

# 天合光能（688599.SH）-2023年三季度报点评

## 组件盈利能力环比稳定，国际化布局加速推进

买入

### 核心观点

公司2023Q3实现归母净利润15.37亿元，同比+36%、环比-13%。公司2023Q1-Q3实现营收811.19亿元，同比+39%；实现归母净利润50.77亿元，同比+111%。公司2023Q3实现营收317.36亿元，同比+41%、环比+13%；实现归母净利润15.37亿元，同比+36%、环比-13%；毛利率为16.70%，同比+3.43pct、环比+0.56pct；净利率为5.44%，同比+1.12pct、环比-1.48pct。

公司Q3组件出货量持续提升，盈利能力环比稳定。我们估计2023Q3公司组件出货量约为18.5GW，环比+23%以上；组件确认收入量超16GW，环比+33%以上。公司N型电池及组件产能持续爬坡，我们估计2023Q3 N型组件出货占比有望超16%。我们估计公司Q3硅片出货近4GW，环比大幅提升。在硅片自供率持续提升以及N型组件出货占比提升的共同推动下，我们估计公司2023Q3组件单位净利在0.11元/W左右，环比基本持平。

公司重视海外市场发展，加速全球化产能布局。10月18日，公司公告拟在阿联酋建设年产5万吨高纯硅料、30GW硅片、5GW电池组件的垂直一体化大基地项目。目前，公司建成东南亚6.5GW组件一体化项目、规划有美国5GW组件项目。此次拟投建阿联酋一体化项目有望加速公司海外产能布局，提升海外客户配套供应能力。

公司分布式系统与支架业务稳步增长。我们估计公司2023Q3分布式系统出货量有望达到2.2GW；Q3单位盈利有望达到0.18-0.19元/W。我们估计公司2023Q3支架实现出货达到2.3GW，环比增长15%左右。公司光伏系统整体解决方案能力正持续提升。

公司储能业务加速布局，推进光储融合协同发展。我们估计公司2023Q3储能系统出货量达到近500MWh，环比明显提升。公司自研高温电芯，单体容量可达到300+Ah；并推出以“天合芯”为内核的新一代万次循环液冷系统TrinaStorage Elementa，进一步降低度电成本。

风险提示：产能投放不及预期，行业竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到组件价格快速下行对于公司盈利的影响，我们下调盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润69.64/94.05/106.78亿元（原预测为74.44/97.60/120.67亿元），同比+89/35/14%，EPS为3.20/4.33/4.91元，当前股价对应PE分别为9/7/6倍。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44480	85052	114492	125280	149830
(+/-%)	51.2%	91.2%	34.6%	9.4%	19.6%
净利润(百万元)	1804	3680	6964	9405	10678
(+/-%)	46.8%	104.0%	89.2%	35.0%	13.5%
每股收益(元)	0.83	1.69	3.20	4.33	4.91
EBIT Margin	5.3%	6.3%	9.3%	9.5%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	16.9%	23.8%	26.2%	24.5%
市盈率 (PE)	36.6	17.9	9.5	7.0	6.2
EV/EBITDA	30.9	17.0	10.6	8.9	7.6
市净率 (PB)	3.6	2.3	1.9	1.5	1.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

联系人：李全

021-60375434

liquan2@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	30.35元
总市值/流通市值	65968/65968百万元
52周最高价/最低价	76.85/27.37元
近3个月日均成交额	449.86百万元

#### 市场走势



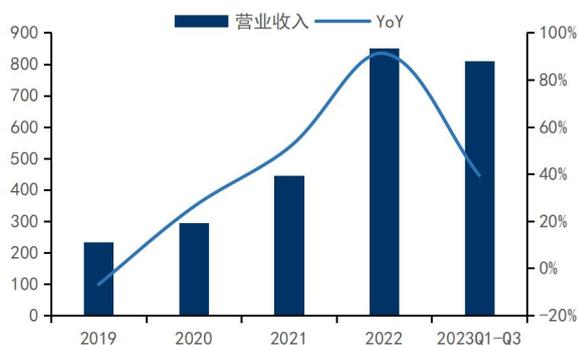
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《天合光能（688599.SH）-2023年中报点评-盈利能力表现稳定，一体化布局加速推进》——2023-09-11
- 《天合光能（688599.SH）-一体化产能持续完善，多元化业务协同发展》——2023-04-28
- 《天合光能（688599.SH）-组件出货稳步增长，加强一体化产业链布局》——2022-11-04
- 《天合光能（688599.SH）-多项业务出货高增，加强一体化N型产能布局》——2022-08-30
- 《天合光能（688599.SH）-210组件领军企业，多元化业务协同发展》——2022-05-19

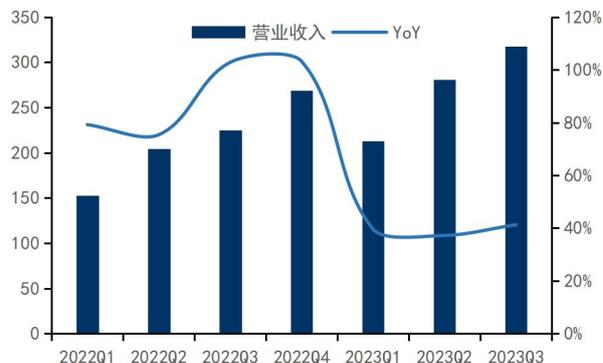
公司 2023Q1-Q3 实现营收 811.19 亿元，同比+39%；实现净利润 50.77 亿元，同比+111%。公司 2023Q3 实现营收 317.36 亿元，同比+41%、环比+13%；实现归母净利润 15.37 亿元，同比+36%、环比-13%；毛利率为 16.70%，同比+3.43pct、环比+0.56pct；净利率为 5.44%，同比+1.12pct、环比-1.48pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



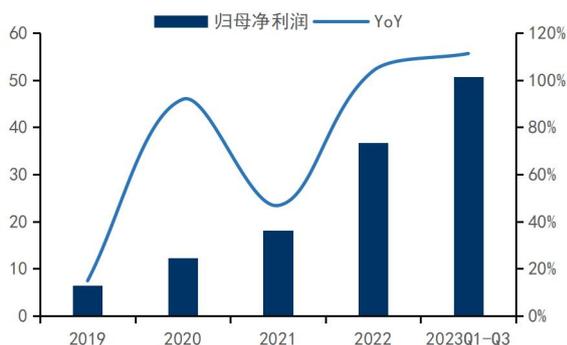
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



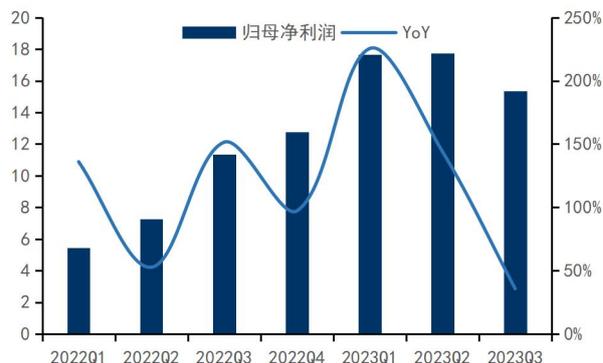
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



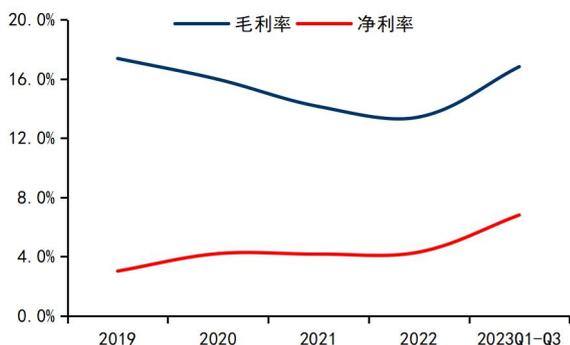
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023Q1-Q3 期间费用率为 7.44%，同比+0.12pct；2023Q3 期间费用率为 7.98%，同比+1.71pct、环比+2.96pct。公司 2023Q3 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.92%/2.52%/1.14%/1.41%，同比 +0.13/-0.01/+0.13/+1.47pct，环比 +0.15/+0.40/-0.32/+2.73pct。

公司 2023Q3 末存货为 269.2 亿元，较 Q2 末增加 5.3 亿元。公司 2023Q3 计提资产减值损失 9.44 亿元，其中主要包括光伏组件与储能电芯存货的减值损失、小尺寸 PERC 产线的固定资产减值损失等。公司 2023Q3 计提信用减值损失 1.45 亿元。

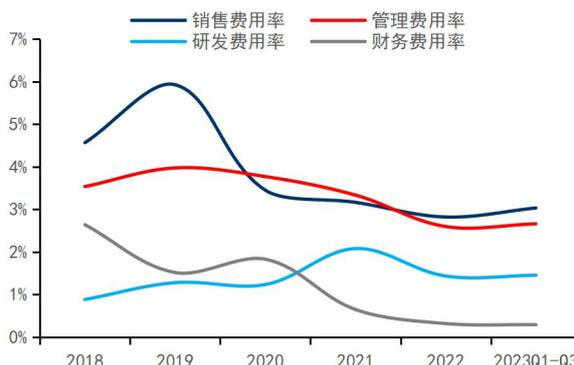
公司 2023Q3 实现其他收益为 0.67 亿元，实现投资净收益 2.96 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司 Q3 组件出货量持续提升。**我们估计 2023Q3 公司组件出货量约为 18.5GW, 环比+23%以上; 组件确认收入量超 16GW, 环比+33%以上。公司 N 型电池及组件产能持续爬坡, 我们估计 2023Q3 N 型组件出货占比有望超 16%。展望全年, 公司在手订单充足, 全年组件出货量有望超 65GW, 同比增长超 50%。

**公司 Q3 组件盈利能力环比稳定。**我们估计公司 Q3 硅片出货近 4GW, 环比大幅提升。在硅片自供率持续提升以及 N 型组件出货占比提升的共同推动下, 我们估计公司 2023Q3 组件单位净利在 0.11 元/W 左右, 环比基本持平。展望 Q4, 公司 TOPCon 电池和硅片产能持续爬坡, 有望支撑组件盈利能力维持相对稳定。

**公司重视海外市场发展, 加速全球化产能布局。**公司持续加速海外市场拓展, 我们估计 Q3 海外组件销售占比超 30%。10 月 18 日, 公司公告拟在阿联酋建设年产 5 万吨高纯硅料、30GW 硅片、5GW 电池组件的垂直一体化大基地项目。目前, 公司建成东南亚 6.5GW 组件一体化项目、规划有美国 5GW 组件项目, 此次拟投资阿联酋一体化项目有望加速公司海外产能布局, 提升海外客户配套供应能力。

**公司分布式系统与支架业务稳步增长。**我们估计公司 Q3 分布式系统出货量有望达到 2.2GW; Q3 单位盈利有望达到 0.18-0.19 元/W。我们估计公司 2023Q3 支架实现出货达到 2.3GW, 环比增长 15%左右。公司光伏系统整体解决方案能力正持续提升。

**公司储能业务加速布局, 推进光储融合协同发展。**我们估计公司 2023Q3 储能系统出货量达到近 500MWh, 环比明显提升。公司自研高温电芯, 单体容量可达到 300+Ah; 并推出以“天合芯”为内核的新一代万次循环液冷系统 TrinaStorage Elementa, 进一步降低度电成本。我们预计公司 2023 年底储能电池、直流电池舱及交直流产品组合产能有望达到 12GWh, 2024Q2 末有望达到 25GWh。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级**

考虑到组件价格快速下行对于公司盈利的影响，我们下调盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润69.64/94.05/106.78亿元（原预测为74.44/97.60/120.67亿元），同比+89%/35%/14%，EPS为3.20/4.33/4.91元，当前股价对应PE分别为9/7/6倍。

表1：可比公司情况（2023.10.30）

股票代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601012	隆基绿能	增持	1906.6	25.16	2.53	3.15	3.62	9.94	7.99	6.95
688223	晶科能源	增持	937.0	9.37	0.78	0.91	1.10	12.01	10.30	8.52
688599	天合光能	买入	659.7	30.35	3.20	4.33	4.91	9.47	7.01	6.18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10690	19143	20000	20000	20000	营业收入	44480	85052	114492	125280	149830
应收款项	10467	15502	14743	17162	20525	营业成本	38191	73633	95514	104783	126175
存货净额	12754	18715	22243	25837	31112	营业税金及附加	137	262	383	400	460
其他流动资产	4495	4927	4776	5239	6309	销售费用	1408	2399	3410	3500	3900
<b>流动资产合计</b>	<b>41861</b>	<b>61065</b>	<b>63014</b>	<b>69583</b>	<b>79504</b>	管理费用	1483	2209	2958	3000	3400
固定资产	14526	16342	31401	36576	34362	研发费用	925	1221	1580	1700	1900
无形资产及其他	894	2632	2486	2339	2193	财务费用	289	272	354	663	741
其他长期资产	4211	6288	4580	5011	5993	投资收益	528	610	1533	1250	1046
长期股权投资	2048	3649	3649	3649	3649	资产减值及公允价值变动	(396)	(1723)	(2939)	(1000)	(1000)
<b>资产总计</b>	<b>63540</b>	<b>89976</b>	<b>105130</b>	<b>117159</b>	<b>125702</b>	其他收入	477	1856	3160	1300	1200
短期借款及交易性金融负债	9005	13673	22814	22088	14061	营业利润	2261	4078	9108	11783	13499
应付款项	18708	30114	14393	17225	20741	营业外净收支	13	(93)	(352)	0	0
其他流动负债	5294	6196	10188	11128	13348	<b>利润总额</b>	<b>2274</b>	<b>3984</b>	<b>8756</b>	<b>11783</b>	<b>13499</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35049</b>	<b>54950</b>	<b>54264</b>	<b>57958</b>	<b>57139</b>	所得税费用	424	332	1094	1574	1807
长期借款及应付债券	7951	3572	11797	11797	11797	少数股东损益	46	(27)	698	804	1014
其他长期负债	2376	2659	3666	3881	4372	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1804</b>	<b>3680</b>	<b>6964</b>	<b>9405</b>	<b>10678</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>10327</b>	<b>6231</b>	<b>15463</b>	<b>15679</b>	<b>16170</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>45376</b>	<b>61181</b>	<b>69727</b>	<b>73636</b>	<b>73309</b>	净利润	1804	3680	6964	9405	10678
少数股东权益	1052	2457	3114	3918	4932	资产减值准备	(279)	(1363)	(2527)	(1000)	(1000)
股东权益	17112	26339	32265	39581	47438	折旧摊销	1264	2167	2187	3722	4360
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>63540</b>	<b>89976</b>	<b>105106</b>	<b>117135</b>	<b>125678</b>	公允价值变动损失	55	3	(20)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	289	272	354	663	741
每股收益	0.83	1.69	3.20	4.33	4.91	营运资本变动	(5291)	4329	(10898)	(2149)	(2713)
每股红利	0.23	0.48	0.96	1.30	1.47	其它	3544	421	3097	1434	2200
每股净资产	8.36	13.25	16.28	20.01	24.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>1098</b>	<b>9237</b>	<b>(1198)</b>	<b>11410</b>	<b>13525</b>
ROIC	7%	10%	15%	15%	17%	资本开支	(6492)	(8108)	(17100)	(8750)	(2000)
ROE	11%	17%	24%	26%	25%	其它投资现金流	(360)	(857)	3222	818	65
毛利率	14%	13%	17%	16%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6852)</b>	<b>(8966)</b>	<b>(13878)</b>	<b>(7932)</b>	<b>(1935)</b>
EBIT Margin	5%	6%	9%	9%	9%	权益性融资	599	6046	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	11%	12%	12%	负债净变化	8777	900	17366	(726)	(8027)
收入增长	51%	91%	35%	9%	20%	支付股利、利息	(372)	(501)	(1078)	(2089)	(2821)
净利润增长率	47%	104%	89%	35%	14%	其它融资现金流	4934	5279	9141	(726)	(8027)
资产负债率	71%	68%	66%	63%	58%	<b>融资活动现金流</b>	<b>8714</b>	<b>6173</b>	<b>15934</b>	<b>(3478)</b>	<b>(11590)</b>
息率	0.8%	1.6%	3.2%	4.3%	4.9%	现金净变动	2960	6444	857	0	0
P/E	36.6	17.9	9.5	7.0	6.2	货币资金的期初余额	9429	10690	19143	20000	20000
P/B	3.6	2.3	1.9	1.5	1.3	货币资金的期末余额	10690	19143	20000	20000	20000
EV/EBITDA	30.9	17.0	10.6	8.9	7.6	企业自由现金流	(8617)	3273	(16496)	3129	11768
						权益自由现金流	(5021)	8869	(7665)	1829	3099

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032