

2024年04月27日

天合光能 (688599.SH)

公司快报

23年组件出货超65GW, 光储系统整体解决方案领先全球

电力设备及新能源 | 太阳能III

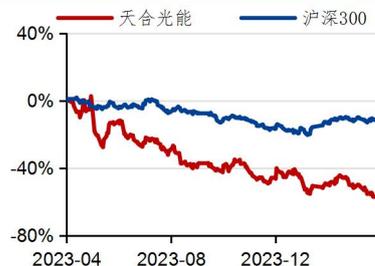
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2024-04-26) **20.58元**

交易数据

总市值(百万元)	44,851.32
流通市值(百万元)	44,851.32
总股本(百万股)	2,179.36
流通股本(百万股)	2,179.36
12个月价格区间	48.13/20.28

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.97	-28.81	-47.62
绝对收益	-15.83	-21.3	-57.09

 分析师 **张文臣**

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **周涛**

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

 分析师 **申文雯**

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

天合光能: 组件、储能助力盈利改善, 深化一体化布局优势凸显。-天合光能公司快报 2023.5.4

投资要点

◆ **事件:** 天合光能发布 2023 年年度报告及 2024 年一季报。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%; 2024 年 Q1 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%。

◆ **2023 年产销情况:** 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。在下游解决方案端, 受益于组件价格下行, 光伏发电成本优势突出, 进一步驱动全球需求释放, 公司电站项目开发和销售取得超预期增长, 其中风光储项目指标获取量超 6.2GW; 分布式业务稳定高速发展, 市场占有率在全行业排名前二; 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。

◆ **光伏组件产品制造与销售业务持续领先:** 公司多年深耕 N 型技术产业化道路, 引领新一代 700W+ 高功率 N 型组件产品, 形成规模化优势, 市占率持续提升, 是行业首家实现 TOPCon 组件量产功率突破 700W+ 的企业。公司基于开放的 210 产品技术平台, 叠加 N 型 i-TOPCon 电池技术, 推出适用于更多全场景的 N 型产品组合, 凭借产品可靠性、度电成本优势、及高标准的质量管理体系通过 UL Solutions (美国安全检测实验室) 可融资性评估, 产品创新能力备受肯定。公司凭借卓越的产品可靠性再度获评美国 RETC “全面最佳表现奖” 和 PVEL 全球 “最佳表现” 组件制造商 (TOPPERFORMER)。

◆ **光储系统整体解决方案领先全球:** 报告期内, 公司支架业务实现出货 9.6GW (其中跟踪支架出货 4.6GW), 较上一年度实现成倍式飞跃增长, 业务覆盖中国、亚太、中东、欧洲、拉美等十余个国家和地区。为进一步加强全球化布局, 公司持续深化海外制造投资, 在巴西设立智能跟踪制造工厂, 提升全球交付和服务效率, 为扩大全球市场份额提供保障。得益于度电成本进一步降低, 2023 年电站装机量超预期增长, 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。

◆ **投资建议:** 由于行业竞争加剧导致产业链价格走低产品盈利能力下降, 我们下调盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 45.76、56.68 及 68.38 亿元, 对应 EPS 分别为 2.10、2.60 及 3.14 元/股, 对应 PE 分别为 9.8、7.9 及 6.6 倍, 维持 “买入-A” 的投资评级。

◆ **风险提示:** 原材料价格及物流费波动风险、光伏产品价格持续下降及组件毛利率波



动风险、行业扩产带来的阶段性产能过剩风险

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	85,052	113,392	125,298	150,358	172,911
YoY(%)	91.2	33.3	10.5	20.0	15.0
归母净利润(百万元)	3,680	5,531	4,576	5,668	6,838
YoY(%)	104.0	50.3	-17.3	23.9	20.6
毛利率(%)	13.4	15.9	14.1	14.1	14.1
EPS(摊薄/元)	1.69	2.54	2.10	2.60	3.14
ROE(%)	12.7	16.4	11.4	12.5	13.3
P/E(倍)	12.2	8.1	9.8	7.9	6.6
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
净利率(%)	4.3	4.9	3.7	3.8	4.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	61065	76460	75310	89677	85952	营业收入	85052	113392	125298	150358	172911
现金	19143	24350	21880	18768	15603	营业成本	73633	95409	107689	129223	148602
应收票据及应收账款	15502	19841	19214	27652	26243	营业税金及附加	262	444	418	504	591
预付账款	1464	1792	1806	2511	2453	营业费用	2399	3289	3864	4499	5100
存货	18715	23404	24136	32910	32691	管理费用	2209	3200	3923	4467	4981
其他流动资产	6241	7074	8276	7836	8962	研发费用	1221	1543	1914	2407	2561
非流动资产	28911	43852	47941	55240	60880	财务费用	272	380	192	143	-203
长期投资	3649	4428	6068	7901	9999	资产减值损失	-1723	-3740	-2531	-3095	-4064
固定资产	12302	23157	25216	29849	32836	公允价值变动收益	-3	13	-7	-13	-3
无形资产	2632	3043	3355	3715	4145	投资净收益	610	1259	696	773	835
其他非流动资产	10327	13224	13302	13775	13900	营业利润	4078	6955	5455	6779	8047
资产总计	89976	120312	123252	144917	146832	营业外收入	35	66	42	45	47
流动负债	54950	60947	62518	81425	80267	营业外支出	128	488	174	204	249
短期借款	9718	6455	6455	6455	6455	利润总额	3984	6533	5323	6621	7845
应付票据及应付账款	30114	39644	39092	55389	53261	所得税	332	535	632	778	787
其他流动负债	15117	14848	16971	19582	20551	税后利润	3653	5998	4691	5842	7058
非流动负债	6231	22821	19493	16892	13414	少数股东损益	-27	466	115	175	220
长期借款	3572	19840	16512	13911	10433	归属母公司净利润	3680	5531	4576	5668	6838
其他非流动负债	2659	2981	2981	2981	2981	EBITDA	6430	10747	8222	10097	11965
负债合计	61181	83768	82011	98317	93682						
少数股东权益	2457	5023	5138	5312	5532	主要财务比率					
股本	2173	2174	2179	2179	2179	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	17225	17879	17879	17879	17879	成长能力					
留存收益	6717	11244	14938	19672	25522	营业收入(%)	91.2	33.3	10.5	20.0	15.0
归属母公司股东权益	26339	31522	36103	41287	47618	营业利润(%)	80.3	70.6	-21.6	24.3	18.7
负债和股东权益	89976	120312	123252	144917	146832	归属于母公司净利润(%)	104.0	50.3	-17.3	23.9	20.6
						获利能力					
						毛利率(%)	13.4	15.9	14.1	14.1	14.1
						净利率(%)	4.3	4.9	3.7	3.8	4.0
						ROE(%)	12.7	16.4	11.4	12.5	13.3
						ROIC(%)	8.7	11.1	7.7	9.1	10.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	68.0	69.6	66.5	67.8	63.8
						流动比率	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
						速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2
						应收账款周转率	6.6	6.4	6.4	6.4	6.4
						应付账款周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
						估值比率					
						P/E	12.2	8.1	9.8	7.9	6.6
						P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
						EV/EBITDA	7.2	5.2	6.8	5.7	4.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn