

深化一体化布局增厚盈利，储能打开成长天花板

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，公司全年营业收入 850.52 亿元，同比+91.21%，归母净利润 36.80 亿元，同比+103.97%；分季度来看，2022 年 Q4 公司实现营收 268.53 亿元，同比+103.19%，归母净利润为 12.78 亿元，同比+97.23%；2023 年 Q1 公司实现营收 213.19 亿元，同比+39.59%，归母净利润 17.68 亿元，同比 225.43%，环比+38%。总体看公司业绩略超预期。

➤ **大尺寸组件领军企业，打造全方位智慧能源服务商。**2022 年公司合计组件出货量为 43.09GW，截至 22 年底公司组件累计出货量已超 130GW，连续八次获评 PVEL 全球“最佳表现”组件制造商。公司坚持大尺寸电池组件技术路线，根据集邦咨询的统计，截至今年 Q1，天合光能 210 组件累计出货量已超过 65GW，位居全球第一位，市场占有率超 50%。在供应链方面，公司进一步深入推进产业链垂直一体化布局，公司目前有超过 30GW 的硅片产能正处于建设过程中。根据公司规划，23 年底将拥有 10 万吨工业硅、5 万吨多晶硅、20GW 硅片、55GW 电池的配套产能，一体化布局有望进一步降低组件端硅成本；在解决方案端，支架业务合计出货 4.4GW；在智慧能源业务端，公司实现了中国储能市场的巨大突破，成功交付国内单体 800MWh 储能项目，出货量超 2GWh，实现中国储能集成商国内第四、全球第六的市场格局。

➤ **多技术路线布局，坚持技术进步推动产业升级。**目前电池片环节处于 P 型向 N 型迭代阶段，公司紧跟行业节奏，推进 TOPCon 技术的同时在 HJT 与钙钛矿方面均有技术布局。TOPCon 方面，公司保持 N 型 i-TOPCon 电池产业化效率的行业领先，经权威第三方测试，大尺寸 TOPCon 组件已经实现窗口效率 24.24% 的实验室效率；HJT 方面，22 年底公司建成基于 210mm 大尺寸 HJT 高效电池实验室，目前实验室效率达到 25.6%，且完成了 HJT 组件可靠性测试；钙钛矿方面，公司聚焦叠层技术研究，22 年 12 月小面积钙钛矿/晶体硅两端叠层太阳能电池实验室效率达到 29.2%，大面积叠层电池处于研发认证阶段。

➤ **储能业务发展迅速，有望提供新增量。**22 年公司储能国内/全球出货达到 1.5/2GWh，并且入选 BNEF“储能产品及系统集成商可融资性”评级全球前十，体现了下游客户对公司产品的认可。公司深入储能产业一体化布局，合资 10GWh 电芯生产线及 2GWh 模组生产线逐步达产，成功开发出循环次数达到 12000 次的长寿命电芯产品，以此为基础推出新一代万次循环液冷系统 TrinaStorage Elementa，度电成本相比于上一代产品降低 32%。

➤ **投资建议：**预计公司 23-25 年实现营收 1215/1597/1877 亿元；归母净利润分别为 72.71/98.65/121.76 亿元；对应 PE 为 15x/11x/9x。公司是光伏组件领军企业，一体化程度加深，储能业务快速发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、硅料价格波动、产能扩张不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	85052	121477	159737	187732
增长率 (%)	91.2	42.8	31.5	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	3680	7271	9865	12176
增长率 (%)	104.0	97.6	35.7	23.4
每股收益 (元)	1.69	3.35	4.54	5.60
PE	29	15	11	9
PB	4.1	3.2	2.5	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

49.20 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.天合光能 (688599.SH) 2022 年三季报点评：加强一体化布局，发力 N 型电池赛道-2022/11/01

2.天合光能 (688599.SH)：2022 年半年报点评：业绩大幅增长，一体化布局夯实竞争力-2022/08/29

3.天合光能 (688599.SH) 2021 年报及 22 年一季报点评：组件出货快速增长，渠道优势保障盈利-2022/04/30

4.天合光能(688599):大尺寸组件持续引领，户用系统出货高增-2021/08/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	85052	121477	159737	187732
营业成本	73633	104237	135995	159575
营业税金及附加	262	486	639	751
销售费用	2399	3644	4792	5632
管理费用	2209	3644	4632	5256
研发费用	1221	1822	2316	2628
EBIT	4785	8029	11952	14590
财务费用	272	407	402	326
资产减值损失	-1363	-300	-100	-100
投资收益	610	1822	799	939
营业利润	4078	9144	12249	15103
营业外收支	-93	-70	-70	-70
利润总额	3984	9074	12179	15033
所得税	332	1724	2314	2856
净利润	3653	7350	9865	12176
归属于母公司净利润	3680	7271	9865	12176
EBITDA	6992	10387	14969	18258

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19143	19813	29276	37053
应收账款及票据	15502	18459	24354	28631
预付款项	1464	2085	2720	3192
存货	18715	27313	32729	37993
其他流动资产	6241	9889	9784	11842
流动资产合计	61065	77558	98863	118711
长期股权投资	3649	3649	3649	3649
固定资产	12302	18588	23924	28466
无形资产	2632	2732	2832	2932
非流动资产合计	28911	34774	39962	44499
资产合计	89976	112333	138826	163210
短期借款	9718	9718	9718	9718
应付账款及票据	30114	39480	51915	61013
其他流动负债	15117	20758	24951	28061
流动负债合计	54950	69956	86584	98792
长期借款	3572	3572	3572	3572
其他长期负债	2659	2659	2659	2659
非流动负债合计	6231	6231	6231	6231
负债合计	61181	76187	92815	105023
股本	2173	2173	2173	2173
少数股东权益	2457	2536	2536	2536
股东权益合计	28796	36146	46011	58187
负债和股东权益合计	89976	112333	138826	163210

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	91.21	42.83	31.50	17.53
EBIT 增长率	106.05	67.81	48.85	22.07
净利润增长率	103.97	97.58	35.68	23.43
盈利能力 (%)				
毛利率	13.43	14.19	14.86	15.00
净利率	4.33	5.99	6.18	6.49
总资产收益率 ROA	4.09	6.47	7.11	7.46
净资产收益率 ROE	13.97	21.63	22.69	21.88
偿债能力				
流动比率	1.11	1.11	1.14	1.20
速动比率	0.68	0.64	0.69	0.75
现金比率	0.35	0.28	0.34	0.38
资产负债率 (%)	68.00	67.82	66.86	64.35
经营效率				
应收账款周转天数	45.25	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	76.93	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	1.11	1.20	1.27	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	3.35	4.54	5.60
每股净资产	12.12	15.47	20.00	25.61
每股经营现金流	4.25	4.01	8.05	7.21
每股股利	0.48	0.48	0.48	0.48
估值分析				
PE	29	15	11	9
PB	4.1	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	12.55	8.39	5.19	3.83
股息收益率 (%)	0.97	0.97	0.97	0.97

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3653	7350	9865	12176
折旧和摊销	2208	2357	3017	3668
营运资金变动	2074	-209	4636	-12
经营活动现金流	9237	8707	17500	15674
资本开支	-8076	-8240	-8235	-8235
投资	-166	-1027	-40	-40
投资活动现金流	-8966	-7445	-7476	-7336
股权募资	2196	0	0	0
债务募资	5358	-31	0	0
筹资活动现金流	6173	-592	-560	-560
现金净流量	7054	670	9463	7778

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026