

加强一体化布局，发力 N 型电池赛道

2022 年 11 月 01 日

➤ **事件：**2022 年 10 月 30 日，公司发布 2022 年第三季度报告，公司前三季度营业收入 581.98 亿元，同比+86.15%，归母净利润 24.02 亿元，同比+107.74%；

分季度来看，2022 年 Q3 公司实现营收 224.68 亿元，同比+102.83%；归母净利润为 11.33 亿元，同比+151.43%。

➤ **加强一体化布局，全面提升产品供给能力。**2022 年 6 月，拟在西宁经济技术开发区投资建设年产 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，此次扩产将进一步提高公司在下一代 N 型电池技术产业化领域的竞争地位，优化产业链上下游的整体布局；9 月公司发行可转债，募集资金将用于西宁 35GW 直拉单晶项目，为公司 N 型组件产能提供配套。此外，公司拟在淮安经济技术开发区投资建设年产 15GW 高效电池和 15GW 大功率组件项目，项目总投资约 60 亿元人民币，该项目进一步加强公司在高效电池和大功率组件领域的领先优势，扩大先进产能规模，提升公司盈利能力。

➤ **先进产能加速释放，坚持技术进步推动产业升级。**公司积极开展电池和组件技术研发。电池方面，公司 N 型 i-TopCon 产品效率与良率实现行业领先，量产料率最高达到了 25%，2022 年 4 月，公司宿迁 8GW TOPCon 电池项目已正式启动，预计今年 Q4 逐步投产。组件方面，最新产品天合至尊超高功率组件叠加了 210mm 尺寸硅片、高密度封装、多主栅(MBB)等多项前瞻性创新型技术，并且顺应了组件大功率发展趋势，可广泛适用于各种分布式屋顶、渔光、农光和地面电站项目。

➤ **前瞻性布局储能技术，为公司注入新活力。**电芯方面，目前公司着手于开发长寿命电芯技术，目前已完成 150Ah 储能电芯性能升级 A 样开发，当前测试结果 1000 次循环无衰减；PCS 方面，公司已完成 1500V 单机最大功率 2000KW 全系列 PCS 的量产，该系列产品具备快速功率控制功能及快速电网需求响应能力、具备构网控制特性、对电网的安全稳定运行起到支撑作用。目前海内外储能市场高度景气，从国外来看，地缘政治因素加重了能源危机，电价持续上涨，分布式储能市场持续升温；从国内来看，由于分布式光伏快速起量，出于对电网安全的考虑，多省市出台了光伏配储政策。天合布局前瞻性布局储能业务有望为公司带来新的增长点。

➤ **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 38/66/93 亿元；对应 11 月 1 日收盘价，PE 为 40x/23x/16x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；硅料价格波动等。

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	3811	6618	9251
增长率 (%)	46.8	111.2	73.7	39.8
每股收益 (元)	0.83	1.76	3.05	4.27
PE	84	40	23	16
PB	8.9	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 11 月 1 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

70.26 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

研究助理 朱碧野

执业证书：S0100122100026

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

相关研究

- 1.天合光能 (688599.SH)：2022 年半年报点评：业绩大幅增长，一体化布局夯实竞争力-2022/08/29
- 2.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
- 3.天合光能(688599):大尺寸组件持续引领，户用系统出货高增-2021/08/25
- 4.天合光能(688599):出货高增，积极扩产尽享大尺寸红利-2021/04/02
- 5.天合光能(688599):业绩大幅增长，大尺寸龙头呼之欲出-2021/01/26

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	320	523	582
资产减值损失	-279	-280	-100	-100
投资收益	528	834	1110	1274
营业利润	2261	4676	7963	11135
营业外收支	13	11	11	11
利润总额	2274	4687	7974	11146
所得税	424	797	1356	1895
净利润	1850	3890	6618	9251
归属于母公司净利润	1804	3811	6618	9251
EBITDA	3616	6673	10425	14264

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10690	11785	3604	5218
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	59948	60045	69867
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	86606	99661	114775
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	21555	28173	37424
负债和股东权益合计	63540	86606	99661	114775

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	111.21	73.67	39.79
盈利能力 (%)				
毛利率	14.14	11.99	12.83	14.45
净利率	4.06	4.57	5.96	7.26
总资产收益率 ROA	2.84	4.40	6.64	8.06
净资产收益率 ROE	10.54	18.66	24.47	25.49
偿债能力				
流动比率	1.19	1.10	0.98	1.04
速动比率	0.70	0.57	0.48	0.49
现金比率	0.31	0.22	0.06	0.08
资产负债率 (%)	71.41	75.11	71.73	67.39
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	1.76	3.05	4.27
每股净资产	7.89	9.42	12.48	16.74
每股经营现金流	0.51	3.49	3.22	4.66
每股股利	0.23	0.23	0.23	0.23
估值分析				
PE	84	40	23	16
PB	8.9	7.5	5.6	4.2
EV/EBITDA	43.86	23.67	15.95	11.52
股息收益率 (%)	0.33	0.33	0.33	0.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1850	3890	6618	9251
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	7575	6970	10101
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	1095	-8180	1614

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。	公司评级	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