

2023 年 07 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

定增助力产能扩充，一体化布局持续推进

—天合光能（688599.SH）公司事件点评报告

买入（首次）事件

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
分析师：臧天津 S1050522120001
zangtl@cfsc.com.cn

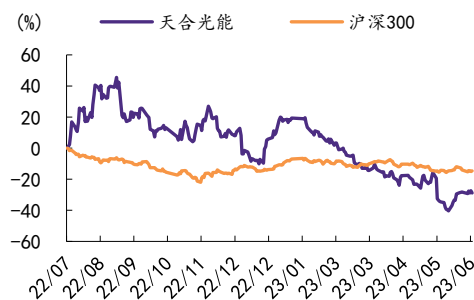
天合光能发布公告，公司拟向特定对象发行 A 股股票募集资金不超过 109 亿元用于淮安 10GW 光伏电池、东台 10GW 光伏电池以及东台 10GW 光伏组件项目。

基本数据

2023-06-30

当前股价（元）	42.61
总市值（亿元）	926
总股本（百万股）	2173
流通股本（百万股）	2173
52 周价格范围（元）	35.6-86.88
日均成交额（百万元）	1133.15

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 光伏组件龙头企业，出货量高速增长

公司为光伏组件龙头企业，连续八次获评 PVEL 全球“最佳表现”组件制造商。2022 年合计组件出货量为 43.09GW，截至 2022 年年底，公司整体累计出货已经超 130GW。

2023Q1 公司实现营业收入 213.2 亿元，同增 39.6%；实现归母净利润 17.7 亿元，同增 225%；其中组件出货超过 10GW，分布式系统出货超过 2GW。考虑到光伏组件价格近期有明显下降，我们预计下游装机需求将被激发，公司作为组件龙头企业有望充分受益，预计公司 2023 年组件出货将达到 65GW，出货量持续高速增长。

■ 定增助力产能扩充，一体化布局持续推进

公司持续推进垂直一体化布局。目前，公司可转债募投项目 35GW 直拉单晶项目一期已于 2023 年 2 月投产，目前在爬产阶段，二期预计年内投产。同时，2023 年 5 月公司公告拟在四川什邡经济开发区建设年产 25GW 单晶拉棒及配套项目生产基地，拉晶切片产能持续提高。

当前公司 N 型 TOPCon 电池量产效率达到 25.3%，成本预计在今年上半年与 PERC 持平，考虑到 N 型 TOPCon 电池组件相较于 PERC 更具备经济性，N 型 TOPCon 电池将享有一定溢价。此次定增项目将进一步提高公司电池片与组件产能，推进公司产业链垂直一体化布局。我们预计公司 2023 年底拉晶切片产能可达 50GW，电池片产能可达 75GW，其中 N 型电池片产能预计达到 40GW，组件产能可达 95GW。

■ 盈利预测

基于审慎性考虑，在增发没有最终完成前，暂不考虑其对公司业绩及股本的影响，预测公司 2022-2024 年收入分别为 1226、1509、1830 亿元，EPS 分别为 3.44、4.58、5.84 元，当前股价对应 PE 分别为 12.4、9.3、7.3 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

全球光伏需求不及预期；募投项目投产进度不及预期；储能业务发展不及预期；大盘系统性风险；增发进展不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	85,052	122,587	150,887	182,962
增长率（%）	91.2%	44.1%	23.1%	21.3%
归母净利润（百万元）	3,680	7,484	9,946	12,691
增长率（%）	104.0%	103.4%	32.9%	27.6%
摊薄每股收益（元）	1.69	3.44	4.58	5.84
ROE（%）	12.8%	21.8%	23.9%	24.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究(未考虑此次股权增发影响)

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	85,052	122,587	150,887	182,962
现金及现金等价物	19,143	22,854	29,112	37,109	营业成本	73,633	106,093	130,419	158,013
应收款	17,542	25,284	31,121	37,736	营业税金及附加	262	377	464	563
存货	18,715	27,061	33,266	40,304	销售费用	2,399	3,310	3,923	4,574
其他流动资产	5,665	7,956	9,683	11,640	管理费用	2,209	2,942	3,320	3,842
流动资产合计	61,065	83,155	103,181	126,789	财务费用	272	-90	-266	-490
非流动资产：					研发费用	1,221	1,760	2,166	2,626
金融类资产	475	475	475	475	费用合计	6,101	7,921	9,143	10,553
固定资产	12,302	13,906	13,948	13,406	资产减值损失	-359	0	0	0
在建工程	4,039	1,616	646	259	公允价值变动	-3	0	0	0
无形资产	2,632	2,500	2,369	2,244	投资收益	610	0	0	0
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	营业利润	4,078	8,196	10,861	13,833
其他非流动资产	6,288	6,288	6,288	6,288	加：营业外收入	35	35	35	35
非流动资产合计	28,911	27,959	26,901	25,846	减：营业外支出	128	128	128	128
资产总计	89,976	111,114	130,082	152,635	利润总额	3,984	8,103	10,767	13,740
流动负债：					所得税费用	332	674	896	1,143
短期借款	9,718	9,718	9,718	9,718	净利润	3,653	7,428	9,871	12,596
应付账款、票据	30,114	43,543	53,528	64,853	少数股东损益	-27	-56	-74	-95
其他流动负债	10,151	10,151	10,151	10,151	归母净利润	3,680	7,484	9,946	12,691
流动负债合计	54,950	70,571	82,208	95,407					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	3,572	3,572	3,572	3,572	成长性				
其他非流动负债	2,659	2,659	2,659	2,659	营业收入增长率	91.2%	44.1%	23.1%	21.3%
非流动负债合计	6,231	6,231	6,231	6,231	归母净利润增长率	104.0%	103.4%	32.9%	27.6%
负债合计	61,181	76,802	88,439	101,637	盈利能力				
所有者权益					毛利率	13.4%	13.5%	13.6%	13.6%
股本	2,173	2,173	2,173	2,173	四项费用/营收	7.2%	6.5%	6.1%	5.8%
股东权益	28,796	34,312	41,643	50,997	净利率	4.3%	6.1%	6.5%	6.9%
负债和所有者权益	89,976	111,114	130,082	152,635	ROE	12.8%	21.8%	23.9%	24.9%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	68.0%	69.1%	68.0%	66.6%
净利润	3653	7428	9871	12596	营运能力				
少数股东权益	-27	-56	-74	-95	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2
折旧摊销	2167	952	1052	1048	应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
公允价值变动	-3	0	0	0	存货周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
营运资金变动	3448	-2757	-2132	-2413	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	9237	5568	8718	11137	EPS	1.69	3.44	4.58	5.84
投资活动现金净流量	-8966	820	927	930	P/E	25.2	12.4	9.3	7.3
筹资活动现金净流量	3440	-1912	-2541	-3242	P/S	1.1	0.8	0.6	0.5
现金流量净额	3,712	4,476	7,104	8,825	P/B	3.5	2.9	2.4	1.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4 年证券行业研究经验，重点覆盖光伏、风电、储能等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。