

## 业绩高速增长符合预期，品牌营销能力保持优异

证券研究报告

2023年05月06日

## 天合光能（688599.SH）点评报告

## 核心结论

**事件：品牌保持优异，连续获得营销奖项。**5月5日，天合光能获得 EUPD Research 2023 年度“顶级光伏品牌”名单。该奖项表示天合在拉美、巴西、智利和墨西哥等重要光伏市场被评为顶级光伏组件品牌。这也是天合光能连续两年获得此奖项。

**23Q1 单瓦盈利增强，TOPCon 开始出货。**我们预计 Q1 组件业务出货 12GW 左右，确认 10-11GW，其中 TOPCon 预计出货 0.5-1GW。单瓦净利 0.11-0.12 元/W。分布式业务方面，出货 2GW 左右，单瓦净利 0.13 元/W 左右。支架业务出货 1.3GW 左右，单瓦盈利 0.02 元/W 左右，储能出货 100-200MW。投资收益方面约 10 亿元左右，资产减值 2.7 亿元左右。

**一体化布局加速，盈利能力仍有提升空间。**截至 22 年年底，公司电池/组件产能分别为 50/65GW。预计 23 年底公司拉晶&切片产能均达到 50GW，电池片产能 75GW(N 型 40GW)，组件产能达 95GW，组件出货有望达 60GW+，随着西宁项目的投产与放量，电池自供比例超过 70%。

**分布式及储能业务发展迅速，分拆天合智慧缓解资金压力。**2022 年，公司支架业务出货 4.4GW，同比+100%，储能业务方面，出货超过 2GWh，增长迅速。而此前公司宣布将分拆天合智慧上市，在分布式业务方面，公司 22 年出货 8GW，确认收入 6GW，同比+200%，根据全球光伏统计，天合智慧在户用方面的市占率达到 25%，商用达到 2%，天合光能对天合智慧持股比例 73.57%，短期对天合光能 EPS 摊薄幅度 1-2 亿，而我们预计 23 年天合光能利润达到 70 亿以上，影响较小，同时可以有效缓解母公司资金压力。

**投资建议：**预计公司 23-25 年实现归母净利润 74.32/102.04/125.69 亿元，同比+102.0%/+37.3%/+23.2%，EPS 分别为 3.42/4.70/5.78 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格上涨超预期

## 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	44,480	85,052	119,445	155,282	177,711
增长率	51.2%	91.2%	40.4%	30.0%	14.4%
归母净利润（百万元）	1,804	3,680	7,432	10,204	12,569
增长率	46.8%	104.0%	102.0%	37.3%	23.2%
每股收益（EPS）	0.83	1.69	3.42	4.70	5.78
市盈率（P/E）	57.2	28.1	13.9	10.1	8.2
市净率（P/B）	6.0	3.9	3.1	2.3	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

## 公司评级

增持

## 股票代码

688599.SH

## 前次评级

增持

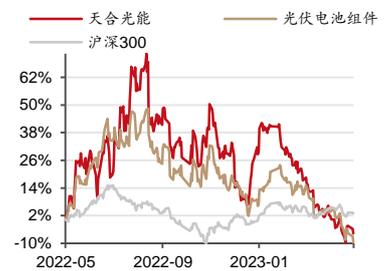
## 评级变动

维持

## 当前价格

47.5

## 近一年股价走势



## 分析师



杨敬梅 S0800518020002



021-38584220



yangjingmei@research.xbmail.com.cn

## 联系人



董正奇



18850591612



dongzhengqi@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

天合光能：量利多因素驱动，组件龙头 N 型时代再起航——天合光能（688599.SH）深度报告——天合光能（688599.SH）深度报告 2023-01-07

天合光能：一体化布局有望于 23Q1 投产，新技术量产即将启航——天合光能三季报预告点评 2022-10-15

天合光能：22H1 公司业绩表现优异，一体化布局盈利有望提升——天合光能（688599）2022 中报点评 2022-08-27

## 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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10,690	19,143	25,566	34,227	52,811	营业收入	44,480	85,052	119,445	155,282	177,711
应收款项	15,858	20,148	30,275	37,641	37,451	营业成本	38,191	73,633	100,922	131,316	149,909
存货净额	12,754	18,715	29,475	38,526	41,955	营业税金及附加	137	262	376	482	552
其他流动资产	2,560	3,060	2,803	2,635	2,803	销售费用	1,408	2,399	3,106	3,882	4,265
<b>流动资产合计</b>	<b>41,861</b>	<b>61,065</b>	<b>88,119</b>	<b>113,030</b>	<b>135,019</b>	管理费用	2,408	3,430	4,658	5,745	6,220
固定资产及在建工程	14,526	16,342	16,253	16,347	15,591	财务费用	289	272	419	259	81
长期股权投资	2,048	3,649	3,649	3,649	3,649	其他费用/(-收入)	(213)	979	1,317	1,688	2,375
无形资产	894	2,632	3,255	4,086	5,127	<b>营业利润</b>	<b>2,261</b>	<b>4,078</b>	<b>8,647</b>	<b>11,910</b>	<b>14,308</b>
其他非流动资产	4,211	6,288	4,753	5,050	5,318	营业外净收支	13	(93)	(36)	(39)	(56)
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,679</b>	<b>28,911</b>	<b>27,910</b>	<b>29,133</b>	<b>29,686</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,274</b>	<b>3,984</b>	<b>8,611</b>	<b>11,872</b>	<b>14,252</b>
<b>资产总计</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>116,029</b>	<b>142,162</b>	<b>164,706</b>	所得税费用	424	332	1,128	1,585	1,652
短期借款	6,647	9,718	7,145	7,837	8,233	<b>净利润</b>	<b>1,850</b>	<b>3,653</b>	<b>7,483</b>	<b>10,286</b>	<b>12,600</b>
应付款项	26,163	42,595	65,199	79,607	89,165	少数股东损益	46	(27)	51	82	31
其他流动负债	2,238	2,636	1,644	2,173	2,151	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,804</b>	<b>3,680</b>	<b>7,432</b>	<b>10,204</b>	<b>12,569</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35,049</b>	<b>54,950</b>	<b>73,987</b>	<b>89,616</b>	<b>99,549</b>	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款及应付债券	9,150	4,579	4,443	4,598	4,540	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	1,177	1,652	1,320	1,383	1,452	ROE	11.2%	16.9%	24.7%	26.2%	25.0%
<b>长期负债合计</b>	<b>10,327</b>	<b>6,231</b>	<b>5,763</b>	<b>5,981</b>	<b>5,992</b>	毛利率	14.1%	13.4%	15.5%	15.4%	15.6%
<b>负债合计</b>	<b>45,376</b>	<b>61,181</b>	<b>79,750</b>	<b>95,597</b>	<b>105,540</b>	营业利润率	5.1%	4.8%	7.2%	7.7%	8.1%
股本	2,074	2,173	2,173	2,173	2,173	销售净利率	4.2%	4.3%	6.3%	6.6%	7.1%
股东权益	18,164	28,796	36,279	46,565	59,165	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>116,029</b>	<b>142,162</b>	<b>164,706</b>	营业收入增长率	51.2%	91.2%	40.4%	30.0%	14.4%
						营业利润增长率	57.7%	80.3%	112.1%	37.7%	20.1%
						归母净利润增长率	46.8%	104.0%	102.0%	37.3%	23.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	71.4%	68.0%	68.7%	67.2%	64.1%
						流动比	1.19	1.11	1.19	1.26	1.36
						速动比	0.83	0.77	0.79	0.83	0.93
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.83	1.69	3.42	4.70	5.78
						BVPS	7.87	12.12	15.54	20.24	26.02
						<b>估值</b>					
						P/E	57.2	28.1	13.9	10.1	8.2
						P/B	6.0	3.9	3.1	2.3	1.8
						P/S	2.3	1.2	0.9	0.7	0.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。