

组件市占率提升，完善一体化布局

投资要点

- **业绩总结：**公司2022年上半年实现营业收入357.3亿元，同比增长77.0%；实现归母净利润12.7亿元，同比增长79.9%。
- **组件出货同比增长71.9%，市占率提升至15%。**2022年上半年公司组件出货18.05GW，同比增长71.9%，组件销售市占率升至15%。Q2组件出货超10GW，环比增长25%以上。上半年光伏组件毛利率11.8%，同比提升1.7pp。Q2光伏组件毛利率12.0%，环比提升0.3pp。上半年公司分布式渠道出货占60%以上，分布式销售同比实现100%增长。公司210组件占全行业总出货约50%。公司积极储备N型电池技术：宿迁8GW TOPCon电池项目已正式启动，预计下半年逐步投产；在建HJT电池实验室，并拥有HJT组件中试线。
- **系统产品收入、利润大幅增长，电站资源储备丰富。**上半年公司系统产品（光伏支架、分布式系统）实现营业收入53.6亿元，同比增长209.6%；实现净利润2.5亿元，同比增长82.2%。其中，分布式系统业务出货量超2.2GW，跟踪支架与固定支架出货近2GW。光伏电站销售实现营业收入4.0亿元，净利润0.4亿元；光伏电站工程建设管理实现营业收入7.5亿元，净利润-0.4亿元。电站业务项目储备丰富：国内光伏系统电站开发业务获得超1.75GW指标，海外光伏系统电站新增GW级项目机会。智慧能源业务实现营业收入3.5亿元，净利润-0.3亿元。储能业务实现中国市场突破单体百MWh项目，在英国等重点市场实现规模化项目突破并持续出货。
- **保持高比例研发投入，现金流大幅改善。**上半年，公司研发投入21.5亿元，同比增长76.2%。其中研发费用6.2亿元，同比增长85.8%。经营活动产生的现金流量净额15.4亿元，同比增长1138.0%，已超过去年全年水平。截至报告期末，公司合同负债31.9亿元，较期初增长56.2%，在手订单充足。公司计提公允价值变动损失、信用减值、资产减值、资产处置损失合计4.4亿元，较去年同期增加2.6亿元。
- **投资青海产业园项目，完善一体化布局。**公司拟在青海打造零碳产业园区，投资建设年产30万吨工业硅、15万吨高纯多晶硅、35GW单晶硅、10GW切片、10GW电池、10GW组件以及15GW组件辅材生产线。一期计划于2023年底前完成，二期计划于2025年底前完成。公司产业链进一步向上游延伸，完善一体化布局，组件单瓦盈利有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司组件出货同比大幅增长，市占率持续提升。分布式系统出货量、利润大幅增长。拟投资青海产业园项目，完善一体化布局。预计2022~2024年公司归母净利润分别为37.0、64.7、81.0亿元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨超预期；美国贸易政策风险；汇率波动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	44480.39	89112.80	113884.28	131809.72
增长率	51.20%	100.34%	27.80%	15.74%
归属母公司净利润（百万元）	1804.23	3697.12	6472.91	8095.79
增长率	46.77%	104.91%	75.08%	25.07%
每股收益EPS（元）	0.83	1.71	2.99	3.73
净资产收益率ROE	10.19%	14.80%	20.97%	21.46%
PE	88	43	25	20
PB	9.30	6.57	5.31	4.33

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：敖颖晨
执业证号：S1250521080001
电话：021-58351917
邮箱：ayc@swsc.com.cn

联系人：谢尚师
电话：021-58351679
邮箱：xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	21.68
流通A股(亿股)	13.23
52周内股价区间(元)	42.82-88.33
总市值(亿元)	1591.88
总资产(亿元)	635.40
每股净资产(元)	8.09

相关研究

1. 天合光能（688599）：大尺寸产品提升盈利，分布式表现亮眼（2022-05-04）
2. 天合光能（688599）：收入延续高增，盈利凸显韧性（2021-10-28）
3. 天合光能（688599）：组件出货量大增，大尺寸产品占比提升（2021-08-25）

关键假设：

假设 1:公司产能如期投放,预计未来三年组件对外销售量分别为 40GW、60GW、75GW,硅料价格 2022 年仍将维持高位,2023 年将有所回落,因而假设 2022~2024 年毛利率分别为 11.3%、14.3%、15.4%。

假设 2:光伏系统产品方面,2022~2024 年,跟踪支架销量分别为 4GW、6GW、8GW;分布式系统出货分别为 4GW、6GW、8GW。

假设 3:电站业务方面,EPC 业务每年保持 15%左右增长。公司支持电站采用滚动开发欧式,发电及运维业务收入保持稳定,每年获得稳定的电站转让收益。

假设 4:受益储能业务高速增长,智能微网及多能系统业务保持高速增长。

基于以上假设,我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
光伏组件	收入	34,395.44	70,796.46	90,265.49	102,876.11
	增速	55.97%	105.83%	27.50%	13.97%
	毛利率	12.43%	11.30%	14.25%	15.43%
系统产品	收入	4,564.30	12,600.00	17,220.00	21,680.00
	增速	14.31%	176.06%	36.67%	25.90%
	毛利率	17.13%	17.14%	19.51%	20.30%
电站业务	收入	3,493.63	3,916.34	4,398.79	4,953.61
	增速	66.10%	12.10%	12.32%	12.61%
	毛利率	11.70%	13.75%	16.41%	16.59%
发电业务及运维	收入	838.47	900.00	900.00	900.00
	增速	-4.10%	7.34%	0.00%	0.00%
	毛利率	61.21%	65.00%	65.00%	65.00%
智能微网及多能系统	收入	161.26	400.00	600.00	900.00
	增速	273.18%	148.05%	50.00%	50.00%
	毛利率	10.69%	10.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入	1,027.29	500.00	500.00	500.00
	增速	192.62%	-51.33%	0.00%	0.00%
	毛利率	28.62%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	44,480.39	89,112.80	113,884.28	131,809.72
	增速	51.20%	100.34%	27.80%	15.74%
	毛利率	14.14%	12.79%	15.54%	16.61%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44480.39	89112.80	113884.28	131809.72	净利润	1849.98	3747.12	6522.91	8145.79
营业成本	38190.66	77717.89	96187.01	109916.96	折旧与摊销	1279.15	1384.61	1587.23	1779.76
营业税金及附加	137.16	222.78	341.65	395.43	财务费用	289.12	589.57	844.28	889.18
销售费用	1407.69	2316.93	3701.24	4613.34	资产减值损失	-279.01	-300.00	-300.00	-300.00
管理费用	2407.95	3920.96	5580.33	6985.92	经营营运资本变动	-5283.66	-2930.50	-3856.04	-1866.62
财务费用	289.12	589.57	844.28	889.18	其他	3242.51	-258.26	-852.59	-915.00
资产减值损失	-279.01	-300.00	-300.00	-300.00	经营活动现金流净额	1098.09	2232.55	3945.79	7733.11
投资收益	528.35	500.00	1000.00	1200.00	资本支出	-2282.31	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-55.08	15.00	15.00	15.00	其他	-4569.62	146.62	1123.67	1223.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6851.93	-2853.38	-1876.33	-1776.18
营业利润	2260.97	4559.66	7944.77	9923.89	短期借款	1579.77	1537.56	-4.03	-2839.14
其他非经营损益	12.69	10.00	10.00	10.00	长期借款	-1102.29	0.00	1500.00	500.00
利润总额	2273.66	4569.66	7954.77	9933.89	股权融资	357.89	3763.69	0.00	0.00
所得税	423.68	822.54	1431.86	1788.10	支付股利	-372.24	-360.85	-739.42	-1294.58
净利润	1849.98	3747.12	6522.91	8145.79	其他	8250.96	-7880.63	-844.28	-889.18
少数股东损益	45.75	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	8714.09	-2940.22	-87.73	-4522.90
归属母公司股东净利润	1804.23	3697.12	6472.91	8095.79	现金流量净额	2370.59	-3561.05	1981.72	1434.04
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10690.08	7129.02	9110.74	10544.78	成长能力				
应收和预付款项	14840.20	24203.61	28813.54	30758.62	销售收入增长率	51.20%	100.34%	27.80%	15.74%
存货	12753.54	20821.24	24983.62	27454.24	营业利润增长率	57.73%	101.67%	74.24%	24.91%
其他流动资产	3577.53	5264.51	6394.42	7281.87	净利润增长率	50.02%	102.55%	74.08%	24.88%
长期股权投资	2047.80	2047.80	2047.80	2047.80	EBITDA 增长率	22.04%	70.63%	58.81%	21.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14525.95	16259.42	17790.27	19128.59	毛利率	14.14%	12.79%	15.54%	16.61%
无形资产和开发支出	1048.40	934.53	820.65	706.78	三费率	9.23%	7.66%	8.89%	9.47%
其他非流动资产	4056.37	4052.17	4047.96	4043.76	净利率	4.16%	4.20%	5.73%	6.18%
资产总计	63539.88	80712.30	94009.00	101966.44	ROE	10.19%	14.80%	20.97%	21.46%
短期借款	6647.46	8185.02	8180.99	5341.85	ROA	2.91%	4.64%	6.94%	7.99%
应付和预收款项	19776.27	35603.13	40142.84	42489.81	ROIC	11.88%	16.52%	21.61%	22.56%
长期借款	3005.96	3005.96	4505.96	5005.96	EBITDA/销售收入	8.61%	7.33%	9.11%	9.55%
其他负债	15946.60	8593.66	10071.19	11169.58	营运能力				
负债合计	45376.28	55387.77	62900.98	64007.21	总资产周转率	0.82	1.24	1.30	1.35
股本	2073.67	2167.59	2167.59	2167.59	固定资产周转率	3.81	6.19	7.02	7.45
资本公积	11513.51	15183.28	15183.28	15183.28	应收账款周转率	7.17	8.45	7.89	7.81
留存收益	3535.73	6872.00	12605.49	19406.70	存货周转率	3.77	4.58	4.18	4.19
归属母公司股东权益	17111.93	24222.87	29956.36	36757.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.66%	—	—	—
少数股东权益	1051.66	1101.66	1151.66	1201.66	资本结构				
股东权益合计	18163.60	25324.54	31108.02	37959.23	资产负债率	71.41%	68.62%	66.91%	62.77%
负债和股东权益合计	63539.88	80712.30	94009.00	101966.44	带息债务/总负债	32.17%	20.20%	20.17%	16.17%
					流动比率	1.19	1.15	1.24	1.34
					速动比率	0.83	0.73	0.79	0.86
					股利支付率	20.63%	9.76%	11.42%	15.99%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3829.24	6533.84	10376.28	12592.83	每股收益	0.83	1.71	2.99	3.73
PE	88.23	43.06	24.59	19.66	每股净资产	7.89	11.18	13.82	16.96
PB	9.30	6.57	5.31	4.33	每股经营现金	0.51	1.03	1.82	3.57
PS	3.58	1.79	1.40	1.21	每股股利	0.17	0.17	0.34	0.60
EV/EBITDA	40.25	24.25	15.23	12.25					
股息率	0.23%	0.23%	0.46%	0.81%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn