

评级：增持（维持）

市场价格：20.58

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：赵宇鹏

执业证书编号：S0740522100005

Email: zhaoyu02@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

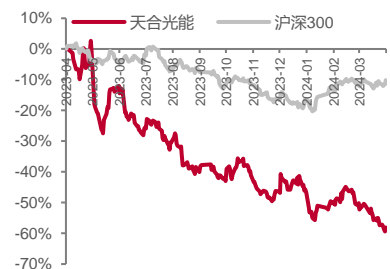
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	85,052	113,392	123,693	145,610	166,380
增长率 yoy%	91%	33%	9%	18%	14%
净利润（百万元）	3,680	5,531	4,695	6,011	7,188
增长率 yoy%	104%	50%	-15%	28%	20%
每股收益（元）	1.69	2.54	2.15	2.76	3.30
每股现金流量	4.24	11.01	3.19	7.21	5.39
净资产收益率	13%	15%	11%	13%	13%
P/E	12.2	8.1	9.6	7.5	6.2
P/B	1.7	1.4	1.3	1.1	0.9

备注：股价取自 2024 年 4 月 26 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	2,179
流通股本(百万股)	2,179
市价(元)	20.58
市值(百万元)	44,851
流通市值(百万元)	44,851

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 天合光能深度报告：全球光伏组件行业巨头，一体两翼稳步发展

投资要点

- **公司业绩符合预期。**公司发布 2023 年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 1133.9 亿元，同比增加 33.3%，归母净利润 55.3 亿元，同比增加 50.3%，扣非归母净利润 57.5 亿元，同比增加 66.0%；23Q4 实现营收 322.7 亿元，同比增加 20.2%，归母净利润 4.5 亿元，同比减少 64.5%，扣非归母净利润 6.4 亿元，同比减少 48.1%；24Q1 实现营收 182.6 亿元，同比 14.4%，归母净利润 5.2 亿元，同比减少 70.8%，扣非归母净利润 4.5 亿元，同比减少 74.2%。
- **光伏巨头地位夯实，全球布局日趋完善。**2023 年，公司实现组件销售 55GW，同比增加 55.7%，据 InfoLink 统计，公司组件出货多年位居行业前三；产能方面，青海基地 210+N 单晶硅棒和越南基地 210 单晶硅棒成功下线，标志着公司实现了 N 型产业链一体化布局；截至 2023 年底，公司具备硅片/电池/组件产能分别为 55/75/95GW，在泰国和越南拥有 6.5GW 拉晶切片、电池、组件一体化产能；此外在美国、印尼、阿联酋规划的产能逐步推进中，全球布局日趋完善。
- **引领 N 型高功率组件发展。**公司多年深耕 N 型技术产业化道路，引领新一代 700W+ 高功组件，是行业首家实现 TOPCon 组件量产功率突破 700W+ 的企业；公司向行业全面公开 210R 产品解决方案及产业化可行性路径，联合行业领先企业就新一代矩形硅片中版型组件尺寸标准化达成共识 并倡议重申 700W+ 光伏组件设计延续既有标准的外形尺寸及安装孔技术规范，推动产业链生态建设和可持续发展，成为行业尺寸标准化的引领者。
- **光储系统整体解决方案能力卓越。**除组件外，2023 年公司实现支架出货 9.6GW（其中跟踪支架 4.6GW），同比增加 118%；分布式系统业务实现并网装机量同比增长 78%，市占率遥遥领先，排名全行业前二；储能方面，公司在常州、滁州、大丰设立生产基地，产能达 12GWh；公司集中式光储系统业务实现重大突破，其中国内风光储项目指标获取量高达 6.2GW，储备量 8.5GW，稳居民企开发前列，公司光伏系统整体解决方案能力卓越，奠定全球光伏产品+方案整体解决龙头企业地位。
- **盈利预测、估值及投资评级：**考虑公司分布式系统业务和跟踪支架放量，调整 2024/2025 年营收为 1237/1456 亿元（前值 1117/1244 亿元），预计 2026 年营收 1664 亿元；考虑到当前光伏组件竞争加剧，下调 2024/2025 年归母净利润分别为 47/60 亿元（前值 60/67 亿元），预计 2026 年归母净利润为 72 亿元，以当前总股本计算的 2024/2025/2026 年的摊薄 EPS 分别为 2.15/2.76/3.30，当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 倍数分别为 10/7/6 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**光伏需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产品价格下跌风险等。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	24,350	37,108	43,683	49,914	营业收入	113,392	123,693	145,610	166,380
应收票据	1,752	2,474	2,621	3,328	营业成本	95,409	106,733	126,051	144,040
应收账款	18,089	18,693	21,296	24,333	税金及附加	444	495	582	623
预付账款	1,792	2,135	2,521	2,881	销售费用	3,289	3,711	3,931	4,326
存货	23,404	28,674	33,864	38,696	管理费用	3,200	3,711	3,931	4,326
合同资产	1,821	1,732	2,039	2,329	研发费用	1,543	1,979	2,039	1,997
其他流动资产	7,074	7,680	9,017	10,285	财务费用	380	542	514	494
流动资产合计	76,460	96,763	113,002	129,436	信用减值损失	-483	-211	-316	-474
其他长期投资	304	332	391	447	资产减值损失	-3,257	-502	-753	-1,130
长期股权投资	4,428	4,428	4,428	4,428	公允价值变动收益	13	-15	-2	-1
固定资产	23,157	26,262	27,014	27,653	投资收益	1,259	200	280	300
在建工程	3,966	2,966	2,966	1,966	其他收益	285	285	285	285
无形资产	3,043	3,702	4,519	5,048	营业利润	6,955	6,290	8,065	9,565
其他非流动资产	8,953	8,484	8,502	8,531	营业外收入	66	100	129	143
非流动资产合计	43,852	46,175	47,821	48,073	营业外支出	488	733	952	1,048
资产合计	120,312	142,939	160,823	177,510	利润总额	6,533	5,657	7,242	8,660
短期借款	6,455	19,707	17,590	17,706	所得税	535	566	724	866
应付票据	14,587	24,763	29,245	33,418	净利润	5,998	5,091	6,518	7,794
应付账款	25,057	17,077	25,210	28,808	少数股东损益	466	396	507	606
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,532	4,695	6,011	7,188
合同负债	3,014	5,396	6,353	7,259	NOPLAT	6,346	5,579	6,981	8,239
其他应付款	4,639	4,639	4,639	4,639	EPS (按最新股本摊薄)	2.54	2.15	2.76	3.30
一年内到期的非流动负债	3,044	3,044	3,044	3,044					
其他流动负债	4,151	4,244	4,661	5,116	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	60,947	78,870	90,741	99,989	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	11,319	11,369	11,299	11,379	<b>成长能力</b>				
应付债券	8,521	8,521	8,521	8,521	营业收入增长率	33.3%	9.1%	17.7%	14.3%
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981	EBIT增长率	62.4%	-10.3%	25.1%	18.0%
非流动负债合计	22,821	22,871	22,801	22,881	归母公司净利润增长率	50.3%	-15.1%	28.0%	19.6%
负债合计	83,768	101,741	113,542	122,870	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	31,522	35,779	41,355	48,108	毛利率	15.9%	13.7%	13.4%	13.4%
少数股东权益	5,023	5,419	5,925	6,532	净利率	5.3%	4.1%	4.5%	4.7%
所有者权益合计	36,544	41,197	47,281	54,640	ROE	15.1%	11.4%	12.7%	13.2%
负债和股东权益	120,312	142,939	160,823	177,510	ROIC	13.6%	9.5%	11.3%	12.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	69.6%	71.2%	70.6%	69.2%
					债务权益比	88.4%	110.7%	91.9%	79.9%
					流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3
					速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
					应收账款周转天数	50	54	49	49
					应付账款周转天数	70	71	60	68
					存货周转天数	79	88	89	91
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.54	2.15	2.76	3.30
					每股经营现金流	11.01	3.19	7.21	5.39
					每股净资产	14.46	16.42	18.98	22.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8	10	7	6
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	239	237	197	174

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。