

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天合光能 (688599)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q1 业绩承压，多元业务优势显著

2024年04月28日

事件:

- 公司发布 2023 年年报以及 2024 年第一季度季报，2023 年公司实现营业收入 1133.92 亿元，同比增长 33.32%；实现归母净利润 55.31 亿元，同比增长 50.26%；实现扣非后归母净利润为 57.55 亿元，同比增长 66.02%。2024Q1 公司实现营业收入 182.56 亿元，同比下降 14.37%；实现归母净利润 5.16 亿元，同比下降 70.83%；实现扣非后归母净利润为 4.47 亿元，同比下降 74.15%。

点评:

- 组件出货量行业领先，TOPCON 大功率优势明显。2023 年，公司合计组件出货量为 65.21GW。大功率 210 系列组件产品销售稳步提升并得到市场认可，截至 2023 年 12 月底，210 组件累计出货超 105GW。公司成为行业首家实现 TOPCon 组件量产功率突破 700W+ 的企业，引领行业进入 PV7.0 时代。
- 光伏系统和智慧能源业务齐头并进，多元化业务快速发展。2023 年公司分布式业务稳定高速发展，市场占有率在全行业排名前三；支架业务加速拓展全球市场，出货量超 9.6GW；智慧能源端，储能舱及系统销售突破中国、欧洲、亚太、北美、中东非、拉美六大区域市场，累计出货近 5GWh。
- 短期盈利能力有所下降，长期优势稳固。2024Q1 公司组件产品售价同比下降，光伏组件盈利能力有所下降。短期来看，受光伏产业链供需影响，当前行业处在供过于求的周期运行阶段，企业之间竞争加剧，产业链价格快速下降。公司作为一体化龙头企业有望依靠组件环节销售能力保障上游开工率，形成更加明显的成本优势，有望在未来的行业出清阶段快速提升市占率。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别是 981.78、1258.82、1549.33 亿元，同比增长 -13.4%、28.2%、23.1%；归母净利润分别是 45.04、68.00、97.59 亿元，同比 -18.6%、51.0% 和 43.5%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 9.96、6.60、4.60 倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：光伏需求不及预期、技术路线变化风险、宏观环境变化、政策风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	85,052	113,392	98,178	125,882	154,933
增长率 YoY %	91.2%	33.3%	-13.4%	28.2%	23.1%
归属母公司净利润 (百万元)	3,681	5,531	4,504	6,800	9,759
增长率 YoY%	104.0%	50.3%	-18.6%	51.0%	43.5%
毛利率%	13.4%	15.9%	15.4%	15.6%	16.3%
净资产收益率ROE%	14.0%	17.5%	12.9%	17.0%	20.7%
EPS(摊薄)(元)	1.69	2.54	2.07	3.12	4.48
市盈率 P/E(倍)	12.18	8.11	9.96	6.60	4.60
市净率 P/B(倍)	1.70	1.42	1.29	1.12	0.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	61,065	76,460	82,955	118,650	133,163	
货币资金	19,143	24,350	28,877	40,072	50,145	
应收票据	2,292	1,752	2,066	3,179	3,276	
应收账款	13,210	18,089	22,618	32,980	35,579	
预付账款	1,464	1,792	2,076	2,657	3,243	
存货	18,715	23,404	20,124	31,237	31,680	
其他	6,241	7,074	7,193	8,525	9,240	
非流动资产	28,913	43,852	49,521	49,228	47,971	
长期股权投资	3,649	4,428	4,428	4,428	4,428	
固定资产	12,302	23,157	27,215	26,845	26,234	
无形资产	2,632	3,043	3,043	3,043	3,043	
其他	10,329	13,224	14,834	14,911	14,265	
资产总计	89,978	120,312	132,476	167,877	181,134	
流动负债	54,950	60,947	69,813	100,115	106,052	
短期借款	9,718	6,455	11,455	16,455	21,455	
应付票据	18,081	14,587	15,401	22,980	23,863	
应付账款	12,033	25,057	27,998	42,859	40,016	
其他	15,117	14,848	14,959	17,821	20,718	
非流动负债	6,231	22,821	22,821	22,821	22,821	
长期借款	3,572	11,319	11,319	11,319	11,319	
其他	2,659	11,502	11,502	11,502	11,502	
负债合计	61,181	83,768	92,634	122,936	128,873	
少数股东权益	2,457	5,023	5,023	5,023	5,023	
归母股东权益	26,340	31,522	34,819	39,919	47,238	
负债和股东权益	89,978	120,312	132,476	167,877	181,134	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	85,052	113,392	98,178	125,882	154,933	
同比 (%)	91.2%	33.3%	-13.4%	28.2%	23.1%	
归属母公司净利润	3,681	5,531	4,504	6,800	9,759	
同比 (%)	104.0	50.3%	-18.6%	51.0%	43.5%	
毛利率 (%)	13.4%	15.9%	15.4%	15.6%	16.3%	
ROE%	14.0%	17.5%	12.9%	17.0%	20.7%	
EPS (摊薄)(元)	1.69	2.54	2.07	3.12	4.48	
P/E	12.18	8.11	9.96	6.60	4.60	
P/B	1.70	1.42	1.29	1.12	0.95	
EV/EBITDA	19.52	6.13	4.90	3.36	2.30	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	85,052	113,392	98,178	125,882	154,933	
营业成本	73,633	95,409	83,043	106,285	129,718	
营业税金及附加	262	444	442	504	620	
销售费用	2,399	3,289	3,731	4,406	5,268	
管理费用	2,209	3,200	3,436	4,280	5,113	
研发费用	1,221	1,543	1,767	2,266	2,789	
财务费用	272	380	127	334	441	
减值损失合计	-1,363	-3,257	-600	-600	-500	
投资净收益	610	1,259	223	565	655	
其他	-226	-174	45	178	265	
营业利润	4,078	6,955	5,299	7,950	11,403	
营业外收支	-93	-422	16	16	16	
利润总额	3,984	6,533	5,316	7,967	11,420	
所得税	330	535	812	1,166	1,661	
净利润	3,654	5,998	4,504	6,800	9,759	
少数股东损益	-27	466	0	0	0	
归属母公司净利	3,681	5,531	4,504	6,800	9,759	
EBITDA	6,992	10,933	10,285	13,163	16,997	
EPS (当年) (元)	1.72	2.55	2.07	3.12	4.48	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	9,237	23,996	11,037	12,630	11,934	
净利润	3,654	5,998	4,504	6,800	9,759	
折旧摊销	2,208	3,272	4,031	4,494	4,957	
财务费用	430	752	493	768	1,043	
投资损失	-610	-1,243	-223	-565	-655	
营运资金变动	2,074	12,192	1,399	351	-3,853	
其它	1,482	3,027	834	784	684	
投资活动现金流	-8,966	-18,669	-9,810	-3,968	-3,379	
资本支出	-8,076	-18,791	-10,034	-4,534	-4,034	
长期投资	-166	-453	0	0	0	
其他	-723	575	223	565	655	
筹资活动现金流	6,173	-1,255	3,301	2,532	1,518	
吸收投资	2,196	2,664	-81	0	0	
借款	19,295	20,170	5,000	5,000	5,000	
支付利息或股息	-940	-1,633	-1,619	-2,468	-3,482	
现金流净增加额	7,054	4,879	4,528	11,194	10,073	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，4年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。