

天合光能 (688599)

2023 年年报及 2024 年一季报点评: 竞争加剧组件盈利下降, 业务协同支撑发展

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐铨嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	85,052	113,392	123,685	151,396	172,964
同比 (%)	91.21	33.32	9.08	22.40	14.25
归母净利润 (百万元)	3,681	5,531	4,043	5,724	7,080
同比 (%)	104.03	50.26	(26.90)	41.57	23.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.69	2.54	1.86	2.63	3.25
P/E (现价&最新摊薄)	11.80	7.86	10.75	7.59	6.14

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年营收 1133.92 亿元, 同增 33.32%; 归母净利润 55.31 亿元, 同增 50.26%, 扣非净利润 57.55 亿元, 同增 66.02%; Q4 归母净利润 4.54 亿元, 同减 64.45%, 环减 70.45%, 扣非净利润 6.35 亿元, 同减 48.13%, 环减 54.88%。业绩符合预期。24Q1 营收 182.56 亿元, 同减 14.37%, 环减 43.43%; 归母净利润 5.16 亿元, 同减 70.83%, 环增 13.59%, 扣非净利润 4.47 亿元, 同减 74.15%, 环减 29.62%。业绩略超预期。
- **出货持续增长、竞争加剧盈利下行。** 2023 年组件出货 65.2GW, 同增 51%, 其中外销约 54.5GW、电站及系统产品用量约 10.7GW; Q4 出货约 20GW (确收约 18GW), 同增 54%/环增 23%; 测算单瓦净利环比下降。24Q1 组件出货 14GW+, 确收约 12GW+, 随组件价格下行测算单瓦盈利下行。我们预计 24 年公司组件出货 80-90GW, 中国预计 40%+、欧洲超 20%、北美 10%; 随价格承压行业产能逐步收缩, 我们预计 24H2 产业价格或有望回调。
- **分布式开发利润增益、多业务支撑增长。** 公司 2023 年分布式出货约 9.6GW, 同增 54.8%; 2024Q1 出货 1.7GW, 确收约 1GW, 受益组件降价及市场渠道扩张, 盈利保持稳定; 我们预计 2024 年出货 20% 增长。支架 2023 年出货 9.6GW, 单瓦盈利约 1 分; 2024Q1 出货 1.8GW, 保持盈利, 我们预计 2024 年 50% 增长。储能 2023 年出货约 2GWh, 2024Q1 出货约 400-500MWh, 持续保持投入、盈利端略有亏损。2024 年出货预计 5GWh+, 2028 年目标全球前三。光储协同, 业务多元化高增。
- **产能适度扩张、技术持续升级。** 公司 2023 年底硅片/电池/组件产能达 55/75/95GW, 其中 N 型 40GW+; 我们预计 2024 年底达 60/105/120GW。海外产能上, 公司规划东南亚 6.5GW 一体化产能+美国 5GW 组件, 预计美国产能 10 月开始产出; 产能适度扩张, 逐步落脚海外。技术保持持续升级, 公司 210-TPC 组件功率最高达 740.6W, HJT 电池量产尺寸效率达 26.21%, 钙钛矿晶硅叠层电池 (16cm²) 效率达 25.53%, 持续保持技术升级。
- **在手现金充足、存货略有提升。** 公司 2024Q1 末货币资金 238 亿元, 环降约 6 亿元; 整体在手现金充足。存货约 299 亿元, 环比提升约 65 亿元, 库存水平有所提升; 经营性现金流出约 44 亿元, 主要系 2024Q1 为后续出货做准备进行采购囤货, 导致现金净流出、整体库存水平提升。
- **盈利预测:** 基于产业竞争加剧, 价格快速下行, 下调盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 40/57/71 亿元 (2024-2025 原预期为 57/70 亿元, 2026 为新增), 同比-27%/+42%/+24%, 对应 11x/8x/6xPE, 维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.94
一年最低/最高价	19.71/51.35
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	43,456.53
总市值(百万元)	43,456.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.42
资产负债率(% ,LF)	71.73
总股本(百万股)	2,179.36
流通 A 股(百万股)	2,179.36

相关研究

《天合光能(688599): 2023 年业绩预告点评: 竞争加剧+计提减值短期承压, 光储协同空间可期》

2024-01-31

《天合光能(688599): 2023 年三季报点评: 硅片自供+N 型占比持续提升, 光储协同多元发展》

2023-10-30

■ **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	76,460	102,679	116,044	139,059	营业总收入	113,392	123,685	151,396	172,964
货币资金及交易性金融资产	24,378	37,199	42,042	51,890	营业成本(含金融类)	95,409	106,826	130,726	149,526
经营性应收款项	21,948	31,423	33,755	41,260	税金及附加	444	557	681	778
存货	23,404	26,478	32,157	36,976	销售费用	3,289	3,711	4,390	4,843
合同资产	1,821	1,747	2,285	2,527	管理费用	3,200	3,711	4,390	4,843
其他流动资产	4,909	5,832	5,806	6,406	研发费用	1,543	2,226	2,550	2,913
非流动资产	43,852	46,644	50,451	54,524	财务费用	380	1,486	1,562	1,721
长期股权投资	4,428	4,428	4,428	4,428	加:其他收益	285	544	646	739
固定资产及使用权资产	23,231	26,374	29,822	33,694	投资净收益	1,259	124	151	173
在建工程	3,966	3,580	3,948	4,169	公允价值变动	13	0	0	0
无形资产	3,043	3,043	3,043	3,043	减值损失	(3,740)	(833)	(840)	(648)
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	10	12	15	17
长期待摊费用	137	172	163	143	营业利润	6,955	5,017	7,069	8,621
其他非流动资产	8,892	8,892	8,892	8,892	营业外净收支	(422)	(258)	(340)	(299)
资产总计	120,312	149,323	166,495	193,583	利润总额	6,533	4,759	6,729	8,323
流动负债	60,947	83,205	93,253	111,918	减:所得税	535	641	906	1,120
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,499	11,567	9,790	16,395	净利润	5,998	4,117	5,823	7,202
经营性应付款项	39,644	57,139	66,944	76,880	减:少数股东损益	466	74	99	122
合同负债	3,014	5,875	6,712	6,875	归属母公司净利润	5,531	4,043	5,724	7,080
其他流动负债	8,790	8,624	9,806	11,768	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.54	1.86	2.63	3.25
非流动负债	22,821	25,456	26,681	27,901	EBIT	7,661	6,656	8,658	10,061
长期借款	11,319	12,519	13,719	14,919	EBITDA	10,933	8,234	10,546	12,213
应付债券	8,521	9,921	9,921	9,921	毛利率(%)	15.86	13.63	13.65	13.55
租赁负债	55	90	115	135	归母净利率(%)	4.88	3.27	3.78	4.09
其他非流动负债	2,926	2,926	2,926	2,926	收入增长率(%)	33.32	9.08	22.40	14.25
负债合计	83,768	108,661	119,934	139,819	归母净利润增长率(%)	50.26	(26.90)	41.57	23.69
归属母公司股东权益	31,522	35,565	41,366	48,445					
少数股东权益	5,023	5,097	5,196	5,318					
所有者权益合计	36,544	40,662	46,561	53,764					
负债和股东权益	120,312	149,323	166,495	193,583					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	23,996	14,819	13,518	10,670	每股净资产(元)	14.22	16.08	18.11	21.25
投资活动现金流	(18,669)	(5,092)	(6,468)	(6,734)	最新发行在外股份(百万股)	2,179	2,179	2,179	2,179
筹资活动现金流	(1,255)	3,094	(2,206)	5,912	ROIC(%)	12.56	8.19	9.68	9.94
现金净增加额	4,879	12,821	4,843	9,848	ROE-摊薄(%)	17.55	11.37	13.84	14.61
折旧和摊销	3,272	1,579	1,888	2,152	资产负债率(%)	69.63	72.77	72.03	72.23
资本开支	(18,791)	(5,245)	(6,625)	(6,911)	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.86	10.75	7.59	6.14
营运资本变动	12,192	6,559	3,062	(1,353)	P/B(现价)	1.40	1.24	1.10	0.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>