

天合光能 (688599.SH)

强烈推荐 (首次)

布局 N 型一体化产能，盈利能力有望持续提升

公司是全球知名的头部组件企业，在组件分销市场优势显著，同时，公司管理层深耕行业多年、对行业的理解也非常深刻。2021 年公司在缺少硅片背景下依然维持较好的盈利能力，随着公司逐步补齐一体化产能，其盈利有望再上一个台阶。此外，原材料价格下降后，公司支架、储能业务也有望贡献业绩增量。

- **发布 2022 年上半年业绩预告。** 近期公司发布 2022 年半年度业绩预告自愿性披露公告，2022 年上半年实现归母净利润 11.41-13.95 亿元，同增 62-98%，扣非归母净利润 10.47-13.01 亿元，同比增长 79%-123%。预计公司 Q2 组件预计 Q2 公司组件、分布式出货较 Q1 均有增长，跟踪支架、智慧能源盈利可能有一些波动，主要是尚未起量，电站业务有一定盈利。
- **公司基本情况。** 公司成立于 1997 年，2020 年 6 月在科创板上市，实际控制人为高纪凡，主要业务包括光伏产品、光伏系统、智慧能源三大板块。
- **组件品牌驰名全球，前瞻布局分销市场。** 公司深耕太阳能光伏领域二十余年，在全球光伏组件制造商排名中长期位居第一梯队企业，同时是光伏行业唯一一家连续六年被 BNEF 评为可融资性 100% 评级的组件品牌，并已连续七次获评 PVEL 全球“最佳表现”组件制造商，组件品牌驰名全球。此外，公司前瞻布局分销市场，分销出货比例为行业第一，渠道先发优势明显。
- **拟扩张 N 型一体化产能，进一步增强自身竞争力。** 2021 年底公司电池、组件产能分别约为 35GW、50GW，无自有硅片产能，2022 年 6 与 18 日，公司发布规划扩张一体化产能，包括年产 30 万吨工业硅、15 万吨硅料、35GW 拉棒、10GW 切片、10GW 电池、10GW 组件及 15GW 组件辅材生产线公司此前主要在电池及组件环节布局，本次向上游环节扩张全面布局 N 型一体化产能，可抵御产业链价格波动对企业盈利的影响，有望进一步增强公司盈利能力，预计本次公司布局的硅料及硅片环节产能释放后，公司盈利有望再上一个台阶。
- **跟踪支架与储能盈利有望改善。** 公司先后收购西班牙跟踪支架公司 Nclave 的 51%、49% 股权，但受硅料及大宗价格影响，跟踪支架业务进展相对缓慢，2020、2021 年分别出货 2GW、1.8GW，随着硅料产能释放及大宗价格边际不再恶化，公司跟踪支架业务有望迎来盈利改善。储能方面，2019 年公司（持股 49%）与鹏辉能源（持股 51%）在江苏天辉锂电池有限公司，拟建设 10GWh 储能一体化产业链，目前已建成 2GWh 磷酸铁锂电芯、储能模组、储能集装箱系统集成一体化生产线，储能业务逐步放量有望为公司贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 36.79 亿、70.05 亿元，对应估值 49 倍、26 倍，公司 2023 年业绩增速为 90%，给予公司 2023 年 30-32 倍 PE，对应目标价格约为 100-105 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 全球光伏装机不达预期，原材料价格持续上涨。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	29418	44480	90837	132093	162206
同比增长	26%	51%	104%	45%	23%
营业利润(百万元)	1433	2261	4316	8269	10891
同比增长	71%	58%	91%	92%	32%
归母净利润(百万元)	1229	1804	3679	7005	9085
同比增长	92%	47%	104%	90%	30%
每股收益(元)	0.59	0.87	1.70	3.23	4.19
PE	140.3	95.9	49.1	25.8	19.9
PB	11.4	10.1	8.9	6.9	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

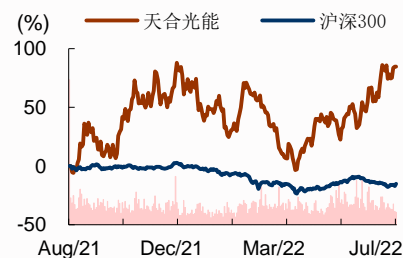
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：100.00 - 105.00 元
当前股价：83.4 元

基础数据

总股本 (万股)	216759
已上市流通股 (万股)	132252
总市值 (亿元)	1808
流通市值 (亿元)	1103
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	10.0
资产负债率	68.5%
主要股东	高纪凡
主要股东持股比例	16.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	46	67
相对表现	27	55	84



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
- 赵旭 S1090519120001
zhaoxu2@cmschina.com.cn
- 张伟鑫 S1090521070003
zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、发布 2022 年上半年业绩预告	5
二、公司基本情况.....	7
2.1 历史沿革与股权结构	7
2.2 主营业务与产品	7
三、全面布局 N 型一体化，盈利能力有望提升	10
3.1 管理层深耕行业多年，对光伏行业理解深刻.....	10
3.2 组件业务常年位于第一梯队	11
3.3 前瞻布局分销市场，分销出货比例为行业第一	13
3.4 拟扩张 N 型一体化产能，进一步增强自身竞争力	14
3.5 跟踪支架与储能业务有望贡献业绩增量	15
四、组件是光伏行业战略制高点.....	16
4.1 进入新稳态，战略地位初步显现.....	16
4.2 壁垒在提升，将深刻影响产业生态	17
4.3 最好的窗口期已过，成为第一梯队的难度很大.....	20
投资建议	21
盈利预测	21
风险提示	22

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)	7
图 2: 公司业务情况	8
图 3: 公司产品—至尊 670 组件	8
图 4: 公司产品—电站 (越南 Trung Son 35MW 光伏电站)	8
图 5: 公司产品—光伏系统 (户用, 天合富家)	8
图 6: 公司产品—光伏系统 (工商业, 天合蓝天)	8
图 7: 公司产品—跟踪支架 (开拓者 2P)	9
图 8: 公司产品—储能解决方案	9
图 9: 公司收入与同比增速	9
图 10: 公司毛利率	9
图 11: 组件品牌可融资性调研得分	12
图 12: 公司组件业务收入与同比增速	12
图 13: 公司组件业务毛利率	12
图 14: 一体化组件企业各环节产能一览 (GW)	12
图 15: 公司分销收入与同比增速	13
图 16: 公司分销收入占比	13
图 17: 部分组件企业全球经销商数量	14
图 18: 头部组件企业分销量占比	14
图 19: 公司跟踪支架销量 (GW)	15
图 20: 国内光伏上网电价与组件价格 (元/Kwh、元/W)	16
图 21: 各公司组件业务及整体业务经营指标	17
图 22: 全球光伏新增装机	17
图 23: 国内光伏新增装机	17
图 24: 组件的微创新在于功率变化 (2012-2020 年天合光能部分产品)	18
图 25: 组件出货量排名, 隆基成为龙头	18
图 26: 头部组件企业回 A 时间	18
图 27: 组件壁垒在提升	19
图 28: 一体化 (硅片: 电池片: 组件=1:1:1) 与单组件毛利	19
图 29: 相关组件企业固定资产规模 (亿元)	19
图 30: 一体化产能布局 (GW)	20

图 31: 组件新玩家的不可能三角	20
图 32: 天合光能历史 PE Band	22
图 33: 天合光能历史 PB Band	22
表 1: 业绩摘要	5
表 2: 主要比率	5
表 3: 单季度业绩摘要	6
表 4: 单季度主要比率	6
表 5: 公司管理层简历	10
表 6: 公司组件出货量常年位于第一梯队	11
表 7: 公司组件经营数据	13
表 8: 公司 N 型一体化产能规划	15
表 9: 可转债方案 (亿元)	15
表 10: 一体化前后的 capex 要求 (亿元/GW) (按 1:1:1 进行一体化)	19
表 11: 盈利预测 (百万元)	21
附: 财务预测表	23

一、发布 2022 年上半年业绩预告

2022 年上半年业绩预告简析。近期公司发布 2022 年半年度业绩预告自愿性披露公告，2022 年上半年公司归母净利润 11.41-13.95 亿元，同比增长 61.69-97.62%，扣非归母净利润 10.47-13.01 亿元，同比增长 79.29%-122.72%。

Q1 公司组件出货 8GW，确认 7.1GW，盈利 5 亿左右，分布式出货 800MW，预计 Q2 公司组件、分布式出货较 Q1 均有增长。

公司 Q1 除组件、分布式、电站外的其他业务略有亏损，预计 Q2 跟踪支架、智慧能源盈利可能有一些波动，主要是尚未起量，电站业务有一定盈利。

2021 年年报与 2022 年一季报简析。2021 年公司收入 444.8 亿元，同比增长 51.2%，归母净利润 18.04 亿元，同比增长 46.80%，扣非归母净利润 15.48 亿元，同比增长 39.2%；2022 年一季度，公司收入 85.22 亿元，同比增长 79.2%，归母净利润 5.43 亿元，同比增长 136%，扣非归母净利润 4.91 亿元，同比增长 189.3%。

一季度毛利率略有提升。2021 年公司综合毛利率为 14.14%，同比下降 1.83 个百分点，2022 年一季度综合毛利率为 13.59%，同比增长 1.32 个百分点。

费用率下降。2021 年公司销售、管理、财务费用率分别为 3.16%、3.33%、0.65%，同比下降 0.29、下降 0.44、下降 1.18 个百分点，2022 年一季度公司销售、管理、财务费用率分别为 3.05%、2.61%、1.76%，同比提升 0.36、下降 0.81、下降 0.72 个百分点。

表 1: 业绩摘要

百万元	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021Q1	2022Q1	同比变化 (%)
营业收入	23321.7	29418.0	44480.4	51.2	8522.4	15272.5	79.2
营业成本	19266.9	24719.0	38190.7	54.5	7476.6	13197.2	76.5
毛利润	4054.8	4699.0	6289.7	33.9	1045.9	2075.3	98.4
销售税金	131.6	96.6	137.2	42.1	28.7	34.7	20.8
毛利润 (扣除销售税金)	3923.1	4602.4	6152.6	33.7	1017.1	2040.6	100.6
销售费用	1381.7	1015.2	1407.7	38.7	229.2	466.0	103.4
管理费用	926.5	1109.0	1483.1	33.7	291.3	399.0	37.0
经营利润	1614.9	2478.2	3261.7	31.6	496.7	1175.5	136.7
资产减值损失	-72.8	-328.9	-279.0	-15.2	-9.2	-67.2	628.2
财务费用	353.9	538.3	289.1	-46.3	211.4	269.2	27.3
投资收益	102.6	385.5	528.4	37.0	150.1	177.7	18.4
资产处置收益	-3.6	-77.4	-85.8	10.9	-1.7	-3.0	70.9
其他收益	69.9	82.6	221.6	168.3	55.2	26.5	-52.0
营业外收入	44.5	30.6	36.4	19.0	4.4	5.1	15.3
营业外支出	12.0	57.1	23.7	-58.5	8.1	4.8	-40.1
利润总额	869.8	1406.9	2273.7	61.6	305.0	710.7	133.0
所得税	167.6	173.8	423.7	143.8	57.5	132.7	130.9
税后净利润	702.2	1233.1	1850.0	50.0	247.6	578.0	133.5
少数股东损益	61.7	3.9	45.7	1084.3	17.4	34.8	100.3
归母净利润	640.6	1229.3	1804.2	46.8	230.2	543.2	136.0
非经常性损益	29.4	117.1	256.5	119.0	60.5	52.3	-13.6
扣非归母净利润	611.2	1112.2	1547.7	39.2	169.7	490.9	189.3

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021Q1	2022Q1	同比变化 (%)
毛利率	17.39	15.97	14.14	-1.83	12.27	13.59	1.32

(%)	2019年	2020年	2021年	同比变化(%)	2021Q1	2022Q1	同比变化(%)
销售费用率	5.92	3.45	3.16	-0.29	2.69	3.05	0.36
管理费用率	3.97	3.77	3.33	-0.44	3.42	2.61	-0.81
财务费用率	1.52	1.83	0.65	-1.18	2.48	1.76	-0.72
经营利润率	6.92	8.42	7.33	-1.09	5.83	7.70	1.87
所得税率	19.26	12.35	18.63	6.28	18.84	18.67	-0.17
净利率	2.75	4.18	4.06	-0.12	2.70	3.56	0.86
扣非净利率	2.62	3.78	3.48	-0.30	1.99	3.21	1.22

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q1 同比(%)	22Q1 环比(%)
营业收入	9492	8522	11665	11077	13216	15273	79	16
营业成本	8080	7477	10011	9534	11169	13197	77	18
销售费用	399	229	380	370	428	466	103	9
管理费用	304	291	335	327	530	399	37	-25
财务费用	189	211	141	178	-241	269	27	-212
所得税	77	57	96	141	129	133	131	3
归母净利润	398	230	476	451	648	543	136	-16

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q1 同比(%)	22Q1 环比(%)
毛利率	14.9	12.3	14.2	13.9	15.5	13.6	1.3	-1.9
销售费用率	4.2	2.7	3.3	3.3	3.2	3.1	0.4	-0.2
管理费用率	3.2	3.4	2.9	3.0	4.0	2.6	-0.8	-1.4
财务费用率	2.0	2.5	1.2	1.6	-1.8	1.8	-0.7	3.6
净利率	4.2	2.7	4.1	4.1	4.9	3.6	0.9	-1.3

资料来源：公司公告，招商证券

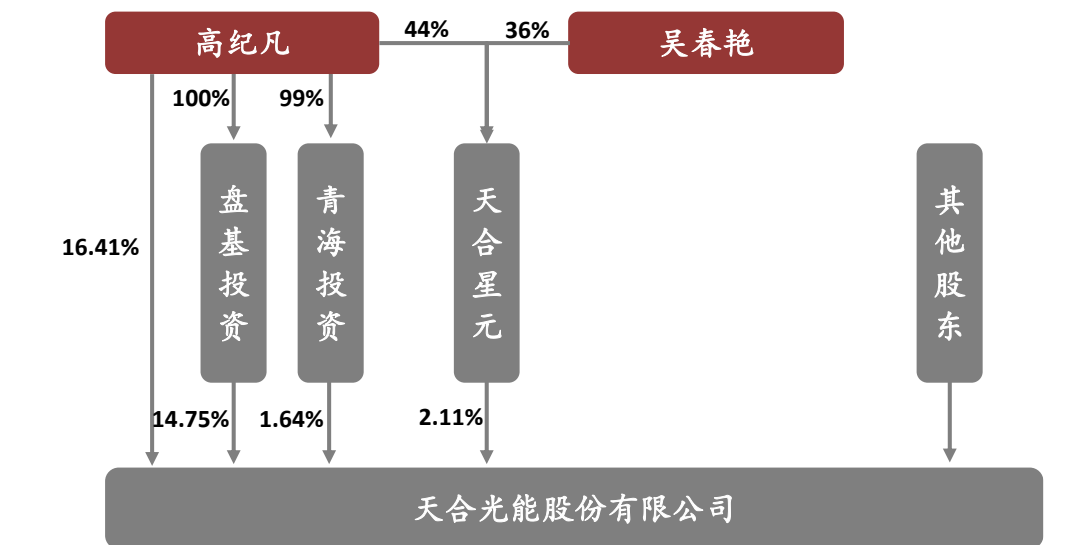
二、公司基本情况

2.1 历史沿革与股权结构

历史沿革: 公司成立于 1997 年, 前身为常州天合铝板幕墙制造有限公司, 2017 年公司整体设立为股份有限公司, 并于 2020 年 6 月在科创板上市。

股权结构: 公司实际控制人为高纪凡, 截至 2022 年一季度末, 公司实控人直接持股 16.41%, 与一致行动人合计持有上市公司 34.47% 股份, 公司股权较为集中, 股权结构清晰稳定。

图 1: 公司股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)



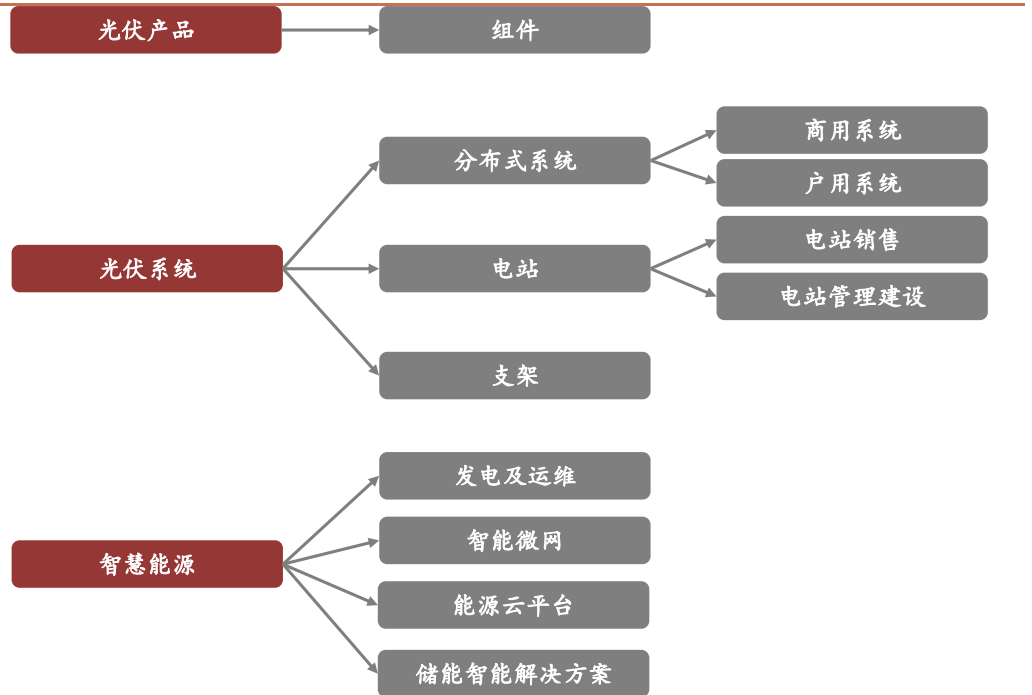
资料来源: 公司公告、招商证券

2.2 主营业务与产品

公司是一家全球领先的光伏智慧能源整体解决方案提供商, 主要业务包括光伏产品、光伏系统、智慧能源三大板块。光伏产品包括组件的研发、生产和销售, 光伏系统包括电站业务及系统产品业务, 智慧能源包括光伏发电及运维服务、智能微网及多能系统的开发和销售以及能源云平台运营等业务。

2014-2015 年, 公司组件出货量位列世界第一, 2017-2021 连续五年组件出货量保持全球前三。

图 2: 公司业务情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司产品—至尊 670 组件



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 4: 公司产品—电站 (越南 Trung Son 35MW 光伏电站)



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 5: 公司产品—光伏系统 (户用, 天合富家)



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 6: 公司产品—光伏系统 (工商业, 天合蓝天)



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 7: 公司产品—跟踪支架 (开拓者 2P)



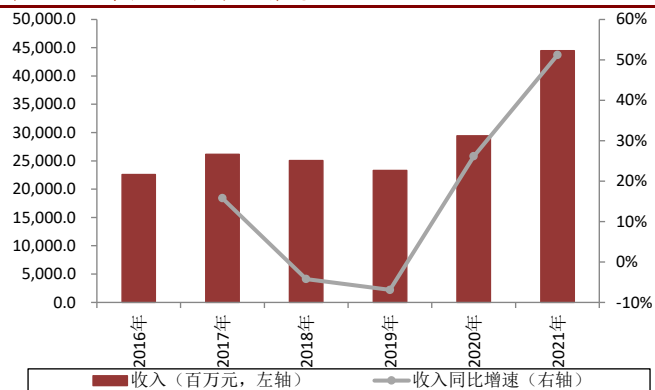
资料来源: 公司官网, 招商证券

图 8: 公司产品—储能解决方案



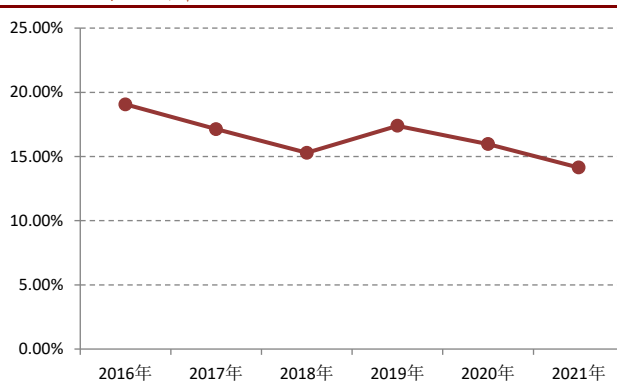
资料来源: 公司官网, 招商证券

图 9: 公司收入与同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

图 10: 公司毛利率



资料来源: Wind, 招商证券

三、全面布局 N 型一体化，盈利能力有望提升

3.1 管理层深耕行业多年，对光伏行业理解深刻

管理层稳定，深耕行业多年。公司多位高管有较长从业经历，管理层稳定且重视技术研发，管理团队和核心技术骨扎根行业多年。公司董事长高纪凡在光伏领域有多年从业经验，1997 起担任公司董事长、总经理职务，对光伏行业理解深刻。

重视研发应用，TOPCon 创造大面积产业化 N 型效率纪录。公司坚持以技术创新为核心的发展战略，持续研发投入，并以国家重点实验室为平台，先后承担和参与国家 863 计划、国家 973 计划以及省科技成果转化等各类项目。天合光能自 2015 年开始布局 TOPCon 电池研发，通过 6 年的技术积累和突破，于 2022 年 3 月成功实现自主研发的 210 高效 i-TOPCon 电池最高电池效率达到 25.5%，创造了大面积产业化 N 型单晶硅 TOPCon 电池效率新的世界纪录。

表 5: 公司管理层简历

姓名	职务	个人简历
高纪凡	董事长，董事，总经理	1988 年 9 月-1989 年 3 月，就职于常州东怡联合开发公司；1989 年 3 月至 1989 年 9 月，就职于常州对外经济技术贸易公司；1989 年 10 月至 1992 年 5 月，担任广东顺德大良清洗剂厂副厂长；1992 年 6 月至 1997 年 10 月，任武进协和精细化工厂厂长；1997 年 12 月至 2017 年 12 月，担任常州天合光能有限公司董事长，总经理；2006 年至 2017 年，担任 TrinaSolar Limited 董事长，首席执行官；2017 年 12 月至今，担任天合光能董事长，总经理。目前高纪凡担任江苏省十二届政协常务委员；2017 年 12 月 20 日，当选中国民主建国会第十一届中央委员会常务委员。高纪凡还担任中国光伏行业协会理事长，全球太阳能理事会联席主席，中国机电产品进出口商会副会长，联合国开发计划署可持续发展顾问委员会创始成员等职务。
曹博	董事，副总经理	1975 年生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于南开大学，MBA 硕士。1996 年 7 月至 2002 年 2 月，在河北工业大学工作；2002 年 3 月至 2010 年 2 月，在天士力控股集团有限公司等上市公司担任人力资源总监；2010 年 3 月至 2018 年 12 月，在晶澳太阳能控股有限公司任职副总裁，先后分管人力资源，审计，供应链，运营，全球营销，产品技术，光伏电站开发投资等领域工作，主持公司日常经营工作；2019 年 1 月至 2019 年 8 月任金寨嘉悦新能源科技有限公司总裁；2019 年 11 月至 2020 年 6 月任职北控清洁能源集团有限公司副总裁，分管人力资源，开发，工程，采购，成本，运营，销售等工作。2020 年 6 月加入天合光能，担任公司副总经理。
高纪庆	董事，副总经理	1990 年 7 月至 1992 年 3 月，担任常州向阳化工厂技术员；1992 年 3 月至 1997 年 12 月，担任武进协和精细化工厂副厂长；1997 年 12 月至 2017 年 12 月，历任常州天合光能有限公司生产部经理，技术质量经理，研发部负责人，技术总监，项目（产能）扩展副总裁，系统事业部副总裁，系统事业部中国区负责人；2017 年 12 月至今，担任天合光能副总经理。
张开亮	董事	2007 年 2 月至 2010 年 3 月，担任兴业银行南京分行公司部副总经理；2010 年 3 月至 2014 年 4 月，担任杭州银行南京分行副行长；2014 年 4 月至 2015 年 10 月，担任兴业银行南京管理部副经理；2015 年 10 月至今，担任兴银投资有限公司董事长；2017 年 12 月至今，担任天合光能董事。
陈爱国	董事	2000 年 5 月至 2006 年 6 月，担任湘财证券有限责任公司办公室主任，董办主任；2006 年 7 月至 2012 年 8 月，担任湘财祈年期货有限公司董事长；2012 年 9 月至 2014 年 8 月，担任武汉金融资产交易所副总裁；2014 年 9 月至 2018 年 10 月，担任上海华信股权投资基金管理有限公司总经理；2018 年 11 月至今，担任兴银成长资本管理有限公司董事长。
吴森	财务负责人	2002 年至 2005 年，担任赛捷软件（上海）有限公司财务系统高级咨询顾问；2005-2010 年，历任德克马豪吉特迈集团中国区财务经理，亚太区财务经理；2010 年至 2013 年，历任常州天合光能有限公司销售财务经理，集团计划与分析高级经理。2013 年到 2018 年，历任天合光能股份有限公司光伏系统及能源互联网价值群财务总监；2016 年至 2018 年，在同济大学工商管理学院攻读 MBA 学位，同时获得美国德州大学 EMBA 学位。2018 年 9 月至今，担任天合光能股份有限公司光伏产品价值群财务高级总监和运营中心负责人。
吴群	董事会秘书	1996 年至 1997 年，担任苹果南方科技有限公司软件工程师；2001 年，获得复旦大学计算机系统结构专业硕士学位；2001 年至 2002 年，担任中兴通讯股份有限公司软件工程师；2003 年至 2005 年，担任阿尔卡特公司移动事业部高级软件工程师；2005 年至 2007 年，担任摩托罗拉（中国）电子有限公司项目经理；2007 年至 2009 年，在长江商学院攻读 MBA 学位；2009 年至 2014 年，担任上海浦东科技投资有限公司高级投资经理；2014 年至 2017 年，担任常州天合光能有限公司战略运营高级经理，副总监；2017 年 12 月至今，担任天合光能股份有限公司投资管理部负责人，董事会秘书。

资料来源: Wind、招商证券

3.2 组件业务常年位于第一梯队

组件品牌驰名全球。组件具备一定品牌效应,产品品质、历史信誉、公司资质等因素影响下游客户对组件供应商的选择,公司深耕太阳能光伏领域二十余年,在全球光伏组件制造商排名中长期位居第一梯队企业,同时是光伏行业唯一一家连续六年被 BNEF 评为可融资性 100%评级的组件品牌,并已连续七次获评 PVEL 全球“最佳表现”组件制造商,组件可靠性及发电能力等方面的突出表现多次获得肯定,组件品牌驰名全球。

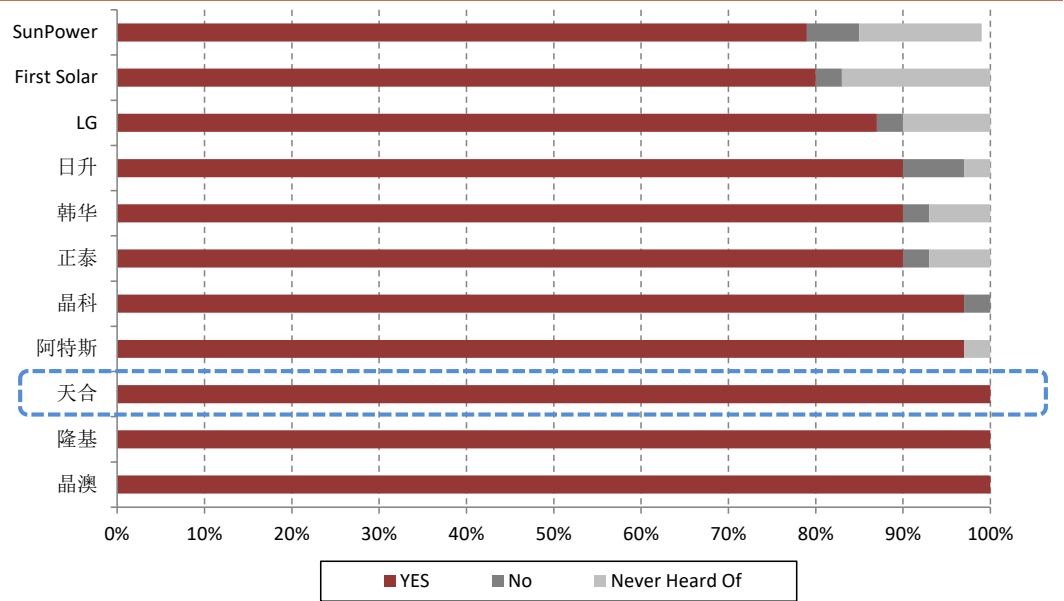
成本控制能力强。2019-2021 年,公司组件业务销量分别为 8.76、13.29、21.08GW,收入分别为, 164、221、343 亿元,同比增速分别为 14%、35%、56%。相较于其他一体化头部组件企业,公司硅片环节产能很少,在 2021 年硅料价格持续上涨的背景下,公司组件业务依然有 0.2 元左右单瓦毛利,成本控制能力较强。

表 6: 公司组件出货量常年位于第一梯队

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	英利	天合	天合	晶科	晶科	晶科	晶科	隆基	隆基
2	天合	英利	阿特斯	天合	天合	晶澳	晶澳	晶科	天合
3	阿特斯	阿特斯	晶科	阿特斯	晶澳	天合	天合	天合	晶澳
4	夏普	韩华	晶澳	晶澳	阿特斯	隆基	隆基	晶澳	晶科
5	晶科	晶科	韩华	韩华	韩华	阿特斯	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	First Solar	晶澳	First Solar	协鑫	协鑫	韩华	韩华	韩华	东方日升
7	昱辉	夏普	协鑫	First Solar	隆基	东方日升	东方日升	东方日升	韩华
8	京瓷	昱辉	英利	英利	英利	协鑫	First Solar	正泰	First Solar
9	晶澳	First Solar	尚德	隆基	First Solar	尚德	协鑫	First Solar	尚德
10	韩华	京瓷	昱辉	尚德	东方日升	中利	尚德	尚德	正泰

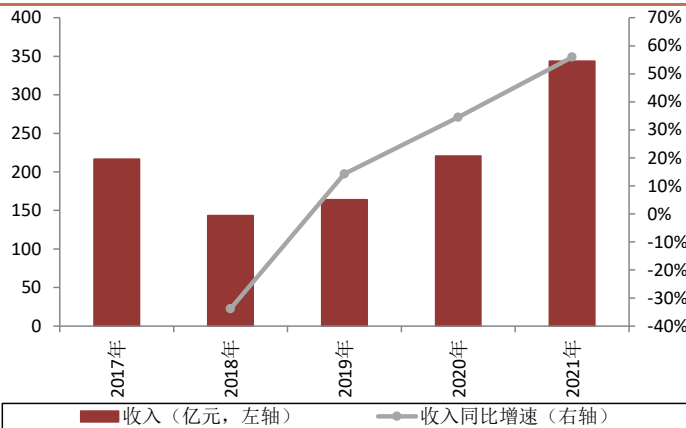
资料来源: PVinfo, 招商证券

图 11: 组件品牌可融资性调研得分



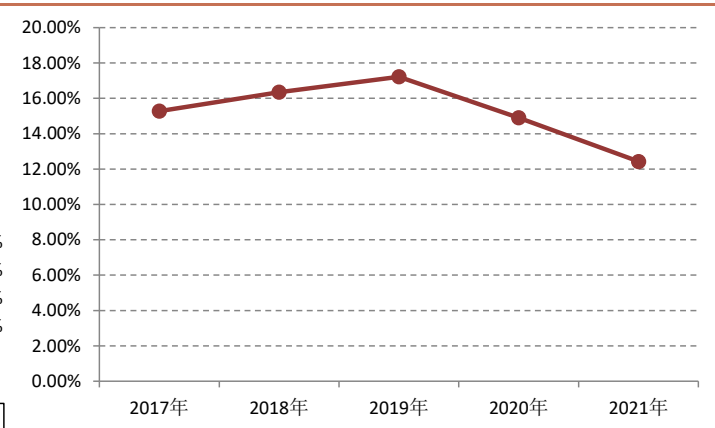
资料来源: 彭博新能源、招商证券

图 12: 公司组件业务收入与同比增速



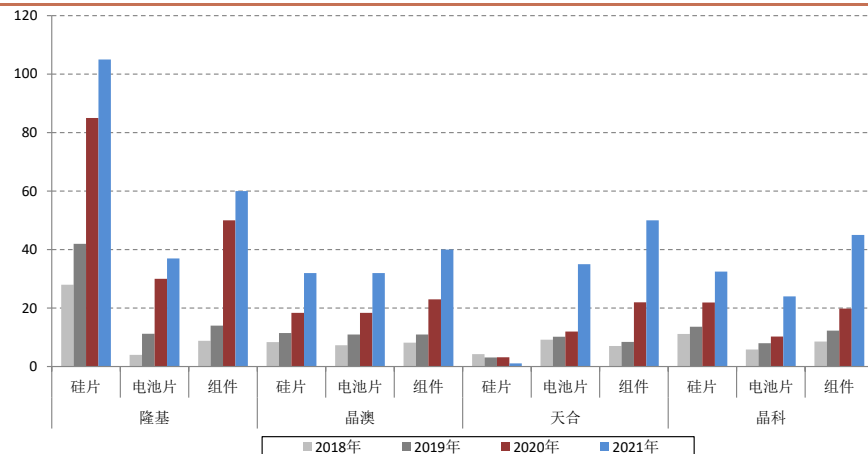
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 公司组件业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 一体化组件企业各环节产能一览 (GW)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 公司组件经营数据

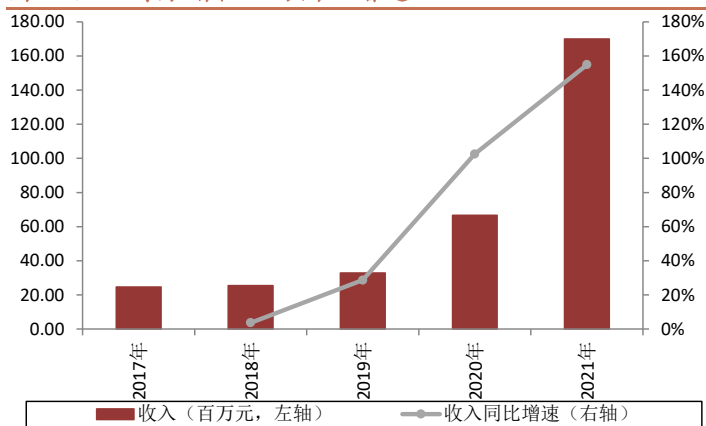
	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
销量 (GW)	21.08	13.29	8.77	6.60	8.46
单瓦收入 (元/w)	1.63	1.66	1.87	2.17	2.56
毛利率	12.43%	14.90%	17.22%	16.35%	15.28%
单瓦成本 (元/w)	1.43	1.41	1.55	1.82	2.17
其中:					
单瓦材料 (元/w)	1.15	0.99	1.13	1.32	1.74
单瓦人工 (元/w)	0.06	0.10	0.14	0.16	0.12
单瓦制造 (元/w)	0.12	0.26	0.28	0.34	0.28
双反保证金、201 关税及运杂费 (元/w)	0.11	0.06	0.00	-0.01	0.00

资料来源: 公司公告, 招商证券

3.3 前瞻布局分销市场, 分销出货比例为行业第一

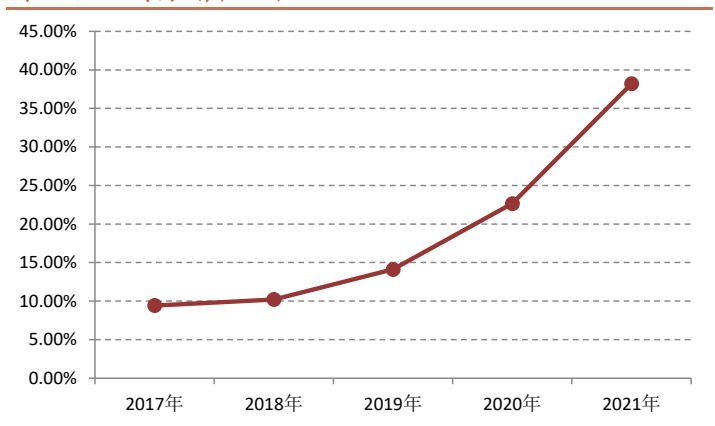
组件主要分为直销与分销两种销售模式, 其中前者面对国内外大型地面电站、中大型工商业市场、国内整县推进也与直销模式比较贴近, 后者主要面对户用市场、小型工商业市场。区别于直销的 ToB 模式, 分销直接对接终端用户, 因此需求分散且建设渠道需要较长时间, 渠道能力尤为重要。公司前瞻布局分销市场, 渠道先发优势明显: 截至 2021 年年底, 公司经销商数量居于行业第一位, 国内分布式组件出货量 (55% 分销比例为 13.64GW) 也居于第一位。分销市场锚定电价为工商业/居民电价, 因此相对直销市场, 其对系统造价的敏感度更低、承受能力更强, 组件公司可以更为及时的进行顺价。

图 15: 公司分销收入与同比增速



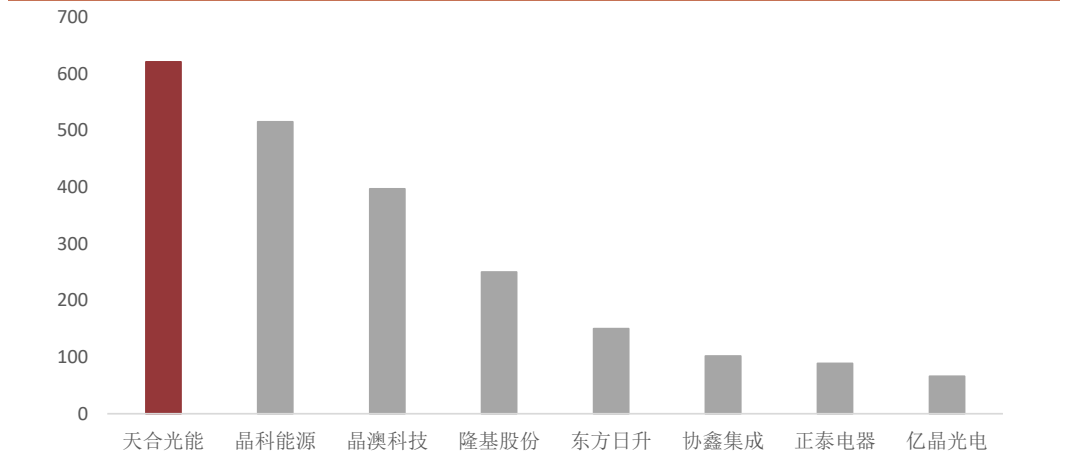
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 16: 公司分销收入占比



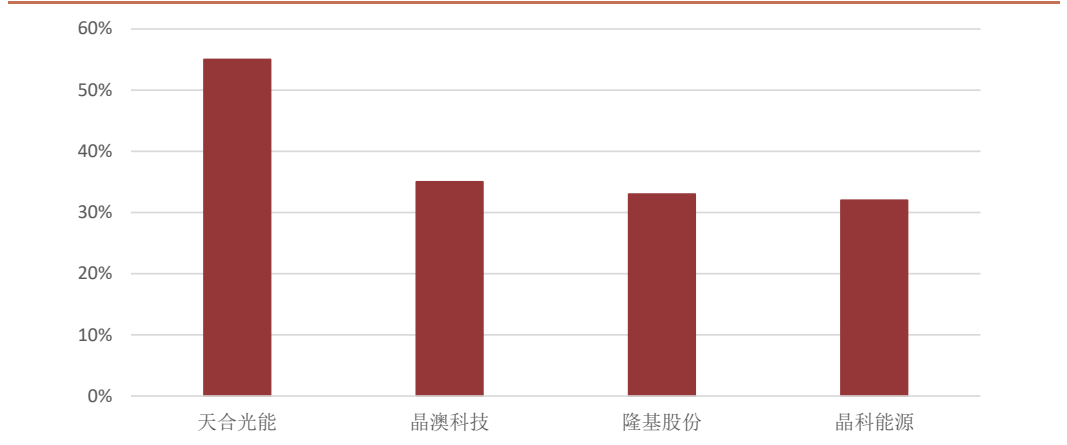
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 17: 部分组件企业全球经销商数量



资料来源: NEF、招商证券

图 18: 头部组件企业分销量占比



资料来源: 公司公告、招商证券

3.4 拟扩张 N 型一体化产能, 进一步增强自身竞争力

发布 N 型一体化规划。2022 年 6 月 18 日, 公司发布规划扩张一体化产能, 包括年产 30 万吨工业硅、15 万吨硅料、35GW 拉棒、10GW 切片、10GW 电池、10GW 组件及 15GW 组件辅材生产线。

项目分为两阶段。根据公司公告, 本次公布的一体化规划分为两个阶段实施: 第一阶段计划 2023 年底前完成, 包括 10 万吨工业硅、5 万吨硅料、20GW 拉棒、5GW 切片、5GW 电池、5GW 组件及 7.5GW 组件辅材; 第二阶段计划 2025 年底前建成, 包括 20 万吨工业硅、10 万吨硅料、15GW 拉棒、5GW 切片, 5GW 电池、5GW 组件及 7.5GW 辅材, 产业技术路线均为 N 型技术路线。

公布可转债元, 项目落地后盈利能力有望提升。截至 2021 年底, 公司电池、组件产能分别约为 35GW、50GW, 无自有硅片产能, 2022 年 6 月 25 日, 公司公布可转债预案, 拟募资总额不超过 88.9 亿元用于 35GW 直拉单晶项目扩产 (62.8 亿元) 与补流 (26.1 亿元)。公司此前主要在电池及组件环节布局, 本次向上游环节扩张全面布局 N 型一体化产能, 可抵御产业链价格波动对企业盈利的影响, 有望进一步增强公司盈利能力, 预计本次公司布局的硅料及硅片环节产能释放后, 公司盈利有望再上一个台阶。

表 8: 公司 N 型一体化产能规划

	一期 (2022-2023)	二期 (2023 底-2025)
工业硅 (万吨)	10	20
硅料 (万吨)	5	10
拉晶 (GW)	20	15
切片 (GW)	5	5
电池 (GW)	5	5
组件 (GW)	5	5
辅材 (GW)	7.5	7.5

资料来源: 公司公告、招商证券

表 9: 可转债方案 (亿元)

	投资总额	拟投入募集资金金额
年产 35GW 直拉单晶项目	85.8	62.8
补充流动资金及偿还银行贷款	26.1	26.1
合计	111.9	88.9

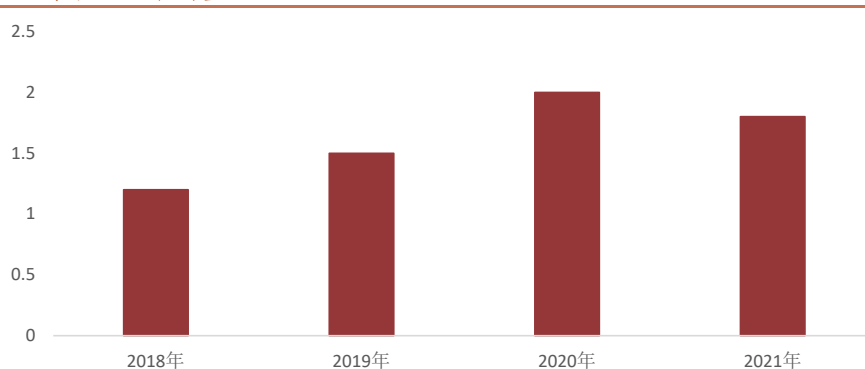
资料来源: 公司公告、招商证券

3.5 跟踪支架与储能业务有望贡献业绩增量

跟踪支架盈利有望改善。2018 年、2020 年,公司收购西班牙跟踪支架公司 Nclave 的 51%、49% 股权,进而进入跟踪支架市场,但受硅料价格上涨影响,国内地面电站建设不及预期,同时大宗价格上涨,公司跟踪支架业务进展相对缓慢,2020、2021 年分别出货 2GW、1.8GW,随着硅料产能释放及大宗价格边际不再恶化,公司跟踪支架业务有望迎来盈利改善。

储能业务有望贡献业绩增量。公司储能产品包含储能电芯、PCS、BMS、EMS 等,目前公司具备全产业链生产研发能力。2019 年公司 (持股 49%) 与鹏辉能源 (持股 51%) 在常州金坛成立江苏天辉锂电池有限公司,拟建设 10GWh 储能一体化产业链,目前已建成 2GWh 磷酸铁锂电芯、储能模组、储能集装箱系统集成一体化生产线,储能业务逐步放量有望为公司贡献业绩增量。

图 19: 公司跟踪支架销量 (GW)



资料来源: 公司公告、招商证券

四、组件是光伏行业战略制高点

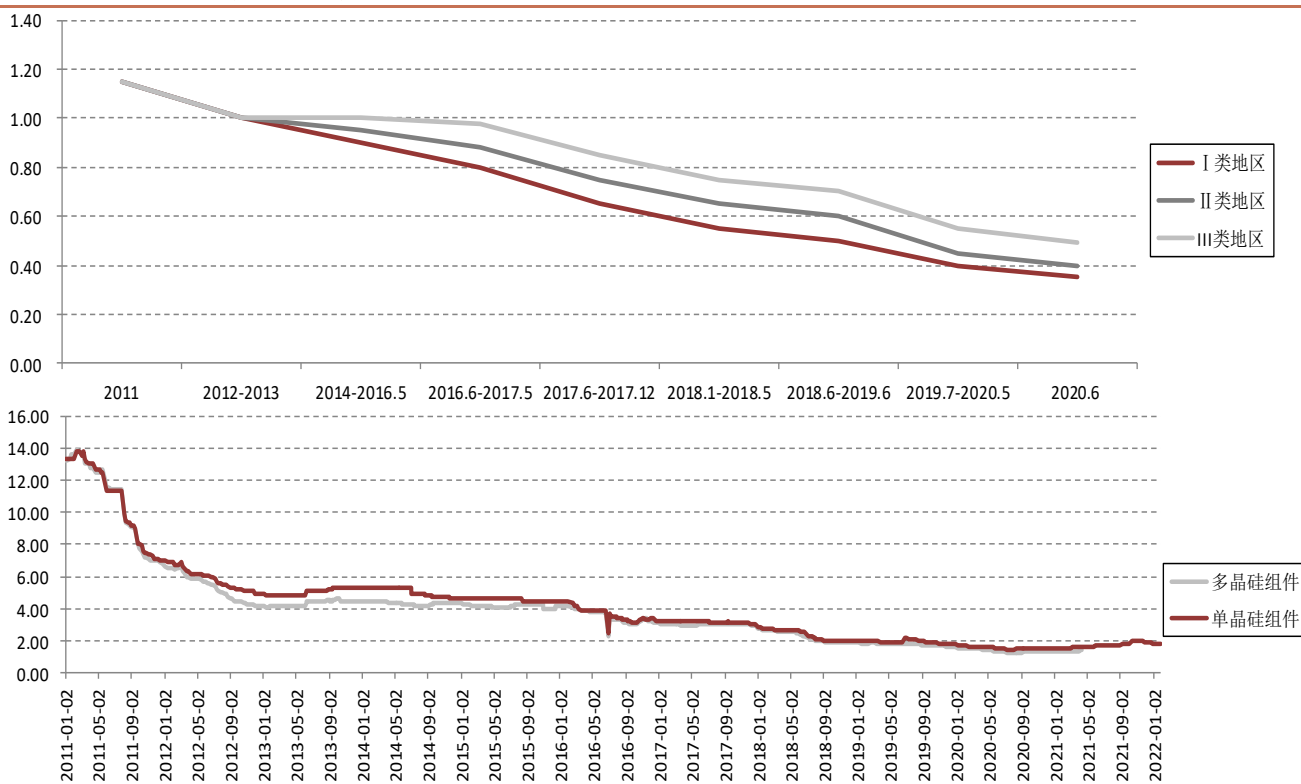
4.1 进入新稳态，战略地位初步显现

行业需求持续增长。过去近 20 年，全球光伏新增装机持续向上，虽然国内装机受补贴政策影响变化较大，但过去 20 年海外装机总体在持续增长（除 2020 年受疫情外），行业整体需求呈现出极强的韧性，即使在补贴时代，个别区域的政策变化也无法改变行业强势增长的态势。

组件环节盈利此前较差。在行业迈向平价的过程中，组件环节始终直接面对退补压力，近 10 年国内电价下降 70%左右，组件价格下降约 80-90%，同时，组件上游相对强势，尤其是硅片格局较好，导致退补压力较难传导。过去较长时间内，相对较纯的组件企业毛利率在 15-20%左右，费用率中枢在 12-13 个百分点左右，净利率约为 1-5 个百分点。

组件战略地位初步显现。过去行业认为组件壁垒很低，其实除隆基之外，这个环节没什么新进入者，系此前组件盈利相对较差，同时又很难做好，不过光伏行业经历多次技术革命后，有组件的企业都活了下来，技术革命对组件企业的影响比较小，主要是掌握了渠道。此外，平价之后，组件不必与退补赛跑，同时硅片格局也在向着有利于组件的方向变化，目前组件企业的盈利在回升。组件环节可能正在进入新稳态：新玩家很少、格局稳固，同时，集中度提升、盈利向上。

图 20：国内光伏上网电价与组件价格（元/Kwh、元/W）



资料来源：国家能源局，PVlink，Wind，招商证券

图 21: 各公司组件业务及整体业务经营指标

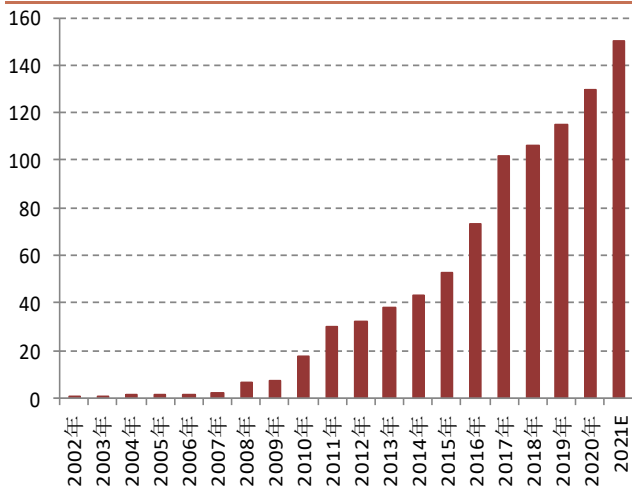
(组件业务毛利率)	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
隆基股份		3.2%	11.3%	19.3%	27.2%	30.7%	23.8%	25.2%	20.5%	17.1%
晶澳科技					18.7%	14.7%	18.1%	21.0%	16.1%	14.2%
天合光能					17.8%	15.3%	16.4%	17.2%	14.9%	12.4%
晶科能源						10.2%	16.3%	22.9%	22.9%	13.4%
东方日升	6.3%	19.3%	15.4%	18.2%	17.3%	13.0%	14.3%	18.9%	9.1%	1.1%

(主营业务费用率)	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
隆基股份		9.2%	7.9%	8.4%	8.8%	9.3%	9.6%	8.7%	6.3%	6.6%
晶澳科技					27.2%	24.5%	24.8%	12.9%	9.3%	7.9%
天合光能					14.4%	12.5%	11.6%	12.7%	10.3%	9.2%
晶科能源						10.7%	12.6%	13.0%	10.0%	9.4%
东方日升	20.6%	12.6%	15.0%	11.7%	9.8%	9.0%	11.3%	14.0%	12.2%	13.1%

(主营业务净利润率)	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
隆基股份		3.2%	8.1%	8.8%	13.5%	21.7%	11.7%	16.9%	15.9%	11.2%
晶澳科技					6.2%	6.2%	1.4%	6.1%	6.0%	5.1%
天合光能					2.3%	2.2%	2.3%	3.0%	4.2%	4.2%
晶科能源						1.0%	1.1%	4.7%	3.1%	2.8%
东方日升	-49.8%	3.5%	2.6%	6.5%	10.3%	6.0%	2.3%	6.8%	1.5%	-0.1%

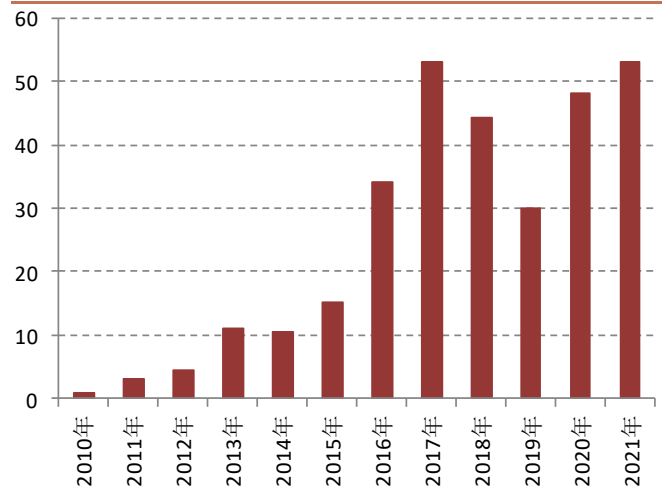
资料来源: Wind, 招商证券

图 22: 全球光伏新增装机



资料来源: 国家能源局、BNEF、招商证券

图 23: 国内光伏新增装机



资料来源: 国家能源局、BNEF、招商证券

4.2 壁垒在提升, 将深刻影响产业生态

组件环节格局主要变化在于隆基进入第一梯队、其他企业相继回 A 上市。组件环节一直有微创新, 最直观反映是功率在变大, 以天合为例, 2017 年之前每年功率提升 5-10w, 2017-2020 年, 同样片型功率翻倍至 600w(156.75 切换至 210 过程中, 每年提升约 70w)。除功率加速提升外, 组件的大变化有两点: 1) 隆基前瞻布局收购乐叶, 在其他企业尚未回 A 之时, 借助融资优势, 进入第一梯队; 2) 其他头部组件企业相继回 A 上市。

壁垒在提升。随着头部企业相继完成一体化, 组件可能是光伏产业链中, 为数不多壁垒在提升的环节: 1) 成本壁垒, 头部企业和未完成一体化的小厂拉开差距, 成本优势更强; 2) 规模壁垒: 规模越大, 拿原材料的价格越优惠, 条款也会有优惠, 此外, 规模变大之后, 在原材料采购方面会更主动, 通过库存调节, 可以在相对低价的位置拿到原材料; 3) 渠道壁垒: 掌握海外渠道, 大多数海外地区盈利更好, 但海外渠道需要时间和资金的积累才能铺开, 目前受疫情影响, 没有基础的企业很难在海外渠道有所突破资金壁垒; 4) 资金壁垒: 一体化之前, 组件重 opex、轻 capex, 一体化之后, 对 capex 有了更高的要求,

尤其是在头部企业完成一体化之后，新进入进入组件的企业，必须具备相应硅片、电池片产能。

新进入者的竞争对手在变得更强大。除成本、规模、渠道与资金壁垒外，组件环节壁垒提高另一方面体现在竞争对手较此前更加强大，5年前做组件，竞争对手为：晶科、晶澳、天合、阿特斯，3年前做组件，竞争对手为正在一体化的隆基、晶科、晶澳、天合、阿特斯，目前做组件，竞争对手为基本完成一体化的隆基，基本完成一体化且回A具备很强融资能力的晶澳、晶科、天合、阿特斯；

图 24：组件的微创新在于功率变化（2012-2020 年天合光能部分产品）

时间	型号	功率	产品特征
2012年	Honey	265-280	多晶
2013年	Duomax	260-380	多晶，60片型，2.5mm双玻，无框，白色/透明EVA
2014年	Duomax	320-335	多晶，72片型，2.5mm双玻，无框，白色/透明EVA
2015年	Honey Plus	325	多晶，PERC，半片，5BB
2015年	Honey M Plus	280-305	单晶，60片型，PERC，5BB
2016年	Tallmax	320-335	多晶，72片型
2016年	Duomax M Plus	270-305	单晶，60片型，PERC，2.5mm双玻，白色/透明EVA
2017年	Tallmax M Plus	335-365	单晶，72片型，PERC
2017年	PERC双核	285-300	单晶，60片型，PERC，双面，2.5mm双玻
2019年	天鲸	340-415	单晶PERC，半片，MBB/5BB；多晶半片+5BB；158.75方单晶
2019年	天鳌	340-405	单晶PERC，半片+MBB/5BB+双玻；多晶半片+5BB+双玻；158.75方单晶
2019年	天鳌双核	335-405	单晶PERC，半片+5BB+双面双玻，158.75方单晶
2020年	至尊(150片型)	480-505	单晶PERC，三分片+MBB，单面单玻/双面双玻，210大硅片
2020年	至尊(110片型)	530-550	单晶PERC，半片+MBB，单面单玻/双面双玻，210大硅片
2020年	至尊(120片型)	580-600	单晶PERC，半片+MBB，单面单玻/双面双玻，210大硅片

资料来源：天合光能、招商证券

图 25：组件出货量排名，隆基成为龙头

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	First Solar	英利	英利	天合	天合	晶科	晶科	晶科	晶科	隆基	隆基
2	高德	First Solar	天合	英利	阿特斯	天合	天合	晶澳	晶澳	晶科	天合/晶澳
3	英利	高德	阿特斯	阿特斯	晶科	阿特斯	晶澳	天合	天合	晶澳	
4	天合	天合	夏普	韩华	晶澳	晶澳	阿特斯	隆基	隆基	天合	晶科
5	阿特斯	阿特斯	晶科	晶科	韩华	韩华	韩华	阿特斯	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	夏普	夏普	First Solar	晶澳	First Solar	协鑫	协鑫	韩华	韩华	韩华	东方日升
7	韩华	晶科	昱辉	夏普	协鑫	First Solar	隆基	东方日升	东方日升	东方日升	韩华
8	晶科	晶澳	京瓷	昱辉	英利	英利	英利	协鑫	First Solar	正泰	First Solar
9	赛维	Sunpower	晶澳	First Solar	尚德	隆基	First Solar	尚德	协鑫	First Solar	尚德
10	Solar World	韩华	韩华	京瓷	昱辉	高德	东方日升	中利	高德	高德	正泰

资料来源：全球光伏、招商证券

图 26：头部组件企业回A时间

	回A时间	代码	备注
晶澳科技	2019年	002459.SZ	美股私有化，之后借壳天通物业回A
天合光能	2020年	688599.SH	美股私有化，之后回A
晶科能源	2022年	688223.SH	美股私有化，之后回A
阿特斯	预计2022年	A21221.SH	美股私有化，之后回A

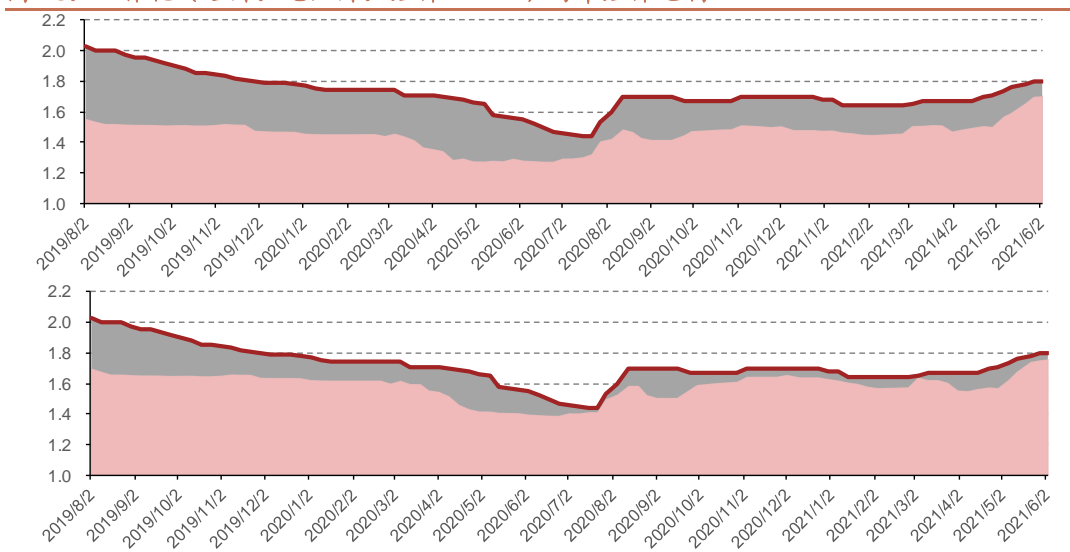
资料来源：Wind、招商证券

图 27: 组件壁垒在提升



资料来源: 招商证券

图 28: 一体化（硅片：电池片：组件=1:1:1）与单组件毛利



资料来源: Pvlink、招商证券

表 10: 一体化前后的 capex 要求 (亿元/GW) (按 1:1:1 进行一体化)

	一体化前 (2018 年)	一体化后 (2020 年)
硅片	0	3.5
电池片	0	2.25
组件	0.68	0.63
合计	0.68	6.38

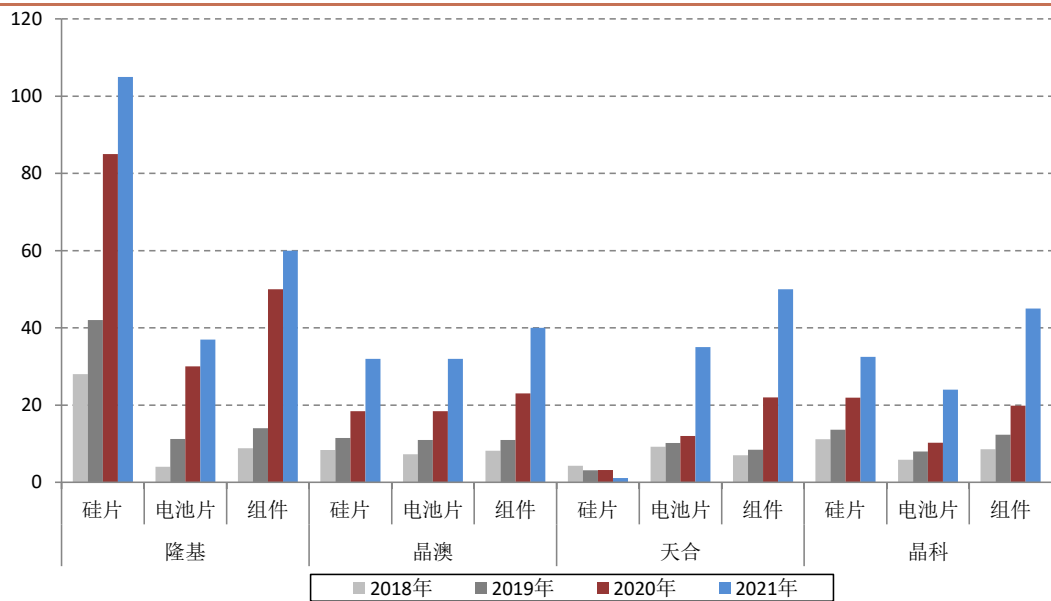
资料来源: CPIA、招商证券

图 29: 相关组件企业固定资产规模 (亿元)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
隆基股份		20	24	26	46	108	133	155	245	249
晶澳科技					74	83	90	104	116	142
天合光能					74	71	65	101	100	134
晶科能源						59	71	109	126	171
东方日升	9	13	13	14	21	39	62	81	107	91

资料来源: Wind、招商证券

图 30: 一体化产能布局 (GW)



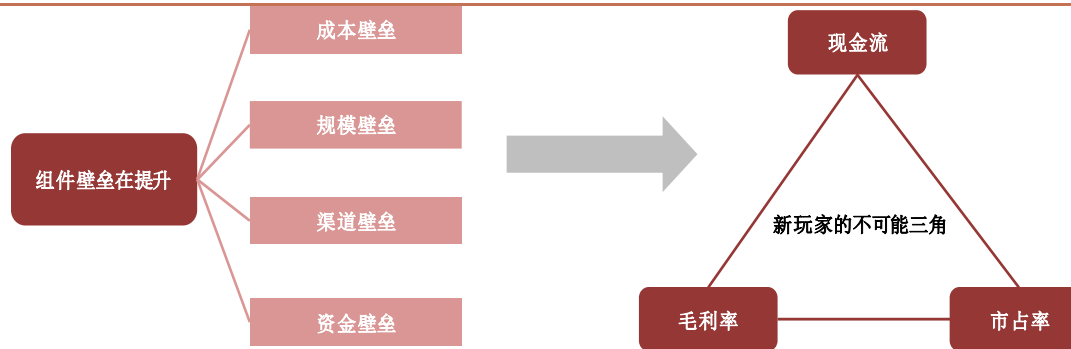
资料来源: Wind、招商证券

4.3 最好的窗口期已过，成为第一梯队的难度很大

此前，成为第一梯队组件企业最可能的时间段是 2019 年之前，考虑到 3-4 年的品牌塑造期，可能需要在 2015 年之前布局组件，但随着时间推移，一线组件企业在更加强大，其构建的成本、规模、渠道、资金壁垒，对新进入者经营提出了极其苛刻的要求。随着光伏市场的发展，组件一定会有新玩家出现，但成为第一梯队极难，至少需要具备几个要素：1) 硬件水平跟得上，一体化水平和头部企业差不多，成本不能差太多；2) 不能只有国内市场，必须有海外，这样才能上规模，只做国内不可能成为第一梯队的企业；3) 必须有足够资金支撑，或者跨行业进入掌握大量资金，或者在 A 股上市，新玩家单纯靠组件自身产生的现金流很难成为第一梯队企业。

总体看，组件环节的壁垒在提升，第一梯队很难进入，展望此后较长时间，组件环节可能依然会是光伏行业的战略制高点。

图 31: 组件新玩家的不可能三角



资料来源: 招商证券

投资建议

公司是全球知名的头部组件企业，在组件分销市场优势显著，同时，公司管理层深耕行业多年、对行业的理解也非常深刻。2021 年公司在缺少硅片的背景下依然维持较好的盈利能力，随着公司逐步补齐一体化产能，其盈利有望再上一个台阶。此外，原材料价格下降后，公司支架、储能业务也有望贡献业绩增量。

预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 36.79 亿、70.05 亿元，对应估值 49 倍、26 倍，公司 2023 年业绩增速为 90%，给予公司 2023 年 30-32 倍 PE，对应目标价格约为 100-105 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

盈利预测

表 11：盈利预测（百万元）

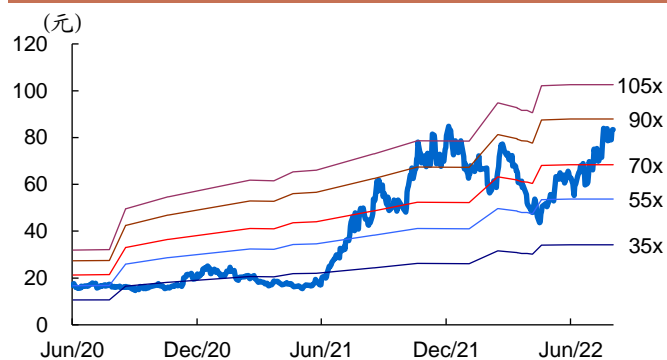
百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
组件	营业收入	22,053	34,395	75,345	97,566	116,814
	YOY(%)	35	56	119	29	20
	毛利率	15	12	12	14	16
系统	营业收入	3,993	4,564	6,800	18,200	25,000
	YOY(%)	241	14	49	168	37
	毛利率	15	17	4	5	6
电站	营业收入	2,103	3,494	3,843	4,227	4,650
	YOY(%)	-52	66	10	10	10
	毛利率	11	12	10	11	12
发电	营业收入	874	838	335	352	370
	YOY(%)	0	0	-1	0	0
	毛利率	1	1	1	1	1
储能	营业收入	0	220	3,400	10,500	14,000
	YOY(%)	0	0	14	2	0
	毛利率	0	0	0	0	0
其他	营业收入	394	969	1,114	1,247	1,372
	YOY(%)	-47	146	15	12	10
	毛利率	11	30	20	20	20
汇总	营业收入	29,418	44,480	90,837	132,093	162,206
	YOY(%)	26	51	104	45	23
	毛利率	16	14	11	13	14

资料来源：Wind、招商证券

风险提示

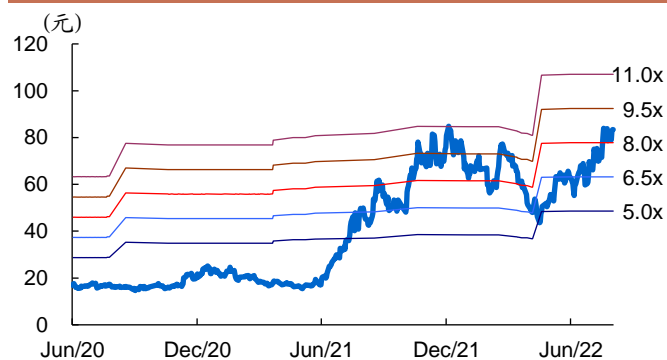
- 1) 全球光伏装机不达预期。光伏行业需求强劲，但全球装机也有不达预期的可能。
- 2) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司组件业务毛利率可能会受到影响。

图 32: 天合光能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 33: 天合光能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	28317	41861	74612	104864	126482
现金	9429	10690	10386	12463	13862
交易性投资	915	430	430	430	430
应收票据	0	2297	4691	6822	8377
应收款项	4232	8170	16644	24204	29722
其它应收款	1652	2365	4830	7024	8626
存货	7120	12754	26950	38504	46640
其他	4969	5155	10680	15417	18826
非流动资产	17276	21679	24736	27477	29933
长期股权投资	444	2048	2048	2048	2048
固定资产	10012	13361	16532	19373	21919
无形资产商誉	810	1048	944	849	764
其他	6010	5222	5213	5207	5201
资产总计	45592	63540	99348	132341	156414
流动负债	24245	35049	67468	94382	111241
短期借款	5068	6647	15803	21878	24062
应付账款	15031	18708	39559	56518	68460
预收账款	1120	2042	4318	6169	7472
其他	3026	7651	7789	9818	11246
长期负债	5646	10327	10327	10327	10327
长期借款	4108	3006	3006	3006	3006
其他	1538	7321	7321	7321	7321
负债合计	29892	45376	77795	104709	121568
股本	2068	2074	2168	2168	2168
资本公积金	11161	11850	11850	11850	11850
留存收益	1852	3188	6390	12292	19275
少数股东权益	620	1052	1145	1323	1553
归属于母公司所有者权益	15081	17112	20408	26309	33293
负债及权益合计	45592	63540	99348	132341	156414

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2998	1098	(2155)	911	5450
净利润	1229	1804	3679	7005	9085
折旧摊销	1166	1279	1503	1821	2105
财务费用	379	561	600	400	400
投资收益	(386)	(963)	(600)	(1160)	(830)
营运资金变动	708	(1514)	(7464)	(7362)	(5563)
其它	(100)	(69)	127	207	252
投资活动现金流	(3988)	(6852)	(3964)	(3404)	(3734)
资本支出	(4732)	(6492)	(4564)	(4564)	(4564)
其他投资	744	(360)	600	1160	830
筹资活动现金流	1662	8714	5815	4571	(317)
借款变动	287	3461	6799	6075	2184
普通股增加	310	6	94	0	0
资本公积增加	1929	689	0	0	0
股利分配	(176)	(931)	(477)	(1104)	(2102)
其他	(688)	5489	(600)	(400)	(400)
现金净增加额	672	2960	(304)	2077	1398

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29418	44480	90837	132093	162206
营业成本	24719	38191	80754	115373	139753
营业税金及附加	97	137	280	407	500
营业费用	1015	1408	1817	3038	3893
管理费用	1109	1483	2271	3699	4866
研发费用	363	925	999	1717	2433
财务费用	538	289	600	400	400
资产减值损失	(549)	(396)	(400)	(350)	(300)
公允价值变动收益	15	(55)	50	40	30
其他收益	83	222	150	120	100
投资收益	308	443	400	1000	700
营业利润	1433	2261	4316	8269	10891
营业外收入	31	36	30	30	30
营业外支出	57	24	25	25	25
利润总额	1407	2274	4321	8274	10896
所得税	174	424	549	1091	1580
少数股东损益	4	46	93	178	230
归属于母公司净利润	1229	1804	3679	7005	9085

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	26%	51%	104%	45%	23%
营业利润	71%	58%	91%	92%	32%
归母净利润	92%	47%	104%	90%	30%
获利能力					
毛利率	16.0%	14.1%	11.1%	12.7%	13.8%
净利率	4.2%	4.1%	4.1%	5.3%	5.6%
ROE	8.2%	10.5%	18.0%	26.6%	27.3%
ROIC	6.5%	6.5%	10.5%	14.0%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	71.4%	78.3%	79.1%	77.7%
净负债比率	21.5%	18.9%	18.9%	18.8%	17.3%
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.9	3.8	4.1	3.5	3.3
应收账款周转率	6.6	6.1	5.7	5.0	4.7
应付账款周转率	2.0	2.3	2.8	2.4	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.59	0.87	1.70	3.23	4.19
每股经营净现金	1.45	0.53	-0.99	0.42	2.51
每股净资产	7.29	8.25	9.42	12.14	15.36
每股股利	0.45	0.23	0.51	0.97	1.26
估值比率					
PE	140.3	95.9	49.1	25.8	19.9
PB	11.4	10.1	8.9	6.9	5.4
EV/EBITDA	68.1	55.4	32.5	19.9	15.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。