

## 盈利显著改善，曙光初现

—2022 半年报

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

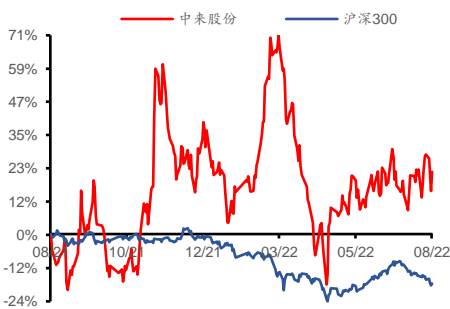
## 买入 (维持)

行业： 电力设备  
日期： 2022年08月05日分析师： 开文明  
Tel: 021-53686172  
E-mail: kaiwenming@shzq.com  
SAC 编号: S0870521090002  
分析师： 丁亚  
Tel: 021-53686149  
E-mail: dingya@shzq.com  
SAC 编号: S0870521110002  
联系人： 刘清馨  
Tel: 021-53686152  
E-mail: liuqingxin@shzq.com  
SAC 编号: S0870121080027

## 基本数据

最新收盘价 (元) 16.99  
12mth A 股价格区间 (元) 11.13-23.75  
总股本 (百万股) 1,089.63  
无限售 A 股/总股本 84.03%  
流通市值 (亿元) 155.56

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《走出困境，破茧再起航》

—2022 年 05 月 04 日

《Q1 业绩反弹，业务有望迎来多点开花》

—2022 年 04 月 26 日

《产业链协同发展，2022 有望量利齐升》

—2022 年 03 月 16 日

## ■ 22H1 营收同比+95%，归母净利润同比+643%

公司发布2022年半年报：2022上半年公司实现营收46.38亿元，同比+95%；归母净利润2.31亿元，同比+643%；扣非后归母净利润2.11亿元，同比+4330%。

单季度来看，2022Q2公司实现营收26.28亿元，同比+112%，环比+31%；归母净利润1.42亿元，同比+640%，环比+60%；扣非后归母净利润1.34亿元，同比+1091%，环比+72%。

## ■ 三大业务盈利能力均显著提高

**电池与组件业务盈利恢复。**电池与组件业务22年上半年实现营收10.66亿元，同比+46%；毛利率3.93%，同比增长8.23pct。22年上半年实现对外销售548MW，对合并范围内子公司销售550MW。山西16GW TOPCon电池项目一期4GW已经实现首片下线，一期正在爬坡中。

**光伏应用系统业务快速拓展。**光伏应用系统业务22年上半年实现营收21.84亿元，同比+181%；毛利率16.89%，同比增长2.42pct。公司户用分布式业务覆盖已扩展至18个省，与各市/县/镇签约的分布式光伏项目拟建容量累计约为10.75GW。公司正积极探索工商业分布式业务发展模式。

**背板盈利能力大幅提升，产能持续扩张。**背板业务22年上半年实现营收13.54亿元，同比+68%；毛利率25.88%，同比增长7.3pct。公司全资子公司中来新材计划投资8.82亿元扩产2.5亿平米背板产线（每6个月完成5000万平米产能投产），产线为透明、白色、黑色背板通用型背板，公司正在加快22年5000万平背板建设，争取22年底前实现2.2亿平背板产能。

## ■ 投资建议

我们预计公司2022-2024年营业收入分别为150.80、225.51、305.46亿元，同比分别增长159.1%、49.5%、35.5%；归母净利润分别为6.15、12.02、19.06亿元，同比分别增长296.2%、95.5%、58.5%。当前股价对应22-24年PE分别为30、15、10倍。维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

光伏行业政策波动风险；市场竞争加剧风险；背板扩产不及预期风险

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5820	15080	22551	30546
年增长率	14.4%	159.1%	49.5%	35.5%
归母净利润	-313	615	1202	1906
年增长率	-424.2%	296.2%	95.5%	58.5%
每股收益 (元)	-0.29	0.56	1.10	1.75
市盈率 (X)	—	30.11	15.40	9.71
市净率 (X)	6.12	4.62	3.56	2.60

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年08月04日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2489	1839	2709	4620
应收票据及应收账款	1591	3527	5267	7128
存货	1608	3170	4656	6274
其他流动资产	557	1015	1430	1878
流动资产合计	6245	9550	14062	19901
长期股权投资	255	255	255	255
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2228	2280	2415	2423
在建工程	418	568	818	1068
无形资产	72	72	72	72
其他非流动资产	2922	3422	3922	4422
非流动资产合计	5895	6597	7482	8240
<b>资产总计</b>	<b>12139</b>	<b>16147</b>	<b>21544</b>	<b>28141</b>
短期借款	1213	1265	1217	1170
应付票据及应付账款	4222	7811	11443	15397
合同负债	149	259	380	511
其他流动负债	1413	912	1078	1257
流动负债合计	6997	10246	14118	18335
长期借款	416	416	416	416
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	660	660	660	660
非流动负债合计	1076	1076	1076	1076
<b>负债合计</b>	<b>8072</b>	<b>11322</b>	<b>15193</b>	<b>19411</b>
股本	1090	1090	1090	1090
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	442	1056	2259	4164
归属母公司股东权益	3388	4003	5205	7111
少数股东权益	679	822	1146	1619
<b>股东权益合计</b>	<b>4067</b>	<b>4825</b>	<b>6351</b>	<b>8730</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12139</b>	<b>16147</b>	<b>21544</b>	<b>28141</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>351</b>	<b>699</b>	<b>2615</b>	<b>3651</b>
净利润	-412	758	1526	2379
折旧摊销	302	598	715	842
营运资金变动	-192	-768	267	328
其他	654	111	107	103
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-641</b>	<b>-1293</b>	<b>-1590</b>	<b>-1589</b>
资本支出	-388	-801	-1101	-1101
投资变动	-335	-500	-500	-500
其他	81	8	11	12
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>438</b>	<b>-56</b>	<b>-155</b>	<b>-152</b>
债权融资	-55	0	0	0
股权融资	32	0	0	0
其他	461	-56	-155	-152
<b>现金净流量</b>	<b>132</b>	<b>-650</b>	<b>871</b>	<b>1911</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5820</b>	<b>15080</b>	<b>22551</b>	<b>30546</b>
营业成本	5149	12958	18985	25546
营业税金及附加	20	60	90	122
销售费用	117	226	293	367
管理费用	245	407	564	703
研发费用	181	558	963	1373
财务费用	-38	100	100	100
资产减值损失	-462	-25	-25	-25
投资收益	-82	8	11	12
公允价值变动损益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-418</b>	<b>948</b>	<b>1909</b>	<b>2974</b>
营业外收支净额	0	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>-418</b>	<b>947</b>	<b>1908</b>	<b>2973</b>
所得税	-5	189	382	595
净利润	-412	758	1526	2379
少数股东损益	-99	143	324	473
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-313</b>	<b>615</b>	<b>1202</b>	<b>1906</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	11.5%	14.1%	15.8%	16.4%
净利率	-5.4%	4.1%	5.3%	6.2%
净资产收益率	-9.2%	15.4%	23.1%	26.8%
资产回报率	-2.6%	3.8%	5.6%	6.8%
投资回报率	1.0%	10.3%	15.9%	19.2%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	14.4%	159.1%	49.5%	35.5%
EBIT 增长率	-83.6%	1,289.1%	86.2%	54.4%
归母净利润增长率	424.2%	296.2%	95.5%	58.5%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.29	0.56	1.10	1.75
每股净资产	3.11	3.67	4.78	6.53
每股经营现金流	0.32	0.64	2.40	3.35
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.48	0.93	1.05	1.09
应收账款周转率	4.37	5.19	5.20	5.20
存货周转率	3.20	4.09	4.08	4.07
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	66.5%	70.1%	70.5%	69.0%
流动比率	0.89	0.93	1.00	1.09
速动比率	0.62	0.56	0.60	0.68
<b>估值指标</b>				
P/E	—	30.11	15.40	9.71
P/B	6.12	4.62	3.56	2.60
EV/EBITDA	55.55	12.54	7.48	4.64

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断