

事件: 8 月 25 日, 公司发布 2022 年半年报。22H1 公司实现营收 357.31 亿元, 同比增长 76.99%; 归母净利 12.69 亿元, 同比增长 79.85%; 扣非归母净利 11.51 亿元, 同比增长 97.06%; 单季度来看, 22Q2 公司实现营收 204.58 亿元, 同比增长 75.38%; 归母净利 7.26 亿元, 同比增长 52.69%; 扣非归母净利 6.6 亿元, 同比增长 59.26%。

组件市占率有所提升, 产业链一体化逐步推进。 22 年 H1, 公司组件市占率上升至 15%, 在全行业 210 组件出货普遍上升情况下, 公司 210 组件市占率达 50%。预计到 22 年年底组件产能可达 65GW, 210/210R 产能占比超过 90%。同时, 公司将在青海打造零碳产业园区, 向上延伸部分 N 型产业链, 投资建设年产 30 万吨工业硅、年产 15 万吨高纯多晶硅、年产 35GW 单晶硅、年产 10GW 切片、年产 10GW 电池、年产 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。并且由公司牵头的“600W+光伏开放新生态联盟”的成员已从最初 39 家成员企业发展至接近 100 家, 包括硅片、电池、组件、跟踪支架、逆变器、材料及设备制造商等光伏产业链上、下游企业等。都有助于产业链各环节得以有效串联, 使得公司更好利用一体化优势, 巩固龙头地位。

支架与系统业务有望持续增长。 **支架:** 上半年公司跟踪与固定支架共出货 2GW, 跟踪支架系列产品已获得欧洲可再生能源认证机签发标准认证。**光伏系统:** 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。同时也建立了优质的客户资源, 与国投电力控股股份有限公司、TPG 集团、Enel 等国内和国际领先企业建立合作关系。此外, 天合智慧分布式业务国内业务已开拓至 1500 家以上户用经销商和工商业合作伙伴。

研发投入攀升, 关键技术取得重大突破。 22 年 H1, 公司研发投入达到 21.52 亿元, 同比+76.24%, 占营业收入 6.02%, 目前拥有公司拥有 962 项专利, 其中发明专利 330 项。在 22 年上半年公司已三次刷新世界纪录: 公司自主研发的 210mm×210mm 高效 N 型 i-TOPCon 电池高电池效率达到 25.5%; 7 月, 公司自主研发的 210mm 高效 PERC 电池最高电池效率达到 24.5%; 8 月, 公司自主研发的 Vertex 至尊高效 N 型单晶硅组件, 基于 66 片 210mm×210mm 高效 N 型 i-TOPCon 电池, 组件窗口效率均达到 24.24%。体现了公司高水平的科技实力, 助推核心竞争力不断提升。

投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 834/1110/1274 亿元; 归母净利润分别为 36/66/93 亿元; 对应 8 月 26 日收盘价, PE 为 42x/23x/16x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动、下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	44480	83402	110993	127419
增长率 (%)	51.2	87.5	33.1	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1804	3645	6617	9250
增长率 (%)	46.8	102.0	81.5	39.8
每股收益 (元)	0.83	1.68	3.05	4.27
PE	84	42	23	16
PB	8.8	7.5	5.6	4.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
70.55 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

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) 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	44480	83402	110993	127419
营业成本	38191	73406	96757	109003
营业税金及附加	137	167	222	255
销售费用	1408	2335	3052	3440
管理费用	1483	1918	2497	2803
研发费用	925	1668	2220	2548
EBIT	2322	4408	6677	9851
财务费用	289	520	525	584
资产减值损失	-279	-280	-100	-100
投资收益	528	834	1110	1274
营业利润	2261	4476	7961	11134
营业外收支	13	11	11	11
利润总额	2274	4487	7972	11145
所得税	424	763	1355	1895
净利润	1850	3724	6617	9250
归属于母公司净利润	1804	3645	6617	9250
EBITDA	3616	6673	10425	14264

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10690	11619	3437	5050
应收账款及票据	10467	16157	19258	21600
预付款项	2102	3670	4838	5450
存货	12754	23669	24329	29972
其他流动资产	5849	4666	8016	7627
流动资产合计	41861	59782	59878	69698
长期股权投资	2048	2048	2048	2048
固定资产	13361	18738	31845	37141
无形资产	894	994	1094	1194
非流动资产合计	21679	26658	39616	44908
资产合计	63540	86440	99494	114606
短期借款	6647	7137	7190	6842
应付账款及票据	18708	37161	41857	47162
其他流动负债	9693	10425	12114	13019
流动负债合计	35049	54724	61161	67023
长期借款	3006	3006	3006	3006
其他长期负债	7321	7321	7321	7321
非流动负债合计	10327	10327	10327	10327
负债合计	45376	65051	71488	77350
股本	2074	2168	2168	2168
少数股东权益	1052	1131	1131	1131
股东权益合计	18164	21389	28006	37256
负债和股东权益合计	63540	86440	99494	114606

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	51.20	87.50	33.08	14.80
EBIT 增长率	27.54	89.84	51.47	47.54
净利润增长率	46.77	102.01	81.55	39.79
盈利能力 (%)				
毛利率	14.14	11.99	12.83	14.45
净利润率	4.06	4.37	5.96	7.26
总资产收益率 ROA	2.84	4.22	6.65	8.07
净资产收益率 ROE	10.54	17.99	24.62	25.61
偿债能力				
流动比率	1.19	1.09	0.98	1.04
速动比率	0.70	0.57	0.48	0.49
现金比率	0.31	0.21	0.06	0.08
资产负债率 (%)	71.41	75.26	71.85	67.49
经营效率				
应收账款周转天数	50.19	48.00	48.00	48.00
存货周转天数	93.67	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.82	1.11	1.19	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	1.68	3.05	4.27
每股净资产	7.89	9.35	12.40	16.67
每股经营现金流	0.51	3.42	3.21	4.66
每股股利	0.23	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	84	42	23	16
PB	8.8	7.5	5.6	4.2
EV/EBITDA	43.62	23.57	15.88	11.46
股息收益率 (%)	0.33	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1850	3724	6617	9250
折旧和摊销	1294	2265	3747	4413
营运资金变动	-2080	1663	-2094	-2198
经营活动现金流	1098	7409	6969	10100
资本开支	-6427	-6625	-15655	-8762
投资	-1028	-75	-40	-40
投资活动现金流	-6852	-5866	-14585	-7528
股权募资	481	0	0	0
债务募资	8797	490	53	-348
筹资活动现金流	8714	-615	-565	-959
现金净流量	2371	929	-8181	1613

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
行业评级	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