

天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

N型一体化持续提升，全球化战略积极推进

业绩简评

10月27日公司披露2023年三季报，前三季度实现营收811亿元，同比增长39%；实现归母净利润50.77亿元，同比增长111%。其中，Q3实现营收317亿元，同比增长41%、环比增长13.1%；实现归母净利润15.37亿元，同比增长35.7%、环比下降13.3%。业绩处于业绩预告范围内，符合预期。

经营分析

组件盈利稳健，硅片及TOPCon产能放量增强竞争力。前三季度度公司组件出货45-46GW，其中Q3出货约18.5GW、确认收入约16GW，测算单瓦盈利0.11元/W（剔除资产减值影响），环比下降约0.01元/W，主要因Q3组件滞后降价、硅料价格上涨。随公司在建硅片及TOPCon电池产能爬产放量，公司硅片自供比例、TOPCon电池出货占比有望持续提升，充分保障未来产品竞争力与盈利能力。

分布式系统盈利维持高位，支架、储能竞争力持续提升。Q3公司实现分布式光伏系统出货约2.5GW，测算单瓦盈利维持高位；支架出货约2.3GW，预计实现微利。预计Q3公司储能板块略有亏损，2023年底/2024H1公司储能电池、直流电池舱及交直流产品产能将提升至12/26GWh，2024年储能系统出货有望显著加速。

签订阿联酋项目合作备忘录，全球化战略积极推进。10月18日公司公告签署《关于天合光能阿联酋项目的合作谅解备忘录》，有意向在中阿（阿联酋）产能合作示范园和哈利法经济区内投资建设垂直一体化大基地项目，规划产能包括约5万吨高纯硅料、30GW晶体硅片和5GW电池组件，分三期建设。公司现有东南亚电池组件产能6.5GW、在建美国组件产能5GW，随海外在建产能陆续投产，公司有望充分提升海外高盈利市场竞争力。

信用及资产减值10.89亿元，保证资产质量及盈利能力健康稳定。Q3公司计提信用/资产减值1.45/9.44亿元，其中存货跌价损失3.21亿元，固定资产减值6.22亿元，原材料价格大幅波动及电池技术变革下，公司出于审慎原则进行坏账及资产损失计提，有望保证设备资产质量及未来盈利能力维持较好水平。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，下调公司2023-2025E归母净利润预测至71（-5%）、84（-17%）、104（-18%）亿元，当前股价对应PE为9/8/7倍，维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险；下游需求不及预期；汇率大幅波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

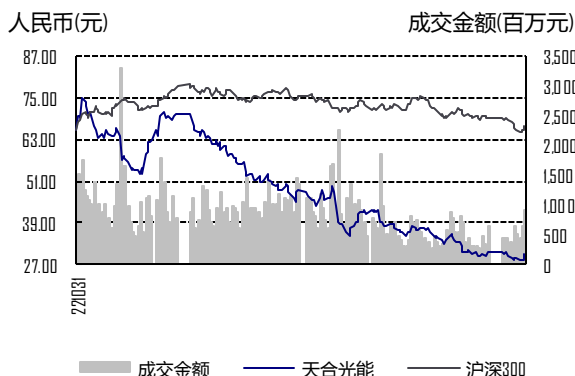
分析师：张嘉文（执业S1130523090006）

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：29.94元

相关报告：

- 1.《天合光能公司点评：N型一体化比例持续提升，储能业务高歌猛进》，2023.8.30
- 2.《天合光能公司点评：组件盈利提升，一体化布局有望持续降本》，2023.4.26
- 3.《天合光能公司点评：盈利维持高位，业务协同优势渐显》，2023.4.25



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,480	85,052	108,302	119,821	147,382
营业收入增长率	51.20%	91.21%	27.34%	10.64%	23.00%
归母净利润(百万元)	1,804	3,680	7,092	8,365	10,404
归母净利润增长率	46.77%	103.97%	92.72%	17.94%	24.38%
摊薄每股收益(元)	0.872	1.696	3.263	3.848	4.787
每股经营性现金流净额	0.53	4.26	2.40	5.60	6.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.54%	13.97%	22.43%	22.51%	23.41%
P/E	90.44	37.59	9.18	7.78	6.26
P/B	9.54	5.25	2.06	1.75	1.46

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	29,418	44,480	85,052	108,302	119,821	147,382
增长率		51.2%	91.2%	27.3%	10.6%	23.0%
主营业务成本	-24,719	-38,191	-73,633	-90,557	-100,650	-123,750
%销售收入	84.0%	85.9%	86.6%	83.6%	84.0%	84.0%
毛利	4,699	6,290	11,419	17,745	19,171	23,632
%销售收入	16.0%	14.1%	13.4%	16.4%	16.0%	16.0%
营业税金及附加	-97	-137	-262	-368	-407	-501
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,015	-1,408	-2,399	-3,249	-3,595	-4,421
%销售收入	3.5%	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-1,109	-1,483	-2,209	-2,708	-2,876	-3,390
%销售收入	3.8%	3.3%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
研发费用	-363	-925	-1,221	-1,570	-1,737	-2,137
%销售收入	1.2%	2.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	2,115	2,337	5,329	9,850	10,556	13,183
%销售收入	7.2%	5.3%	6.3%	9.1%	8.8%	8.9%
财务费用	-538	-289	-272	-447	-764	-805
%销售收入	1.8%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-549	-396	-1,723	-2,033	-84	-202
公允价值变动收益	15	-55	-3	0	0	0
投资收益	386	528	610	1,492	500	500
%税前利润	27.4%	23.2%	15.3%	17.2%	4.9%	3.9%
营业利润	1,433	2,261	4,078	9,012	10,358	12,826
营业利润率	4.9%	5.1%	4.8%	8.3%	8.6%	8.7%
营业外收支	-27	13	-93	-350	-100	-100
税前利润	1,407	2,274	3,984	8,662	10,258	12,726
利润率	4.8%	5.1%	4.7%	8.0%	8.6%	8.6%
所得税	-174	-424	-332	-1,039	-1,231	-1,527
所得税率	12.3%	18.6%	8.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,233	1,850	3,653	7,622	9,027	11,199
少数股东损益	4	46	-27	530	663	795
归属于母公司的净利润	1,229	1,804	3,680	7,092	8,365	10,404
净利率	4.2%	4.1%	4.3%	6.5%	7.0%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,233	1,850	3,653	7,622	9,027	11,199
少数股东损益	4	46	-27	530	663	795
非现金支出	1,715	1,690	3,930	4,304	2,718	2,841
非经营收益	-20	-361	-420	-141	941	1,061
营运资金变动	70	-2,080	2,074	-6,559	-514	-231
经营活动现金净流	2,998	1,098	9,237	5,226	12,172	14,870
资本开支	-4,687	-6,427	-8,076	-12,763	-8,980	-8,980
投资	165	-1,028	-166	-2,033	0	0
其他	534	603	-723	1,492	500	500
投资活动现金净流	-3,988	-6,852	-8,966	-13,303	-8,480	-8,480
股权募资	2,310	481	2,196	322	-322	0
债权募资	265	8,797	5,358	15,952	2,023	2,873
其他	-913	-564	-1,381	-3,018	-3,801	-4,532
筹资活动现金净流	1,662	8,714	6,173	13,255	-2,099	-1,659
现金净流量	337	2,371	7,054	5,179	1,593	4,731

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,429	10,690	19,143	24,306	25,888	30,611
应收款项	7,498	13,280	18,114	21,022	23,329	27,508
存货	7,120	12,754	18,715	22,862	24,876	29,598
其他流动资产	4,269	5,138	5,093	7,542	7,967	8,958
流动资产	28,317	41,861	61,065	75,733	82,060	96,675
%总资产	62.1%	65.9%	67.9%	66.0%	64.5%	65.3%
长期投资	1,239	3,133	4,802	5,859	5,859	5,859
固定资产	12,342	14,526	16,342	25,446	31,198	36,957
%总资产	27.1%	22.9%	18.2%	22.2%	24.5%	25.0%
无形资产	876	1,090	2,836	3,295	3,742	4,178
非流动资产	17,276	21,679	28,911	38,972	45,169	51,360
%总资产	37.9%	34.1%	32.1%	34.0%	35.5%	34.7%
资产总计	45,592	63,540	89,976	114,706	127,229	148,035
短期借款	5,678	9,005	13,673	16,473	19,620	22,493
应付款项	16,476	20,697	31,975	33,719	36,922	44,376
其他流动负债	2,091	5,348	9,302	10,174	11,113	13,109
流动负债	24,245	35,049	54,950	60,366	67,656	79,979
长期贷款	4,108	3,006	3,572	8,413	8,413	8,413
其他长期负债	1,538	7,321	2,659	11,315	10,353	10,758
负债	29,892	45,376	61,181	80,094	86,421	99,150
普通股股东权益	15,081	17,112	26,339	31,625	37,159	44,441
其中：股本	2,068	2,074	2,173	2,173	2,173	2,173
未分配利润	2,013	3,368	6,451	11,416	17,271	24,554
少数股东权益	620	1,052	2,457	2,987	3,649	4,444
负债股东权益合计	45,592	63,540	89,976	114,706	127,229	148,035

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.594	0.872	1.696	3.263	3.848	4.787
每股净资产	7.293	8.275	12.142	14.550	17.096	20.446
每股经营现金净流	1.449	0.531	4.258	2.405	5.601	6.842
每股股利	0.000	0.000	0.478	0.979	1.155	1.436
回报率						
净资产收益率	8.15%	10.54%	13.97%	22.43%	22.51%	23.41%
总资产收益率	2.70%	2.84%	4.09%	6.18%	6.57%	7.03%
投入资本收益率	7.27%	5.41%	10.54%	12.74%	12.01%	13.14%
增长率						
主营业务收入增长率	26.14%	51.20%	91.21%	27.34%	10.64%	23.00%
EBIT 增长率	60.63%	10.51%	128.02%	84.85%	7.17%	24.89%
净利润增长率	91.90%	46.77%	103.97%	92.72%	17.94%	24.38%
总资产增长率	24.94%	39.36%	41.61%	27.48%	10.92%	16.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.2	50.9	45.9	55.0	53.0	50.0
存货周转天数	94.0	95.0	78.0	95.0	93.0	90.0
应付账款周转天数	72.8	60.8	48.0	55.0	53.0	50.0
固定资产周转天数	124.2	109.6	52.8	74.5	83.9	81.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.55%	32.13%	-7.55%	21.82%	22.34%	14.86%
EBIT 利息保障倍数	3.9	8.1	19.6	22.0	13.8	16.4
资产负债率	65.56%	71.41%	68.00%	69.83%	67.93%	66.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-26	买入	71.49	96.02~96.02
2	2022-08-26	买入	69.85	96.00
3	2022-10-31	买入	68.49	N/A
4	2023-04-25	买入	46.60	N/A
5	2023-04-26	买入	45.41	N/A
6	2023-08-30	买入	35.61	N/A

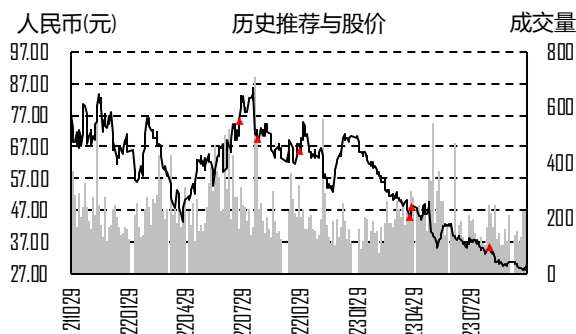
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806