

天合光能 (688599.SH)

公司快报

组件、储能助力盈利改善，深化一体化布局优势凸显。

投资要点

- ◆ **事件：**天合光能发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年全年，公司实现营业收入 850.52 亿元，同比增长 91.21%。归母净利润为 36.80 亿元，同比增长 103.97%。扣非净利润为 34.65 亿元，同比增长 123.89%。毛利率为 13.43%，同比下降 0.71pcts。2023Q1 公司实现营业收入 213.19 亿元，同比增长 39.59%。归母净利润为 17.68 亿元，同比增长 225.43%。扣非净利润为 17.30 亿元，同比增长 252.36%。
- ◆ **组件出货快速增长，持续完善一体化布局。**在国家政策和技术革新双重驱动下，公司光伏产品业务高速增长，组件市场销售占有率进一步提升，2022 年公司合计组件出货量为 43.09GW，对外销量为 35.01GW，同比增长 66.07%。带动组件板块营业收入同比增长 83.47% 至 631.05 亿元，毛利率为 11.9%，均价约为 1.80 元/W。公司连续八次获评 PVEL 全球“最佳表现”组件制造商。公司基于 210+N 型领先技术，全面升级推出 210R 新型至尊组件产品，显著提升效率及功率，受到产业链及终端客户认可。截至 2022 年年底，公司整体累计出货超 130GW。公司在持续优化组件材料技术工艺、提升产品性能的同时，加速上游生态建设，优化产业链，深入推进产业链垂直一体化布局。随着公司持续完善一体化布局，有望进一步降低组件端硅成本，实现单瓦盈利持续稳步上升。2022 年公司储能国内出货量超过 1.5GWh，全球出货量近 2GWh，成功交付国内单体 800 兆瓦时储能项目实现中国储能集成商国内第四、全球第六的市场格局，成为行业内高成长性的主要代表之一。2022 年天合储能凭借优秀的品牌信誉与技术实力，入选 BNEF“储能产品及系统集成商可融资性”评级全球前十，位列国内前四。
- ◆ **电池技术持续领先，多技术路线布局。**光伏行业正走向 N 型技术迭代的新阶段。公司紧跟行业节奏，高效电池研发团队继续保持 N 型 i-TOPCon 电池产业化效率及良率的行业领先，量产效率提升至 25.3%；同步积极投入研发新型 HJT 电池，22 年底公司建成基于 210mm 大尺寸 HJT 高效电池实验室，实验室效率达到 25.6%，且完成 HJT 组件可靠性测试，为大规模投产提供技术基础。此外，公司聚焦高效钙钛矿/晶硅叠层电池技术的研究，已取得了一定的研究成果。2022 年 7 月，小面积钙钛矿/晶硅叠层太阳能电池实验室效率达到 27.9%，实验室技术研发水平处于国内领先地位，入选 2022 太阳电池中国最高效率；2022 年 12 月，效率已提升至 29.2%。大面积钙钛矿/晶硅叠层电池正在研发认证中。公司持续开展创新研发，支持各 PERC 电池量产效率的持续提升和非硅成本的持续降低，P 型 PERC 电池产业化效率行业领先，浆料单耗全年降幅超 20%。
- ◆ **投资建议：**考虑到公司硅片产能逐步释放有望提升组件盈利能力，叠加全产业链一体化布局有望于 2023 年底建成，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 73.00、95.87 及 123.08 亿元，对应 EPS 分别为 3.36、4.41 及 5.66 元/股。PE 分别为 14.6、11.2 及 8.7 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

投资评级

买入-A(首次)

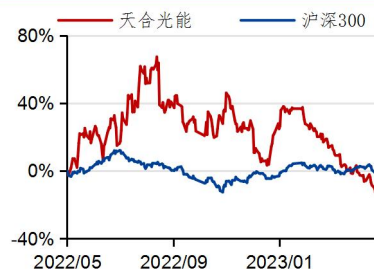
股价(2023-04-28)

49.20 元

交易数据

总市值(百万元)	106,923.52
流通市值(百万元)	65,346.24
总股本(百万股)	2,173.24
流通股本(百万股)	1,328.18
12个月价格区间	83.48/47.88

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.82	-26.44	-3.12
绝对收益	-4.06	-30.54	-2.8

分析师

张文臣

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

分析师

顾华昊

 SAC 执业证书编号：S0910523020002
 guhuahao@huajinsec.cn

报告联系人

乔春绒

qiaochunrong@huajinsec.cn

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告



◆ 风险：产能扩张不及预期、市场竞争加剧、原材料供应紧张

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,480	85,052	119,192	146,725	182,350
YoY(%)	51.2	91.2	40.1	23.1	24.3
净利润(百万元)	1,804	3,680	7,300	9,587	12,308
YoY(%)	46.8	104.0	98.4	31.3	28.4
毛利率(%)	14.1	13.4	15.1	15.5	15.8
EPS(摊薄/元)	0.83	1.69	3.36	4.41	5.66
ROE(%)	10.2	12.7	20.7	21.3	21.6
P/E(倍)	59.3	29.1	14.6	11.2	8.7
P/B(倍)	6.4	4.1	3.2	2.5	2.0
净利率(%)	4.1	4.3	6.1	6.5	6.7

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	41861	61065	91116	78731	120413	营业收入	44480	85052	119192	146725	182350
现金	10690	19143	37147	16266	41565	营业成本	38191	73633	101155	123942	153609
应收票据及应收账款	10467	15502	18311	23313	28417	营业税金及附加	137	262	322	352	456
预付账款	2102	1464	2870	2999	3075	营业费用	1408	2399	3218	3991	4887
存货	12754	18715	24516	28453	37195	管理费用	1483	2209	3027	3756	4668
其他流动资产	5849	6241	8272	7701	10161	研发费用	925	1221	1621	1966	2553
非流动资产	21679	28911	33428	37292	41951	财务费用	289	272	216	258	267
长期投资	2048	3649	5659	7726	9888	资产减值损失	-396	-1723	-1831	-2317	-2749
固定资产	13361	12302	13873	15162	16763	公允价值变动收益	-55	-3	-5	-12	-19
无形资产	894	2632	2916	3244	3624	投资净收益	528	610	407	483	507
其他非流动资产	5376	10327	10980	11160	11675	营业利润	2261	4078	8202	10614	13648
资产总计	63540	89976	124544	116024	162364	营业外收入	36	35	37	35	36
流动负债	35049	54950	82231	64848	99442	营业外支出	24	128	55	66	68
短期借款	6647	9718	9718	9718	9718	利润总额	2274	3984	8183	10582	13616
应付票据及应付账款	18708	30114	59404	39749	71967	所得税	424	332	681	881	1133
其他流动负债	9693	15117	13108	15381	17757	税后利润	1850	3653	7502	9702	12483
非流动负债	10327	6231	6015	5560	5180	少数股东损益	46	-27	203	115	175
长期借款	7951	3572	3357	2902	2522	归属母公司净利润	1804	3680	7300	9587	12308
其他非流动负债	2376	2659	2659	2659	2659	EBITDA	4160	6430	9536	12270	15541
负债合计	45376	61181	88246	70409	104622	主要财务比率					
少数股东权益	1052	2457	2659	2774	2949	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	2074	2173	2173	2173	2173	成长能力					
资本公积	11514	17225	17225	17225	17225	营业收入(%)	51.2	91.2	40.1	23.1	24.3
留存收益	3536	6717	11528	18409	28864	营业利润(%)	57.7	80.3	101.2	29.4	28.6
归属母公司股东权益	17112	26339	33639	42841	54792	归属于母公司净利润(%)	46.8	104.0	98.4	31.3	28.4
负债和股东权益	63540	89976	124544	116024	162364	获利能力					
						毛利率(%)	14.1	13.4	15.1	15.5	15.8
						净利率(%)	4.1	4.3	6.1	6.5	6.7
						ROE(%)	10.2	12.7	20.7	21.3	21.6
						ROIC(%)	6.6	8.7	15.2	16.7	17.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	71.4	68.0	70.9	60.7	64.4
						流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
						速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	6.1	6.6	7.1	7.1	7.1
						应付账款周转率	2.3	3.0	2.3	2.5	2.8
						估值比率					
						P/E	59.3	29.1	14.6	11.2	8.7
						P/B	6.4	4.1	3.2	2.5	2.0
						EV/EBITDA	27.7	16.9	9.2	8.8	5.3

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、顾华昊声明，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