

天合光能（688599）

2023 年一季报点评：Q1 量利高增，看好 23 年组件一体化深化，全业务多点开花

买入（维持）

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	85,052	128,814	163,086	196,967
同比	91%	51%	27%	21%
归属母公司净利润（百万元）	3,680	7,457	9,514	11,649
同比	104%	103%	28%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.69	3.43	4.38	5.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.64	14.14	11.08	9.05

关键词：#产能扩张 #业绩超预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年一季报，2023Q1 营收 213 亿，同增 39.6%，环降 20.6%；归母净利润 17.7 亿元，同增 225.4%，环增 38.4%；扣非归母净利润 17.3 亿元，同增 252.4%，环增 41.3%。2023Q1 毛利率 17.95%，同增 4.4pct，环增 4.58pct。业绩接近预告上限，略超预期。

■ **Q1 量利双增、看好全年持续高增！**公司 2023Q1 出货约 10GW+，受益于在手高价订单，我们测算单瓦净利达 1.1 毛+；Q2 起需求进一步提升，我们预计出货有望达 15GW，盈利能力保持坚挺。展望全年，我们预计组件出货 65GW，同增 50%+，其中欧洲预计占比 30-35%、北美 10%。公司宿迁+青海 TOPCon 电池逐步投产，我们预计可自供 15GW+电池，全年 N 型组件出货达 20GW；随东南亚+青海硅片陆续投产爬坡，我们预计硅片 2023 年可自供 13GW+，2024 年自供 50GW+；总体增厚组件盈利。公司瞄准长期市占率 20%，持续增强龙头地位！

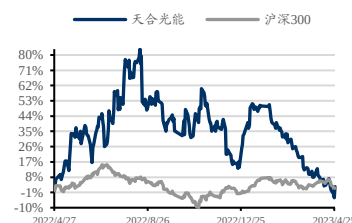
■ **分布式+支架+储能多点开花、贡献业绩增量！**2023Q1 我们预计公司分布式出货约 2GW+（权益约 1.47GW+），2023 年组件降价分布式收益率提升，市场进一步扩大，我们预计全年开发 10-12GW（权益 7.4-8.8GW），同增 60%+，长期目标保二争一。支架业务我们预计 2023Q1 盈亏平衡，2023 年出货约 8-9GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+，长期目标全球前三。公司储能以国内大储为主，我们预计 2023Q1 出货数百 MWh，全年国内外齐发力，我们预计出货 3-4GWh，可实现盈利贡献，市占率目标全球 10%。

■ **一体化加速建设、技术持续领先。**公司一体化产能持续建设，我们预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW，其中 N 型电池超 40GW；一体化产能加速落地，增强核心竞争力。电池技术上，公司 TOPCON 量产效率提升至 25.3%（良率 97%），HJT 实验室效率达 25.6%，小面积钙钛矿/晶硅叠层电池效率达 29.2%，技术全面布局，保持领先！

■ **盈利预测与投资评级：**基于光伏需求持续旺盛，我们上调公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 74.6/95.1/116.5 亿元（前值为 71.4/95.7/117.3 亿元），同比+103%/+28%/+22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 68.6 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.50
一年最低/最高价	44.81/88.33
市净率(倍)	3.76
流通 A 股市值(百万元)	64,416.52
总市值(百万元)	105,402.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.89
资产负债率(%，LF)	70.96
总股本(百万股)	2,173.24
流通 A 股(百万股)	1,328.18

相关研究

《天合光能(688599)：2022 年报点评：2022 年量利双增，技术+规模双重优势持续加强》

2023-04-25

《天合光能(688599)：2023 年 1 季度业绩预告点评：Q1 盈利高增，开启全年量利双升》

2023-03-13

天合光能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	61,065	90,362	110,201	133,146	营业总收入	85,052	128,814	163,086	196,967
货币资金及交易性金融资产	19,232	12,964	22,000	21,601	营业成本(含金融类)	73,633	110,175	139,646	169,107
经营性应收款项	17,434	35,669	40,341	51,614	税金及附加	262	580	734	886
存货	18,715	32,097	37,828	47,440	销售费用	2,399	3,607	4,403	5,121
合同资产	1,037	2,122	2,337	3,034	管理费用	2,209	3,478	4,322	4,924
其他流动资产	4,648	7,509	7,696	9,457	研发费用	1,221	2,319	2,772	3,151
非流动资产	28,911	32,729	37,543	42,403	财务费用	272	384	277	320
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	加:其他收益	309	412	489	591
固定资产及使用权资产	12,379	16,578	21,051	25,720	投资净收益	610	902	815	985
在建工程	4,039	3,624	3,974	4,185	公允价值变动	-3	0	0	0
无形资产	2,632	2,632	2,632	2,632	减值损失	-1,723	-512	-740	-990
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	-173	-258	-245	-295
长期待摊费用	49	84	75	55	营业利润	4,078	8,817	11,251	13,747
其他非流动资产	6,007	6,007	6,007	6,007	营业外净收支	-93	-40	-67	-54
资产总计	89,976	123,091	147,744	175,550	利润总额	3,984	8,776	11,184	13,693
流动负债	54,950	77,836	91,509	106,244	减:所得税	332	1,183	1,505	1,843
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,673	3,954	3,954	3,954	净利润	3,653	7,593	9,679	11,850
经营性应付款项	30,114	57,280	67,540	78,909	减:少数股东损益	-27	137	165	201
合同负债	4,967	6,060	8,189	10,208	归属母公司净利润	3,680	7,457	9,514	11,649
其他流动负债	6,196	10,542	11,826	13,173	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.43	4.38	5.36
非流动负债	6,231	8,866	10,091	11,311	EBIT	4,785	8,657	11,209	13,777
长期借款	3,572	4,772	5,972	7,172	EBITDA	6,992	9,759	12,620	15,452
应付债券	0	1,400	1,400	1,400	毛利率(%)	13.43	14.47	14.37	14.14
租赁负债	54	89	114	134	归母净利率(%)	4.33	5.79	5.83	5.91
其他非流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	收入增长率(%)	91.21	51.45	26.61	20.78
负债合计	61,181	86,702	101,600	117,555	归母净利润增长率(%)	103.97	102.63	27.60	22.43
归属母公司股东权益	26,339	33,796	43,387	55,035					
少数股东权益	2,457	2,593	2,758	2,959					
所有者权益合计	28,796	36,389	46,144	57,995					
负债和股东权益	89,976	123,091	147,744	175,550					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,237	5,696	13,936	4,855	每股净资产(元)	12.14	15.58	19.32	24.51
投资活动现金流	-8,966	-4,366	-5,791	-5,989	最新发行在外股份(百万股)	2,173	2,173	2,173	2,173
筹资活动现金流	6,173	-7,598	890	735	ROIC(%)	10.80	16.16	18.62	18.59
现金净增加额	7,054	-6,268	9,035	-399	ROE-摊薄(%)	13.97	22.06	21.93	21.17
折旧和摊销	2,208	1,102	1,411	1,675	资产负债率(%)	68.00	70.44	68.77	66.96
资本开支	-8,076	-5,298	-6,612	-6,979	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.64	14.14	11.08	9.05
营运资本变动	1,855	-4,873	1,141	-9,047	P/B(现价)	3.99	3.11	2.51	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>