| 市净率 PB        | 6.36      | 4.05      | 3.31       | 2.64       | 2.12       |
| 净资产收益率 ROE（%） | 8.15      | 10.54     | 13.97      | 22.82      | 25.03      |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023 年 04 月 28 日

收盘价(元):

49.20

目标价(元):

## 公司基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 2,173.24    |
| 总市值(百万)       | 106,727.93  |
| 流通股本(百万股)     | 1,328.97    |
| 流通市值(百万)      | 65,265.56   |
| 12 月最高/最低价(元) | 88.33/44.81 |
| 资产负债率(%)      | 69.79       |
| 每股净资产(元)      | 11.25       |
| 市盈率(TTM)      | 21.76       |
| 市净率(PB)       | 3.81        |
| 净资产收益率(%)     | 9.85        |

## 股价走势图



## 作者

曾帅

分析师

SAC 执业证书：S0640522050001

联系电话：

邮箱：zengshuai@avicsec.com

## 相关研究报告

【中航新能源】688599 天合光能：Q3 业绩超预期，N-TOPCon 电池+分布式蓄势待发，储能+钙钛矿-2021108 —2022-11-09

股市有风险入市需谨慎

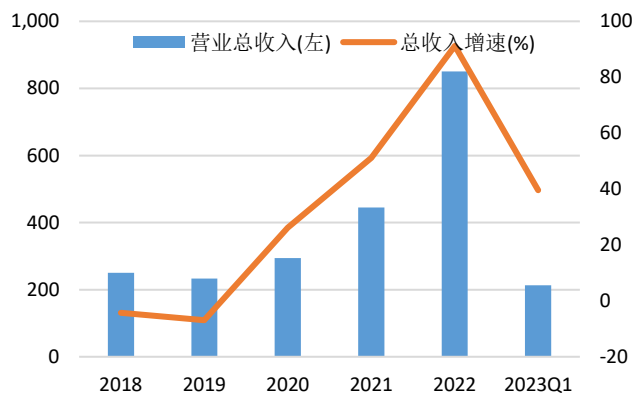
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

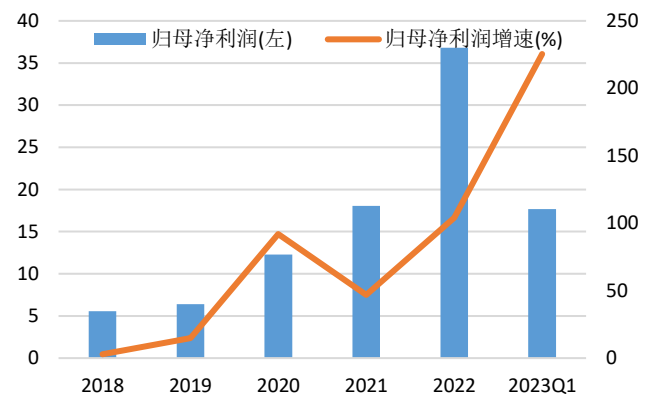
厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

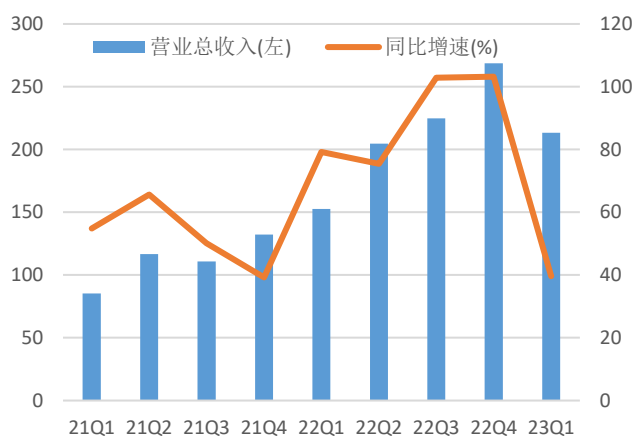
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

**图1 自 2019 年起，公司营收持续高增（亿元）**


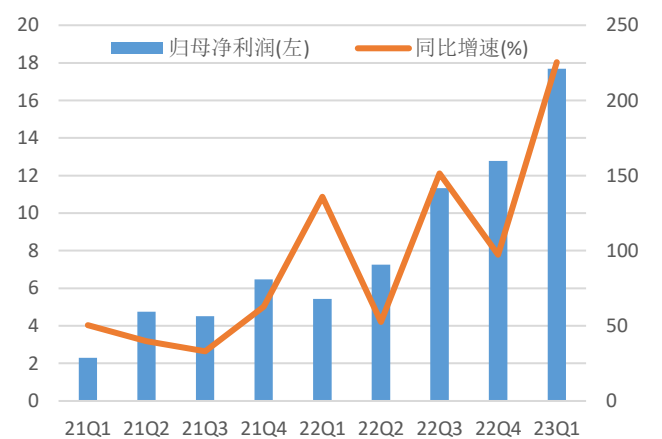
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 2022 年公司归母净利润实现翻倍增长（亿元）**


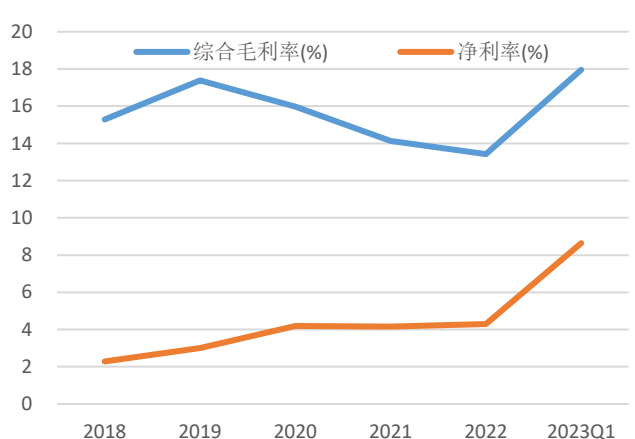
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 公司营收保持较高增速（亿元）**


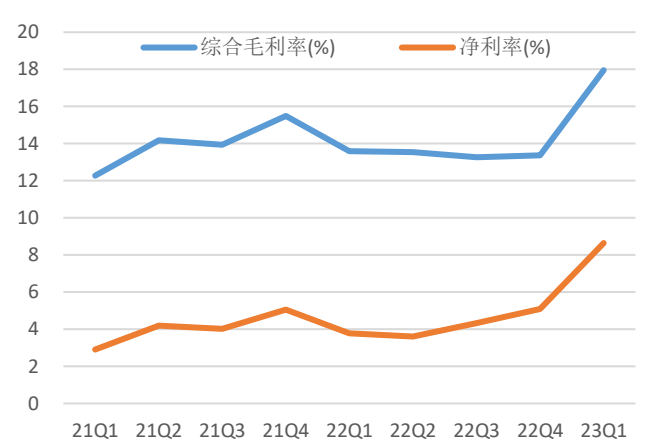
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图4 自 2022 起，公司归母净利润逐季提升（亿元）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

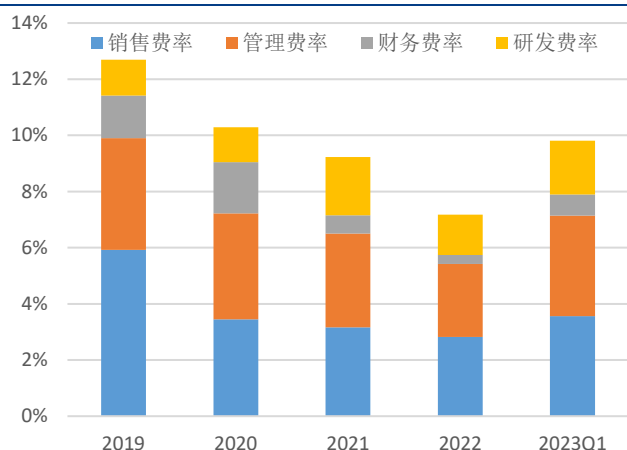
**图5 公司成本控制能力提高，盈利能力修复**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图6 公司净利率自 22Q2 起逐季上行**


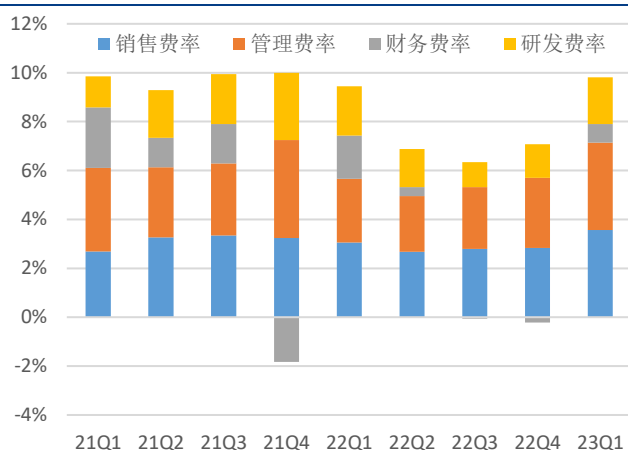
资料来源：iFind，中航证券研究所

图7 公司年度费用控制能力改善



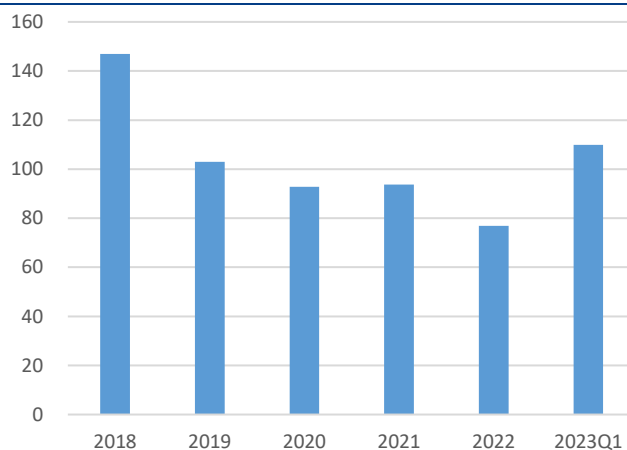
资料来源：iFind，中航证券研究所

图8 公司季度费用率情况（亿元）



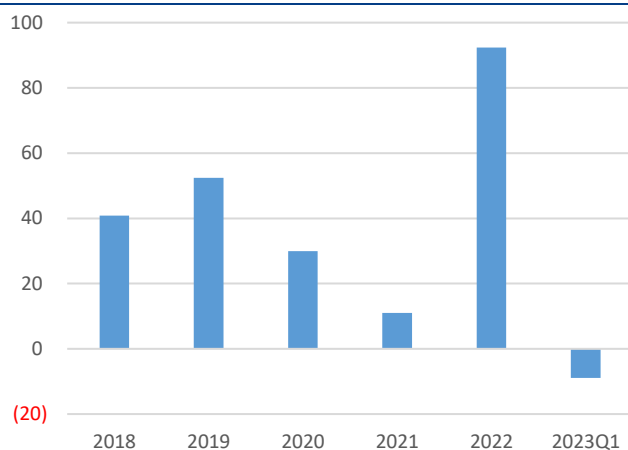
资料来源：iFind，中航证券研究所

图9 因产能扩张需求，23Q1 备货（存货周转天数）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图10 备货致 23Q1 经营性现金流净额转负（亿元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

| 资产负债表   |       |       |        |        |        | 利润表        |         |        |        |        |        |       |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 会计年度    | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 会计年度       | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |       |
| 货币资金    | 10690 | 19143 | 11847  | 16213  | 18025  | 营业收入       | 44480   | 85052  | 118474 | 162130 | 180248 |       |
| 应收票据及账款 | 11838 | 17007 | 27087  | 37069  | 41211  | 营业成本       | 38191   | 73633  | 100330 | 137517 | 151628 |       |
| 预付账款    | 2102  | 1464  | 3941   | 5393   | 5996   | 税金及附加      | 137     | 262    | 365    | 499    | 555    |       |
| 其他应收款   | 2365  | 2145  | 5313   | 7271   | 8083   | 销售费用       | 1408    | 2399   | 3554   | 4459   | 4867   |       |
| 存货      | 12754 | 18715 | 29302  | 40162  | 44284  | 管理费用       | 1483    | 2209   | 3317   | 4215   | 4686   |       |
| 其他流动资产  | 2113  | 2593  | 5121   | 6906   | 7647   | 研发费用       | 925     | 1221   | 1777   | 2432   | 2704   |       |
| 流动资产总计  | 41861 | 61065 | 82612  | 113014 | 125246 | 财务费用       | 289     | 272    | 506    | 527    | 568    |       |
| 长期股权投资  | 2048  | 3649  | 5022   | 6395   | 7768   | 资产减值损失     | -279    | -1363  | -1185  | -1621  | -1802  |       |
| 固定资产    | 13416 | 12379 | 13819  | 17723  | 23798  | 信用减值损失     | -117    | -359   | -355   | -486   | -541   |       |
| 在建工程    | 1165  | 4039  | 10033  | 13360  | 13686  | 其他经营损益     | -0      | 0      | 0      | 0      | 0      |       |
| 无形资产    | 894   | 2632  | 2193   | 1755   | 1316   | 投资收益       | 528     | 610    | 1396   | 1304   | 1103   |       |
| 长期待摊费用  | 42    | 49    | 25     | 0      | 0      | 公允价值变动损益   | -55     | -3     | 0      | 0      | 0      |       |
| 其他非流动资产 | 4113  | 6161  | 6461   | 6461   | 6461   | 资产处置收益     | -86     | -173   | -112   | -112   | -112   |       |
| 非流动资产合计 | 21679 | 28911 | 37553  | 45694  | 53030  | 其他收益       | 222     | 309    | 205    | 205    | 205    |       |
| 资产总计    | 63540 | 89976 | 120165 | 158708 | 178276 | 营业利润       | 2261    | 4078   | 8573   | 11769  | 14094  |       |
| 短期借款    | 6647  | 9718  | 6474   | 22976  | 20466  | 营业外收入      | 36      | 35     | 34     | 34     | 34     |       |
| 应付票据及账款 | 18708 | 30114 | 50396  | 69076  | 76164  | 营业外支出      | 24      | 128    | 70     | 70     | 70     |       |
| 其他流动负债  | 9693  | 15117 | 20940  | 28620  | 31623  | 其他非经营损益    | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |       |
| 流动负债合计  | 35049 | 54950 | 77811  | 120671 | 128253 | 利润总额       | 2274    | 3984   | 8537   | 11733  | 14058  |       |
| 长期借款    | 7986  | 3626  | 4957   | -7601  | -5488  | 所得税        | 424     | 332    | 1119   | 1537   | 1842   |       |
| 其他非流动负债 | 2341  | 2605  | 2605   | 2605   | 2605   | 净利润        | 1850    | 3653   | 7419   | 10196  | 12216  |       |
| 非流动负债合计 | 10327 | 6231  | 7562   | -4996  | -2884  | 少数股东损益     | 46      | -27    | 50     | 69     | 83     |       |
| 负债合计    | 45376 | 61181 | 85373  | 115675 | 125369 | 归属母公司净利润   | 1804    | 3680   | 7368   | 10127  | 12133  |       |
| 股本      | 2074  | 2173  | 2173   | 2173   | 2173   | EBITDA     | 3842    | 6451   | 12074  | 16493  | 20662  |       |
| 资本公积    | 11514 | 17225 | 17225  | 17225  | 17225  | NOPLAT     | 2213    | 4171   | 8006   | 10802  | 12857  |       |
| 留存收益    | 3525  | 6941  | 12887  | 21059  | 30850  | EPS (元)    | 1       | 2      | 3      | 5      | 6      |       |
| 归属母公司权益 | 17112 | 26339 | 32285  | 40457  | 50248  | 主要财务比率     |         |        |        |        |        |       |
| 少数股东权益  | 1052  | 2457  | 2507   | 2576   | 2659   |            | 会计年度    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E |
| 股东权益合计  | 18164 | 28796 | 34792  | 43033  | 52907  |            | 成长能力    |        |        |        |        |       |
| 负债和股东权益 | 63540 | 89976 | 120165 | 158708 | 178276 |            | 营收增长率   | 51.2%  | 91.2%  | 39.3%  | 36.8%  | 11.2% |
|         |       |       |        |        |        |            | 营业利润增长率 | 57.7%  | 80.3%  | 110.2% | 37.3%  | 19.8% |
| 现金流量表   |       |       |        |        |        | EBIT 增长率   | 31.7%   | 66.1%  | 112.5% | 35.6%  | 19.3%  |       |
| 会计年度    | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | EBITDA 增长率 | 23.5%   | 67.9%  | 87.2%  | 36.6%  | 25.3%  |       |
| 税后经营利润  | 1850  | 3653  | 6156   | 9013   | 11208  | 归母净利润增长率   | 46.8%   | 104.0% | 100.2% | 37.4%  | 19.8%  |       |
| 折旧与摊销   | 1279  | 2195  | 3031   | 4233   | 6037   | 经营现金流增长率   | -63.8%  | 751.2% | -26.0% | 109.0% | 23.8%  |       |
| 财务费用    | 289   | 272   | 506    | 527    | 568    | 盈利能力       |         |        |        |        |        |       |
| 投资损失    | -528  | -610  | -1396  | -1304  | -1103  | 毛利率        | 14.1%   | 13.4%  | 15.3%  | 15.2%  | 15.9%  |       |
| 营运资金变动  | -2260 | 1855  | -2737  | 322    | -329   | 净利率        | 4.2%    | 4.3%   | 6.3%   | 6.3%   | 6.8%   |       |
| 其他经营现金流 | 454   | 1860  | 1265   | 1473   | 1272   | 营业利润率      | 5.1%    | 4.8%   | 7.2%   | 7.3%   | 7.8%   |       |
| 经营性现金净流 | 1084  | 9225  | 6825   | 14264  | 17652  | ROE        | 10.5%   | 14.0%  | 22.8%  | 25.0%  | 24.1%  |       |
| 资本支出    | 5689  | 7845  | 10000  | 11000  | 12000  | ROA        | 2.8%    | 4.1%   | 6.1%   | 6.4%   | 6.8%   |       |
| 长期投资    | -1100 | -526  | 0      | 0      | 0      | ROIC       | 12.8%   | 16.2%  | 26.4%  | 24.0%  | 22.5%  |       |
| 其他投资现金流 | -63   | -594  | -279   | -359   | -533   | 估值倍数       |         |        |        |        |        |       |
| 投资性现金净流 | -6852 | -8966 | -10279 | -11359 | -12533 | P/E        | 59      | 29     | 14     | 11     | 9      |       |
| 短期借款    | 1580  | 3071  | -3244  | 16501  | -2509  | P/S        | 2       | 1      | 1      | 1      | 1      |       |
| 长期借款    | 3877  | -4359 | 1331   | -12558 | 2112   | P/B        | 6       | 4      | 3      | 3      | 2      |       |
| 普通股增加   | 6     | 100   | 0      | 0      | 0      | 股息率        | 0.5%    | 0.0%   | 1.3%   | 1.8%   | 2.2%   |       |
| 资本公积增加  | 352   | 5711  | 0      | 0      | 0      | EV/EBIT    | 67      | 33     | 13     | 10     | 8      |       |
| 其他筹资现金流 | 2899  | 1651  | -1929  | -2482  | -2910  | EV/EBITDA  | 45      | 22     | 10     | 7      | 6      |       |
| 筹资性现金净流 | 8714  | 6173  | -3841  | 1461   | -3307  | EV/NOPLAT  | 78      | 34     | 15     | 11     | 10     |       |
| 现金流量净额  | 2356  | 7042  | -7296  | 4366   | 1812   |            |         |        |        |        |        |       |

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637