

太阳能

阳光电源 (300274.SZ)

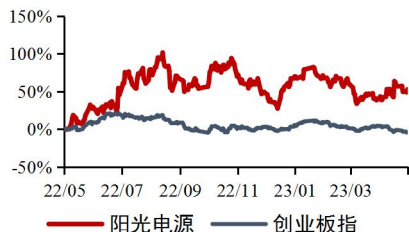
买入-A(首次)

业绩表现亮眼，光储业务持续领先

2023年5月11日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年5月10日

收盘价(元):	109.84
年内最高/最低(元):	149.00/67.37
流通A股/总股本(亿):	11.29/14.85
流通A股市值(亿):	1,239.93
总市值(亿):	1,631.33

资料来源：最闻

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	1.02
摊薄每股收益:	1.02
每股净资产(元):	14.32
净资产收益率:	7.19

资料来源：最闻

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

研究助理:

贾惠琳

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年年报及2023年一季报,2022年公司实现营业收入402.6亿元,同比增长66.8%;实现归母净利润35.9亿元,同比增长127.0%。其中Q4实现营收180.3亿元,同比增长105.8%,实现归母净利润15.3亿元,同比增长1866.9%。2023年Q1公司实现营业收入125.8亿元,同比增长175.4%,实现归母净利润15.1亿元,同比增长266.9%。

事件点评

➢ 海外出货增加叠加规模效应,盈利能力提升。2022年公司毛利率为24.6%(YOY+2.3pct);归母净利润率为8.9%(YOY+2.4pct)。公司盈利能力增强主要由于:1)公司不断开拓市场,加大全球渠道及服务网络布局,海外营收占比增加;2)规模效应显现,整体费用率为12.4%(YOY-2.2pct)。2023年一季度,公司毛利率为28.0%(YOY-1.5pct);公司归母净利润率为12.0%(YOY+3.0pct)。

➢ 逆变器:光伏需求强劲,出货同比高增。2022年公司光伏逆变器等电力转换设备实现营收157.2亿元(YOY+73.7%),在总营收中占比39.0%;毛利率为33.2%。2022年公司光伏逆变器全球出货量77GW(YOY+63.8%),逆变器产品远销全球150多个国家和地区。公司加码布局欧洲、美洲、澳洲、中国渠道市场,连续签约数个GW级逆变器订单,分布式市场业绩继续保持高势增长,全球主流市场占有率稳居第一。

➢ 储能:2022年出货超预期,预计2023年持续放量。2022年公司储能系统实现营收101.3亿元(YOY+222.7%),在总营收中占比25.2%;毛利率为23.2%(YOY+9pct)。2022年公司储能系统全球发货量7.7GWh,出货量连续七年位居中国企业第一,储能系统产品广泛应用在美、英、德等成熟电力市场。此外,面向大型地面、工商业电站,公司推出业界首款“三电融合专业集成”的全系列液冷储能解决方案PowerTitan、PowerStack。在全球储能需求旺盛及产业链价格下行背景下,预计2023年实现翻倍以上增长。

➢ 新能源电站业务:营收稳健增长,2023年有望量利齐升。2022年公司电站业务实现营收116.0亿元(YOY+19.9%),在总营收中占比28.82%;毛利率为11.76%。其中光伏电站发电实现营收6.25亿元,同比增长28.80%。2022年,公司累计开发工商业光伏电站超4GW,与近千家工商企业达成合作。截至2022年底,公司全球累计开发、建设光伏/风电发电站超3100万千瓦。预计2023年电站业务保持稳健增长,且盈利能力有望改善。

投资建议



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 68.8/91.9/110.4 亿元，分别同比增长 91.5/33.6%/20.1%，对应 EPS 为 4.63/6.19/7.43 元，PE 为 23.7/17.7/14.8 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 政策变动风险；原材料供应短缺；需求不及预期；市场竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	67,581	91,832	119,187
YoY(%)	25.2	66.8	67.9	35.9	29.8
净利润(百万元)	1,583	3,593	6,881	9,194	11,038
YoY(%)	-19.0	127.0	91.5	33.6	20.1
毛利率(%)	22.3	24.5	25.3	24.7	24.2
EPS(摊薄/元)	1.07	2.42	4.63	6.19	7.43
ROE(%)	10.2	18.7	26.8	26.6	24.4
P/E(倍)	103.1	45.4	23.7	17.7	14.8
P/B(倍)	10.4	8.7	6.5	4.8	3.6
净利率(%)	6.6	8.9	10.2	10.0	9.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36307	51994	57928	95473	116008
现金	7790	11667	15676	27003	36183
应收票据及应收账款	9532	14891	18900	27016	32578
预付账款	360	383	1211	883	1782
存货	10768	19060	14230	32882	35515
其他流动资产	7857	5993	7912	7689	9950
非流动资产	6533	9632	11020	12169	13463
长期投资	115	228	352	470	589
固定资产	4246	4544	5650	6572	7572
无形资产	174	340	362	390	420
其他非流动资产	1997	4520	4655	4737	4883
资产总计	42840	61626	68948	107642	129471
流动负债	23507	35469	36405	66275	77427
短期借款	1525	1422	1456	1445	1449
应付票据及应付账款	17765	25926	24555	52308	60650
其他流动负债	4218	8120	10394	12522	15328
非流动负债	2629	6421	6020	5512	4896
长期借款	1891	4162	3761	3253	2637
其他非流动负债	738	2259	2259	2259	2259
负债合计	26136	41889	42425	71787	82322
少数股东权益	1049	1071	1302	1641	2122
股本	1485	1485	1485	1485	1485
资本公积	6960	7053	7053	7053	7053
留存收益	7250	10680	17057	25631	36002
归属母公司股东权益	15655	18666	25220	34214	45027
负债和股东权益	42840	61626	68948	107642	129471

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1639	1210	6771	13685	12090
净利润	1704	3695	7113	9533	11519
折旧摊销	304	384	371	463	558
财务费用	283	-477	99	163	152
投资损失	-355	-40	1	-132	-132
营运资金变动	-3231	-3765	-803	3669	5
其他经营现金流	-344	1414	-10	-11	-12
投资活动现金流	-3713	346	-2100	-1582	-2029
筹资活动现金流	5179	1747	-661	-775	-881
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.42	4.63	6.19	7.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.82	4.56	9.21	8.14
每股净资产(最新摊薄)	10.54	12.57	16.98	23.04	30.32

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24137	40257	67581	91832	119187
营业成本	18765	30376	50481	69177	90367
营业税金及附加	82	143	233	314	412
营业费用	1583	3169	4484	5995	8222
管理费用	491	612	1252	1643	2044
研发费用	1161	1692	3056	4068	5353
财务费用	283	-477	99	163	152
资产减值损失	-481	-831	-203	-184	-119
公允价值变动收益	66	-30	10	11	12
投资净收益	355	40	-1	132	132
营业利润	1898	4141	7943	10606	12842
营业外收入	17	9	20	20	17
营业外支出	22	16	24	21	21
利润总额	1893	4134	7940	10605	12838
所得税	189	439	827	1072	1319
税后利润	1704	3695	7113	9533	11519
少数股东损益	121	102	232	339	481
归属母公司净利润	1583	3593	6881	9194	11038
EBITDA	2134	4447	8071	10588	12594

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	66.8	67.9	35.9	29.8
营业利润(%)	-12.5	118.2	91.8	33.5	21.1
归属于母公司净利润(%)	-19.0	127.0	91.5	33.6	20.1
获利能力					
毛利率(%)	22.3	24.5	25.3	24.7	24.2
净利率(%)	6.6	8.9	10.2	10.0	9.3
ROE(%)	10.2	18.7	26.8	26.6	24.4
ROIC(%)	8.4	13.9	21.3	22.2	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	68.0	61.5	66.7	63.6
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.1	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.9	3.3	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	1.3	1.4	2.0	1.8	1.6
估值比率					
P/E	103.1	45.4	23.7	17.7	14.8
P/B	10.4	8.7	6.5	4.8	3.6
EV/EBITDA	73.4	35.6	19.1	13.5	10.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

