

# N 阿特斯 (688472.SH)

## 买入 (首次评级)

### 公司深度研究

证券研究报告

## 海外渠道铸就盈利壁垒，美国大储创造业绩增长点

### 投资逻辑：

公司为老牌组件龙头，主营光伏组件（22 年营收占比 82%）、光伏应用解决方案，受益于光伏下游需求快速增长，2022 年营收同增 70%至 475 亿元，归母净利润 21.61 亿元创历史新高，1Q23 持续高增至 9.18 亿元。2023 年 6 月 A 股 IPO 上市，发行价 11.1 元/股，拟使用募集资金 40 亿元用于 10GW 一体化组件产能建设。

**光储需求高速增长，组件头部化趋势明显。**光伏需求持续高增，我们预计 2023 年全球组件需求同比增长 45%以上至 450-500GW。光伏组件环节壁垒体现在品牌、产品/技术、渠道、供应链等多个方面，近年组件环节加速向头部集中，2022 年全球组件市场 CR5 同比提升 3.6pct 至 64%，组件龙头优势呈现放大的趋势。

**看点 1：海外渠道优势铸就组件核心竞争力。**公司为全球一线组件品牌，组件出货稳居行业前五，测算 2022 年市占率 7%。公司海外渠道优势明显，海外经销商领先第二近 100 家，海外收入占比维持在 70%以上稳居行业第一。海外渠道建设难度较大，公司有望凭借海外渠道优势提升盈利能力、增强抗风险能力，更好地满足全球愈加分散多元化的需求，实现出货、市占率、盈利规模的持续增长。预计公司 2023-2025 年组件出货 34/44/55GW，同比增长 62%/29%/25%，毛利率提升至 15%/15%/16%。

**看点 2：美国大储创造业绩增长点。**公司大型储能系统业务主要聚焦美国市场，为客户提供集成系统、EPC、长期运维等差异化一站式服务。美国大型储能市场进入门槛更高，公司控股股东 CSIQ 2018 年起即布局大型储能业务，CSIQ 控股公司 Global Energy 主营光伏及储能电站开发，协同效应明显。截至 2023 年 3 月末，公司拥有 22.8GWh 的储能系统订单储备，随储能系统订单逐步确认，预计 2023-2025 年储能项目出货 1.9/7/13GWh，考虑原材料价格下降，预计储能业务毛利率逐步提升至 13%/14%/15%。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年实现归母净利 47/63/82 亿元，同比增长 118%/34%/31%。近年头部组件企业市占率持续提升，公司为老牌组件龙头，海外渠道优势铸就核心竞争力，上市提升一体化增强成本竞争力，有望持续提升市占率、保持高盈利，同时大型储能系统创造盈利增长点，给予 23 年 13 倍 PE 估值，目标价 16.93 元。

### 风险提示

需求低于预期；产业链价格竞争激烈程度超预期；国际贸易环境恶化；新业务拓展不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价：11.10 元

目标价：16.93 元

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,010	47,536	62,760	78,573	98,384
营业收入增长率	20.32%	69.71%	32.03%	25.20%	25.21%
归母净利润(百万元)	35	2,157	4,698	6,293	8,231
归母净利润增长率	-97.83%	6065.37%	117.81%	33.96%	30.79%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.703	1.302	1.745	2.282
每股经营性现金流净额	-0.55	1.75	1.28	2.65	3.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.37%	18.49%	22.19%	24.01%	25.10%
P/E	0.00	0.00	8.52	6.36	4.86
P/B	0.00	0.00	1.89	1.53	1.22

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1 老牌组件龙头，盈利能力持续改善.....	4
1.1 老牌组件龙头，控股股东 CSIQ 资源丰富.....	4
1.2 组件出货持续增长、盈利能力改善，2022 年业绩创历史新高.....	5
2 光储需求高速增长，组件头部化趋势明显.....	7
2.1 光伏潜在需求爆棚，驱动光伏及储能装机高增.....	7
2.2 组件头部化趋势明显，龙头盈利差距拉大.....	8
3 海外渠道优势打造差异化，美国大储创造业绩增长点.....	13
3.1 组件：全球一线品牌，海外渠道优势铸就核心竞争力.....	13
3.2 储能：差异化一站式服务，美国大储储备项目丰富.....	18
3.3 上市补足一体化配比，降低生产成本、平滑盈利波动风险.....	20
4 盈利预测及投资建议.....	20
4.1 盈利预测及关键假设.....	20
4.2 投资建议及估值.....	22
5 风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司本次 A 股上市募集资金用途（万元）.....	4
图表 3：公司主营业务.....	5
图表 4：公司主营业务收入构成.....	5
图表 5：公司股权结构（本次发行后，未考虑超额配售选择权）.....	5
图表 6：公司营业收入情况（百万元）.....	6
图表 7：公司归母净利润情况（亿元）.....	6
图表 8：公司盈利能力改善.....	6
图表 9：公司组件业务盈利改善.....	6
图表 10：公司期间费用率相较于同业对比公司下降较快.....	6
图表 11：光伏造价及 LCOE 持续下降.....	7
图表 12：全球光伏新增装机预测（GW <sub>AC</sub> ）.....	7
图表 13：全球储能新增装机预测（GWh）.....	7
图表 14：2023 年美国计划并网公用事业规模光伏项目.....	8
图表 15：2023 年美国计划并网公用事业规模储能项目.....	8
图表 16：2018-2022 全球组件环节 CR5、CR10.....	8

图表 17: 组件企业盈利能力差异来源	9
图表 18: PV-Tech 组件制造商可融资性排名	9
图表 19: PV-Tech 组件制造商可融资性排名评级与描述	10
图表 20: 近年来海外大型能源集团部分组件大单梳理	10
图表 21: N 型组件与 P 型组件维持较为稳定的溢价 (元/W)	11
图表 22: 2023 SNEC 展会中隆基 (左) 天合 (右上)、阿特斯 (右下) 等头部企业均推出了多技术路线产品	12
图表 23: 全球光伏新增装机集中度不断下降	12
图表 24: 各地区单晶 PERC 组件价格 (美元/W)	12
图表 25: 2022 年末头部组件企业海外产能布局 (GW)	13
图表 26: 2022 年公司组件出货稳居前五 (测算)	13
图表 27: 2022 年 BNEF 光伏组件企业可融资能力排名	14
图表 28: 公司生产及销售基地遍布全球	14
图表 29: 公司海外经销商数量显著领先竞争对手 (截至 2023 年 3 月)	15
图表 30: 公司在多个地区经销商数量领先 (截至 2023 年 3 月)	15
图表 31: 公司主要客户多为海外客户	16
图表 32: 公司海外收入构成 (亿元)	16
图表 33: 美洲/美国地区毛利率较高	16
图表 34: 公司组件单价行业领先 (元/W)	17
图表 35: 公司组件单位毛利行业领先 (元/W)	17
图表 36: 2018 年海外布局领先的组件企业毛利率领先	17
图表 37: 2018 年海外布局领先的组件企业业绩逆势增长 (归母净利润增速)	18
图表 38: 公司海外收入占比持续领先	18
图表 39: 公司储能系统示意图	19
图表 40: 公司储能系统业务包含储能系统、EPC 及运维服务	19
图表 41: 2022 年底头部组件企业一体化产能 (GW)	20
图表 42: 2023E 年底头部组件企业一体化产能 (GW)	20
图表 43: 公司组件业务拆分预测	21
图表 44: 公司其他业务拆分预测	21
图表 45: 可比公司估值表	22

## 1 老牌组件龙头，盈利能力持续改善

### 1.1 老牌组件龙头，控股股东 CSIQ 资源丰富

公司是全球领先的光伏组件制造商之一，控股股东阿特斯阳光电力集团 CSIQ 2001 年于加拿大成立，并于 2006 年在美国纳斯达克上市。

2009 年 CSIQ 在苏州投资设立了公司的前身阿特斯有限，主要从事光伏组件的研发、生产和销售，提供应用解决方案。

2018 年 CSIQ 组建储能业务团队，并设立国内户用太阳能事业部；2020 年，公司将大型储能业务置入合并报表范围。

2023 年 6 月，阿特斯阳光电力集团股份有限公司 A 股 IPO 上市，老牌光伏组件龙头有望打开成长新篇章。

图表1：公司发展历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司 IPO 拟使用募集资金 40 亿元中 26.5 亿元用于 10GW 拉棒、10GW 硅片、4GW 高效电池、10GW 高效电池组件等一体化组件产能建设，1.5 亿元用于嘉兴研究院建设，12 亿元用于补充流动资金。有望进一步提升生产制造能力、巩固龙头地位。

图表2：公司本次 A 股上市募集资金用途（万元）

序号	项目名称	实施主体	总投资额	使用募集资金投入金额
<b>1</b>	<b>产能配套及扩充项目</b>		<b>734,133.02</b>	<b>265,000.00</b>
1.1	年产10GW拉棒项目	西宁阿特斯光伏科技有限公司	293,255.87	100,000.00
1.2	阜宁10GW硅片项目	阜宁阿特斯光伏科技有限公司	59,100.15	30,000.00
1.3	年产4GW高效太阳能光伏电池项目	盐城阿特斯阳光能源科技有限公司	200,000.00	70,000.00
1.4	年产10GW高效光伏电池组件项目	宿迁阿特斯阳光能源科技有限公司	181,777.00	65,000.00
<b>2</b>	<b>嘉兴阿特斯光伏技术有限公司研究院建设项目</b>	<b>嘉兴阿特斯光伏技术有限公司</b>	<b>26,419.90</b>	<b>15,000.00</b>
<b>3</b>	<b>补充流动资金</b>	<b>发行人</b>	<b>120,000.00</b>	<b>120,000.00</b>
<b>合计</b>			<b>880,552.92</b>	<b>400,000.00</b>

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司主营业务为光伏组件、光伏应用解决方案。

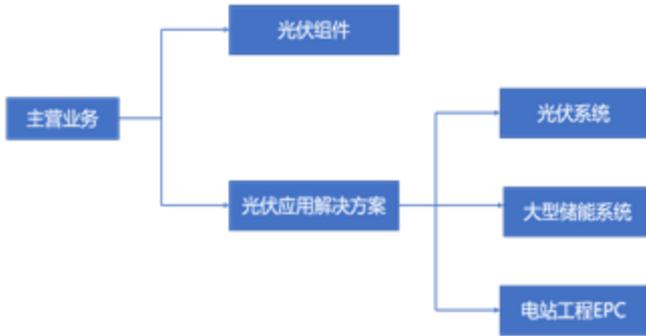
公司主营业务以光伏组件为基础（2022 年营收占比 82%，1Q23 营收占比 86%），同时布局下游光伏应用解决方案，光伏应用解决方案包括光伏系统业务、大型储能系统业务、电站工程 EPC。

- 1) 光伏系统业务：分布式光伏系统产品及其设备和部件的生产和销售，包括分布式储能系统；
- 2) 大型储能系统业务：应用于电网侧和电源侧（主要是光伏地面电站）的大容量储能系统

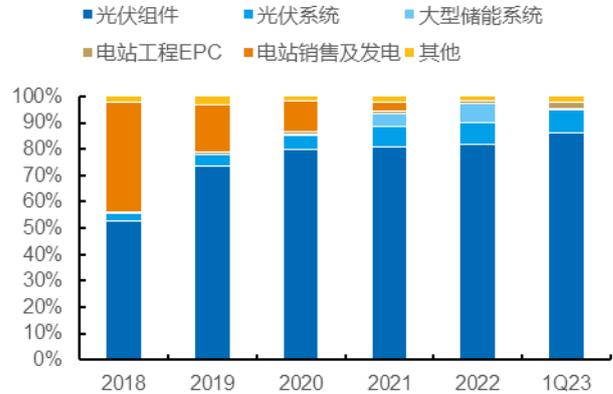
的系统集成、销售、安装和运维服务；

3) 电站工程 EPC 业务：电站工程项目的设计、设备采购、安装调试、竣工验收和交付等全流程建设服务。

图表3：公司主营业务



图表4：公司主营业务收入构成



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

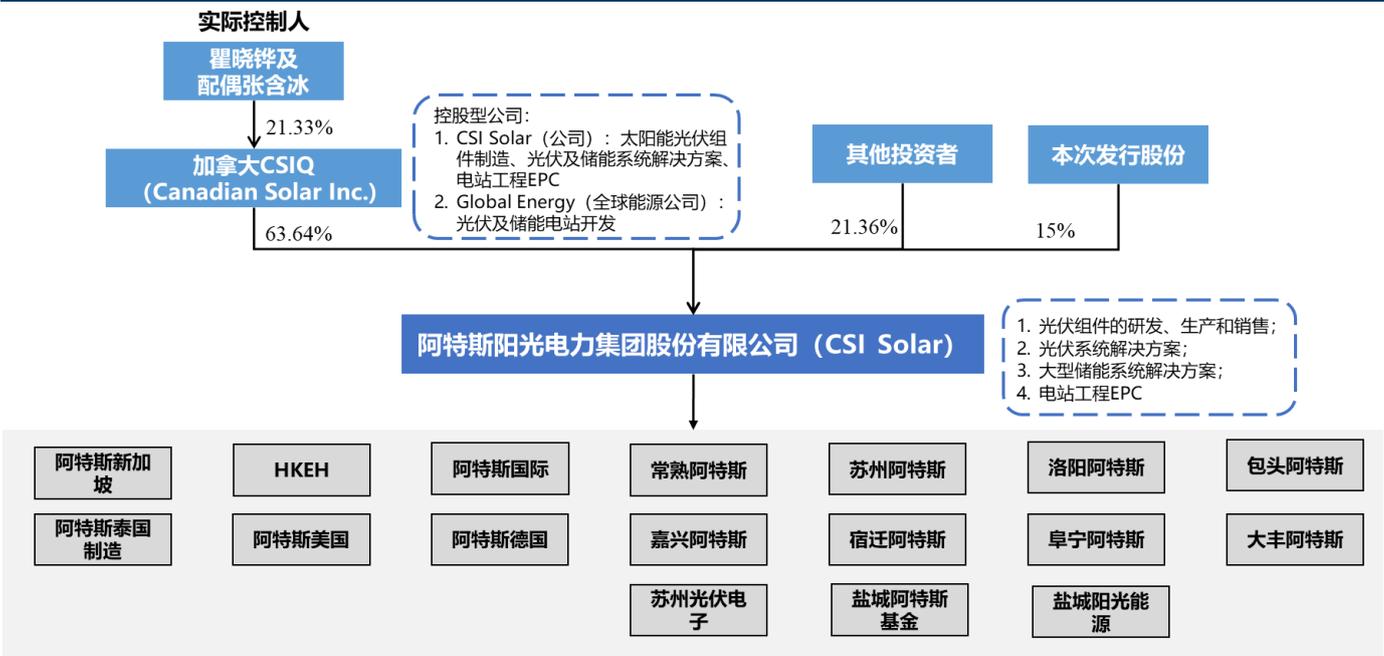
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

股权结构集中，控股股东 CSIQ 电站资源充足，实控人行业经验丰富。

公司控股股东为加拿大 CSIQ，发行后持股比例 63.64%。CSIQ 为控股型公司，主要子公司为 CSI Solar (A 股上市主体，即本公司) 主营太阳能光伏组件制造、光伏及储能系统解决方案、电站工程 EPC，及 Global Energy (全球能源公司) 主营光伏及储能电站开发。CSIQ 是全球最大的光伏产品和能源解决方案提供商之一，同时也是全球最大的太阳能电站开发商之一，具备丰富的光伏及储能电站项目储备。

其余股东持股比例较少，直接持有股份均在 6% 以下，股权结构集中。公司实控人为瞿晓铨博士及其配偶张含冰，瞿晓铨拥有半导体材料博士学位，具有 25 年的光伏行业经验。

图表5：公司股权结构 (本次发行后，未考虑超额配售选择权)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 1.2 组件出货持续增长、盈利能力改善，2022 年业绩创历史新高

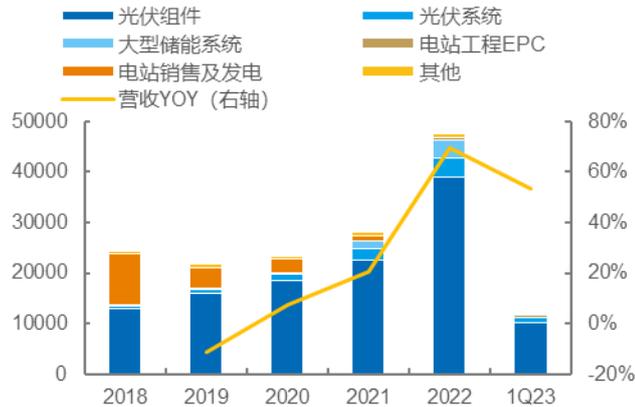
受益于光伏下游需求增长，公司组件业务营收持续增长，但 2019 年起公司陆续剥离电站开发及运营业务，导致 2019-2021 年整体营收及利润略有下滑，同时 2021 年硅料、电池

片等上游原材料价格大幅上升拉高组件成本，境外运输价格大幅上涨，公司光伏组件、光伏系统业务盈利能力承压，2021年归母净利润大幅下降。

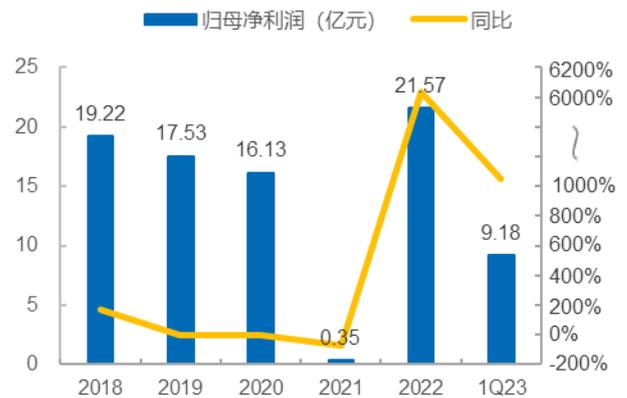
2021年底公司已剥离全部电站开发及运营业务，2022年公司组件业务出货快速增长，带动2022年营收同比增长69.71%至475亿元；2022年原材料成本恢复稳定，且公司优化光伏制造产能结构，归母净利润大幅增长至21.61亿元，创历史新高。

1Q23公司组件业务维持高速增长，营收同比增长53.43%至118.31亿元，归母净利润同比增长1182%至9.18亿元，盈利能力持续提升。

图表6: 公司营业收入情况 (百万元)



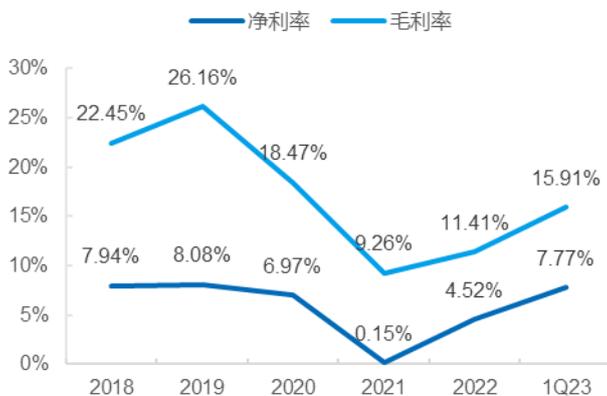
图表7: 公司归母净利润情况 (亿元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

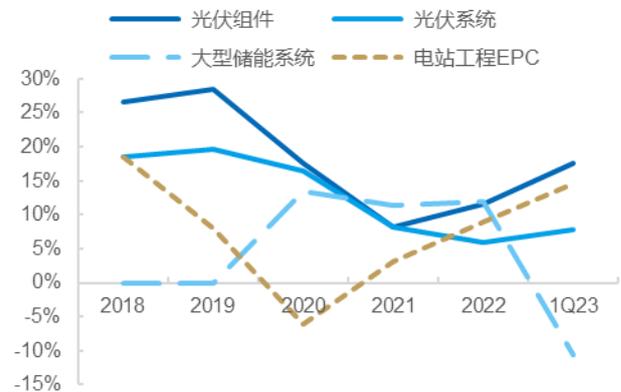
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表8: 公司盈利能力改善



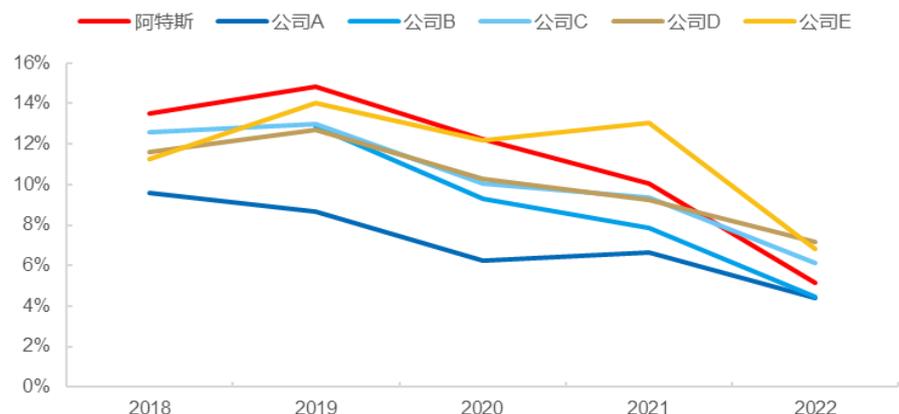
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表9: 公司组件业务盈利改善



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表10: 公司期间费用率相较同业对比公司下降较快



来源: Wind, 国金证券研究所

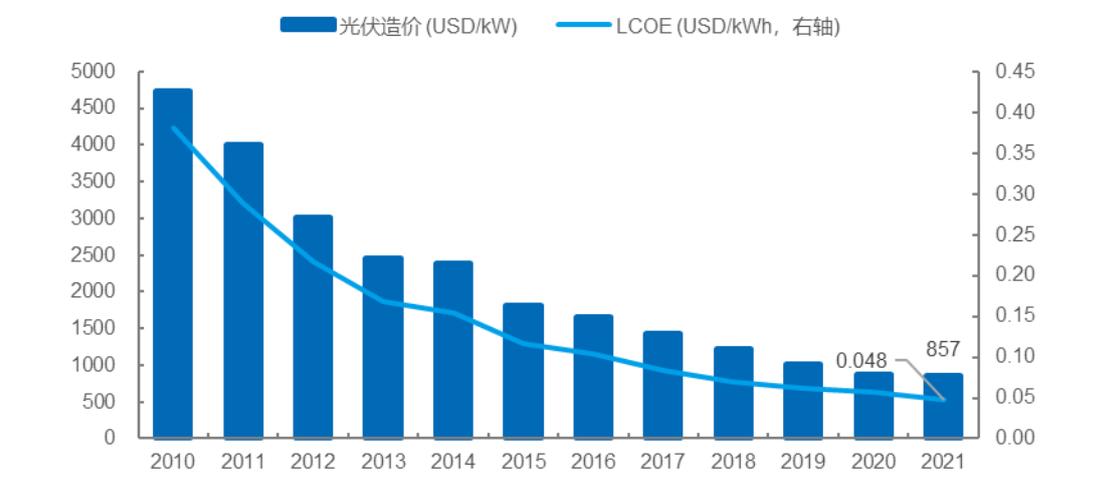
## 2 光储需求高速增长，组件头部化趋势明显

### 2.1 光伏潜在需求爆棚，驱动光伏及储能装机高增

2021年起，在平价、疫情、双碳等因素的共同作用下，全球新能源“潜在需求规模”急速扩张，光伏成为全球绝大部分地区最低成本电源的趋势已不可逆转，在各国将“加速清洁能源转型、提升能源独立性”提升到战略诉求高度的背景下，我们认为光伏需求将持续维持高增长，预计2023年光伏潜在需求（可建项目的直流侧组件安装量）规模大概率超过500GW-DC（同口径2022年需求预计在300-310GW-DC），结合对2023年产业链供应、安装、接入与消纳能力的分析，预计2023年全球光伏交流侧新增装机规模大概率达到350GW<sub>AC</sub>以上（对应组件需求450-500GW<sub>DC</sub>），对比2022年交流侧新增装机240-245GW<sub>AC</sub>的预测值，增幅45%以上。

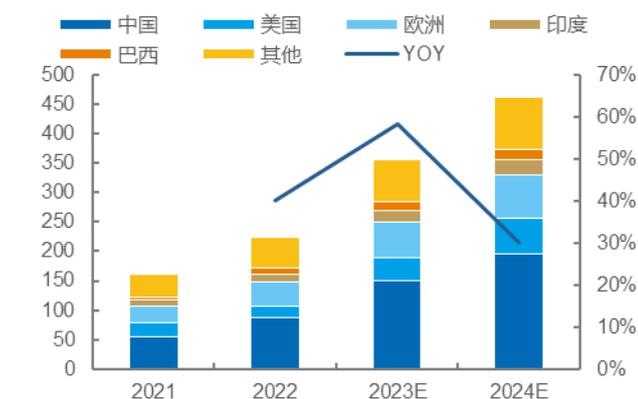
同时，考虑各主要国家随新能源发电渗透率提升而逐步提出的配储要求，我们预计2023年全球表前（电源侧+电网侧）储能新增装机规模将达到107GWh，同比增长114%。

图表11：光伏造价及LCOE持续下降



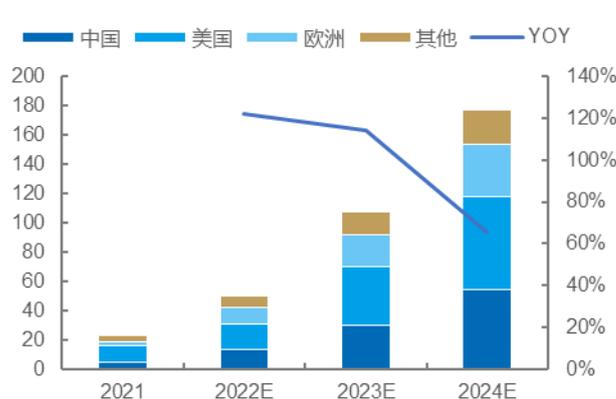
来源：IRENA，国金证券研究所

图表12：全球光伏新增装机预测 (GW<sub>AC</sub>)



来源：各国能源主管部门，国金证券研究所预测（交流口径）

图表13：全球储能新增装机预测 (GWh)

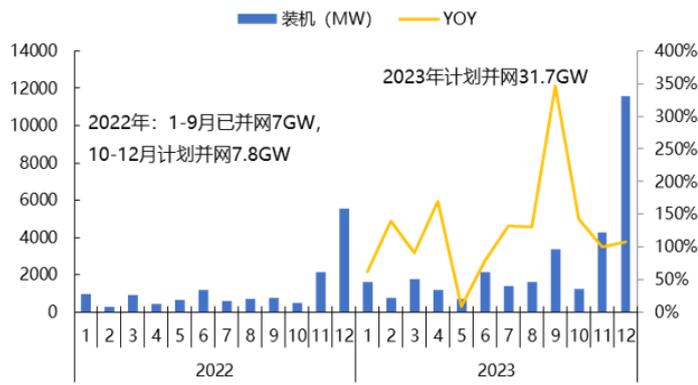


来源：各国能源主管部门，国金证券研究所预测

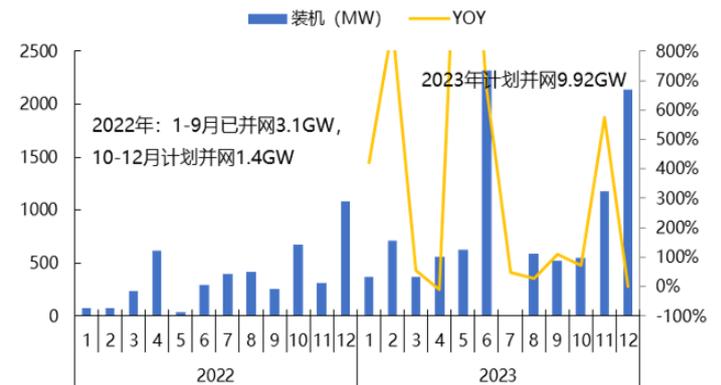
美国光伏及储能有望迎高速增长。

受UFLPA法案以及东南亚光伏产能规避调查导致的组件运输延迟影响，2022年美国光伏装机增速下降。美国储备项目充足，计划2023年并网的大型光伏项目达到30GW以上，大型储能项目达到9GW以上，可保障需求翻倍以上增长。考虑到全产业链非疆产能实际足够满足美国需求，若后续清关放行及进口进展顺利，美国前期递延需求有望顺利释放，2023年美国光伏需求有望实现翻倍以上增长，同时带动地面表前储能项目高增。

图表14: 2023年美国计划并网公用事业规模光伏项目



图表15: 2023年美国计划并网公用事业规模储能项目



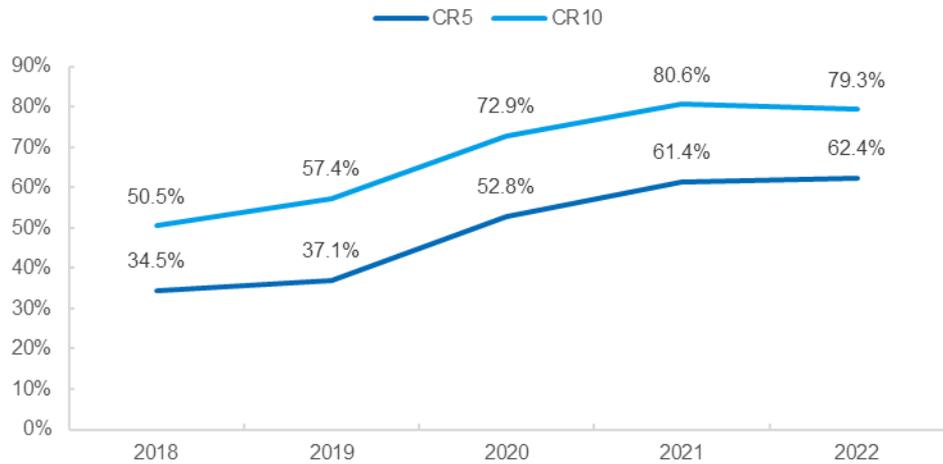
来源: EIA, 国金证券研究所

来源: EIA, 国金证券研究所

## 2.2 组件头部化趋势明显, 龙头盈利差距拉大

近年在原材料成本大幅上涨的推动下, 组件环节加速向头部集中, 2022年全球组件市场CR5同比提升3.6pct至64%。

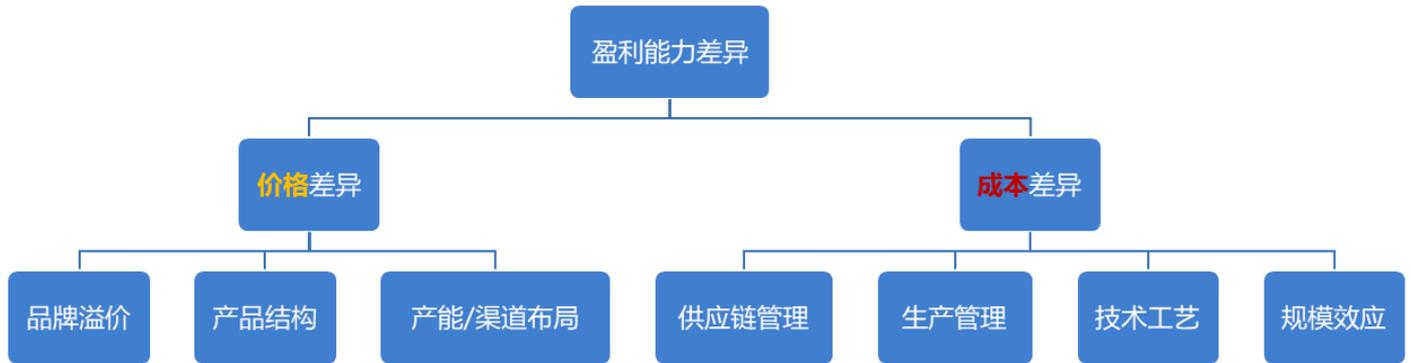
图表16: 2018-2022全球组件环节CR5、CR10



来源: 头部组件企业公司公告、PVInfoLink、CPIA, 国金证券研究所测算

随着光伏行业产能供给逐步走向实质性过剩, 但组件已经成为光伏产业链中进入壁垒最高的环节, 组件的壁垒由企业的产品力(包括供货能力、发电效率、迭代速度、研发积累等)、历史供货业绩、财务健康水平、全球渠道布局、经营管理能力等多方面因素共同筑就的, 近年来电池效率持续进步驱动的对材料端品质要求的提升(此轮N型趋势显著催化)、组件端对售价/成本影响因素的增多, 组件龙头优势呈现放大的趋势, 头部与二三线企业间的成本差距有望放大。

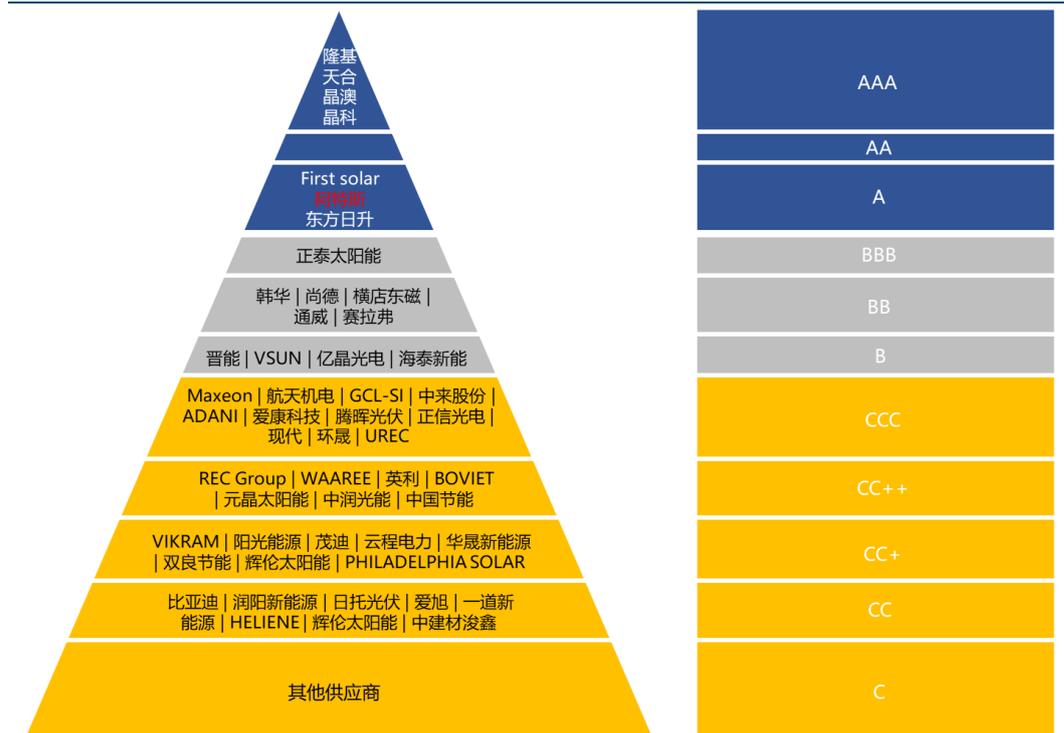
图表17: 组件企业盈利能力差异来源



来源: 国金证券研究所梳理

1) 品牌: 头部组件厂商凭借综合能力获高评级, 强化获单能力。光伏电站运营寿命长达20年以上, 为保障产品一致性及供货稳定性, 终端客户/投资商对组件企业持续经营能力、财务稳健性要求较高, 大型组件供应商更易获得优先的融资评级, 进而提高获单能力、强化品牌力。近年海外大型能源集团与头部组件企业签订大额订单的趋势愈加明显。

图表18: PV-Tech 组件制造商可融资性排名



来源: PV-Tech, 国金证券研究所

图表19: PV-Tech 组件制造商可融资性排名评级与描述

分类	得分	评级	描述
优质	5-10	AAA	行业领先的制造和财务状况
		AA	通常长期位列出货量前10, 财务稳健
		A	GW+级供应商, 财务状况高于平均值
二等	2-5	BBB	GW级供应商, 财务状况均值水平; 或更低出货规模搭配更稳健财务状况
		BB	大量供应商集中在这个范围内
		B	与BB级别类似, 但综合评分更低, 尤其是制造能力更差
投机	0-2	CCC	大部分该级别公司出货量低, 通常未开拓中国以外的市场
		CC	依赖于有利的外部因素
		C	高风险, 出货量低, 财务状况差

来源: PV-Tech, 国金证券研究所

图表20: 近年来海外大型能源集团部分组件大单梳理

签订时间	供应商	采购方	国家	规模 MW	内容
2018/7/17	隆基	美国某公司	美国	1900	在美国签署了组件销售合同, 就卖方向买方销售光伏组件事宜达成合作意向, 合同显示, 2019 年至 2022 年卖方将向买方累计出货单晶组件约 6 亿美元。
2019/5/29	阿特斯	EDF Renewables North America	法国	1800	高效 P5 “双面霹雳波(BiHiKu)”、“霹雳波(HiKu)”系列电池组件。用于法国电力公司今后几年在美国、加拿大和墨西哥开发的光伏电站
2019/9/30	First Solar	Intersect Power	美国	1700	Series 6 组件, 合同交付预计从 2020 年第四季度开始, 2021 年底结束
2019/11/26	晶科	X-ELI0	西班牙	950	超高效 72 片猎豹型组件, 575 兆瓦将安装于西班牙的 12 个项目, 其余的 375 兆瓦将安装于墨西哥的 2 个项目
2019/11/29	隆基	Adani	印度	500-1200	约定 2020 年全年组件销量 500MW-1200MW
2020/2/6	阿特斯	Lightsource BP	英国	1200	这项“超过两年的”长期订单将主要提供以薄片技术为基础的双面及单面多晶组件。据阿特斯透露, 供货协议中的组件将主要部署在澳大利亚和美国
2020/3/4	隆基	Solatio Energy	西班牙	908	2020 年初签订协议, 隆基供应 908MW 高效 Hi-MO 4 组件, 用于拉美/巴西
2020/8/17	晶科	DEWA	迪拜	1000	为上海电气迪拜 DEWA 项目提供 1GW Swan 双面组件
2021/1/26	隆基	Strata Solar	美国	500	根据协议, 隆基将在未来 2 年内向 Strata Solar 提供 500MW 双面单晶组件
2021/8/5	天合	FocusEnergia	巴西	850	2021 年 8 月签署订单, 为巴西能源公司 FocusEnergia 的 850MW 光伏电站项目供应天合 210 至尊 600W+ 系列超高功率组件
2021/8/5	天合	Focus Energia	巴西	850	日前, 天合光能拉美市场传来好消息, 天合光能与能源公司 Focus Energia 成功签署巴西 850MW 光伏电站项目供货协议
2021/12/2	晶科	Aldo Solar	巴西	400 万件	签署 2022 年 2GW 装机容量分布式发电分销合同, 涉及 400 万件 TigerPro 系列组件分销
2022/5/28	晶科	Aldo Solar	巴西	600	与 Aldo Solar 签署拉美市场分布式发电经销协议, 提供晶科能源新一代 Tiger Neo N 型超高效光伏组件
2022/10/27	天合	-	西班牙	379	近日, 天合光能至尊 670W 系列超高功率组件出货西班牙的一家大型可持续能源解决方案开发商, 项目规模达 379MW
2022/11/24	晶科	Rio Alto	巴西	522	为位于巴西帕拉伊巴州的 Santa Luzia Complex 一期项目提供约 522 兆瓦的 Tiger Neo 78 片组件

签订时间	供应商	采购方	国家	规模 MW	内容
2022/12/8	晶科	Blue Sun Group	澳大利亚	1000	晶科能源宣布已与澳大利亚知名批发商蓝太阳集团签署战略分销协议。2023-2025 采购 1GW 高效组件和 200MWh 储能系统
2022/12/12	晶科	AVWA Power	沙特阿拉伯	4000	与当地龙头电力企业签署了协议，提供 4GW 全新高效 Tiger Neo 组件，用以其项目开发建设
2022/12/21	阿特斯	巴西	巴西	738	西班牙太阳能跟踪器制造商 Soltec Power Holdings SA 已与中国国家电力投资公司 (SPIC) 和阿特斯签署了一份合同，为巴西 738 兆瓦的太阳能项目供应其产品。
2023/1/19	晶澳	卡塔尔	卡塔尔	875	晶澳太阳能与三星 C&T 签署卡塔尔 875MW 光伏电站组件供应协议
2023/1/31	隆基	多家	非洲、中亚	500	隆基与包括 Power N Sun、Nanosun、AGS、Power City 和 Noon 在内的区域合作伙伴以及来自非洲和中亚的其他合作伙伴签署了多项总计 500MW 的 Hi-MO 6 新产品分销协议。
2023/2/9	天合	Low Carbon	英国	1000	天合光能与英国可再生能源投资与开发商 Low Carbon 签署了为期三年的框架协议，为该企业在欧洲的多个项目持续供应至少 1GW 光伏组件
2023/2/24	晶科	Go Solar	澳大利亚	600	晶科能源与 Go Solar 集团签署 600MW 型组件分销协议
2023/3/16	晶科科技	OPWP	阿曼	500	晶科科技宣布已获得阿曼电力和水利采购公司 (OPWP) 授予的 500 兆瓦 Manah II 太阳能光伏项目
2023/4/3	天合	Al Raebi	中东	500	23 年 3 月，天合光能和中东 Al Raebi 公司 (Al Raebi for Trading Co.) 签署合作协议，将在五年内向也门市场供应 500MW 组件，预计今年将提供 100MW 至尊 210+N 型 695W 组件。
2023/5/6	天合	阿联酋	阿联酋	800	23 年 4 月，全球最大单体光伏电站之一的阿布扎比 2.1GW Al Dhafra 光伏电站项目全容量并网发电。天合光能为该项目提供了 800MW 至尊 210+N 型 695W 组件

来源：各公司新闻，国金证券研究所

**2) 产品/技术：组件技术更新提速，头部企业凭借产品迭代能力拉开差距。**近几年电池、组件环节的技术迭代加快，多主栅、半片、叠焊、大硅片、N 型电池等层出不穷，近期终端客户对 TOPCon、HPBC 等高效组件产品认可度较高，高效组件呈现出一定的供不应求局面，令其终端订单价格较可比 PERC 订单维持 0.05-0.1 元/W 的相对较高且稳定的销售溢价，头部企业凭借领先的研发实力及技术积累普遍处在新技术研发前列，有望提高获单能力、享受高效产品的销售溢价，进而提高盈利能力。

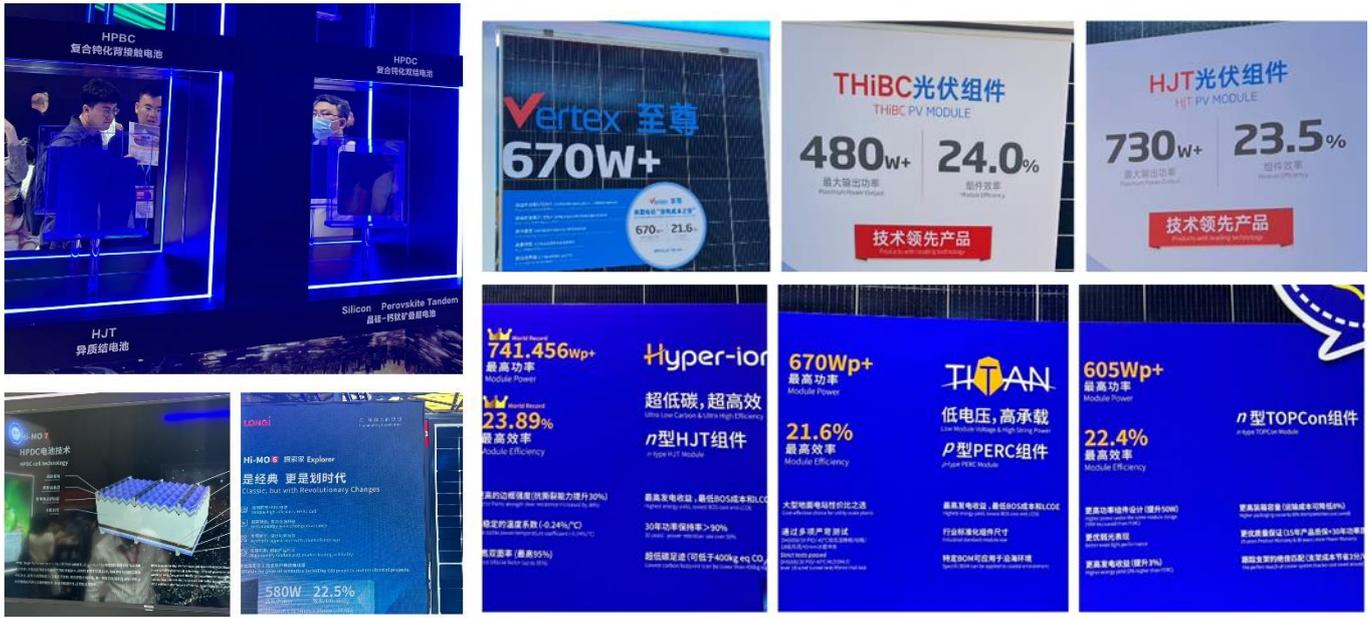
在 2023SNEC 展会中，头部企业产品基本均推出了 TOPCon 产品，天合、阿特斯、通威、东方日升等企业同步布局 HJT 类产品，爱旭、隆基聚焦 BC 类产品。

**图表21：N 型组件与 P 型组件维持较为稳定的溢价 (元/W)**



来源：PVInfoLink，国金证券研究所（截至 2023 年 5 月）

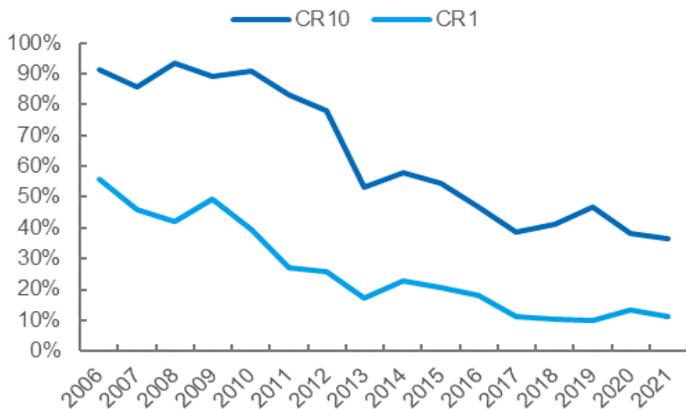
图表22: 2023 SNEC 展会中隆基(左)天合(右上)、阿特斯(右下)等头部企业均推出了多技术路线产品



来源: SNEC 2023, 国金证券研究所

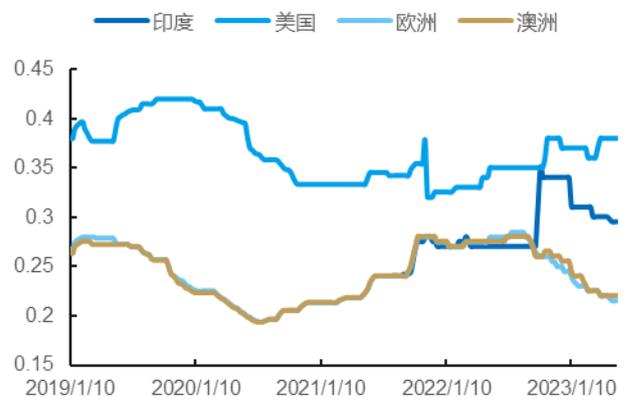
3) 产能、渠道布局: 市场与需求愈加分散, 区域覆盖度、海外产能布局决定企业出货量高度和盈利能力。光伏平价后, 终端需求呈现出“东边不亮西边亮”的态势, 头部企业全球化、多应用场景的销售策略将增强其抗风险能力, 同时海外高溢价市场布局也将给企业带来超额利润。

图表23: 全球光伏新增装机集中度不断下降



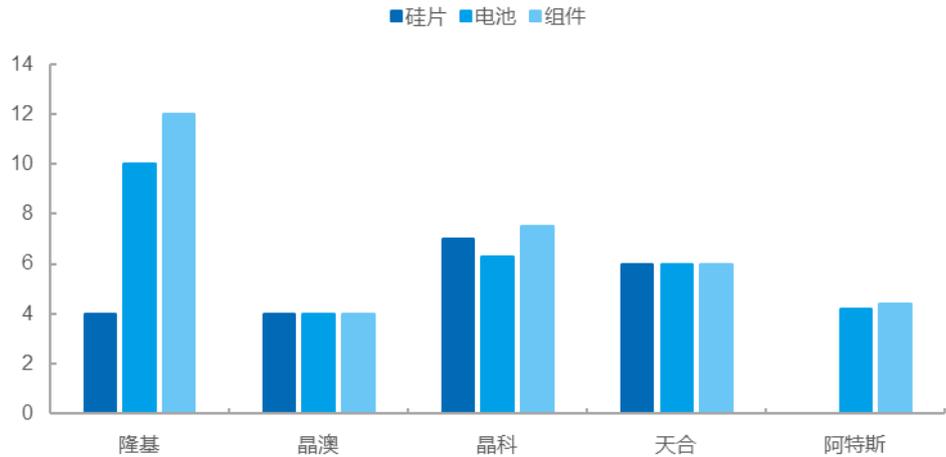
来源: BNEF, 国金证券研究所

图表24: 各地区单晶 PERC 组件价格 (美元/W)



来源: PVInfolink, 国金证券研究所 (截至 2023 年 5 月)

图表25：2022年末头部组件企业海外产能布局（GW）



来源：各公司公告，国金证券研究所

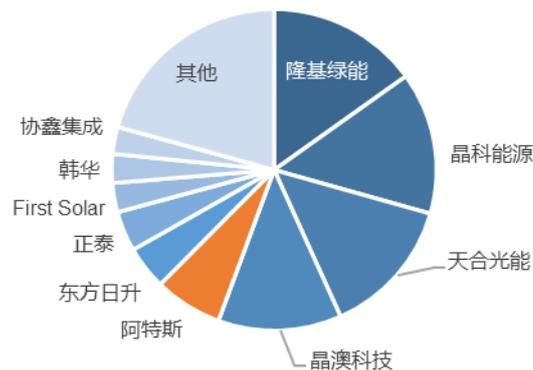
4) 供应链：头部企业的管理更具前瞻性，可保障供货可靠性。近两年产业链价格波动明显，如2020年的玻璃、2021年的硅料、2023年的高纯石英砂。在供需不平衡、价格波动剧烈的情况下，头部公司可以通过前瞻性的供应链管理，如签订长单、与上游厂商建立合资企业等方式保障原材料供应，进而保障组件供货可靠性，提升市占率。

### 3 海外渠道优势打造差异化，美国大储创造业绩增长点

#### 3.1 组件：全球一线品牌，海外渠道优势铸就核心竞争力

公司为全球一线组件品牌，组件出货稳居行业TOP5，测算2022年市占率提升0.6PCT至7%。

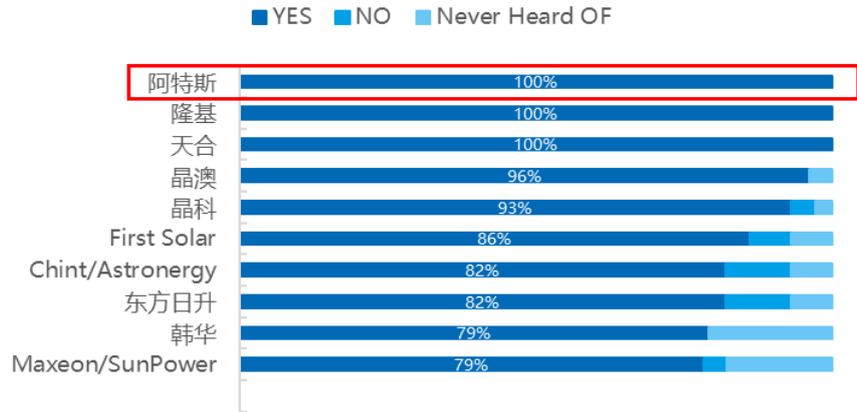
图表26：2022年公司组件出货稳居前五（测算）



来源：各公司公告、PVInfoLink、CPIA，国金证券研究所测算

公司组件功率及电池转换效率业内领先，2019年三次创造多晶太阳能电池转换效率世界纪录，获得德国弗劳恩霍夫太阳能系统研究所（Fraunhofer ISE）和德国哈梅林太阳能研究所（ISFH）的测试认证，具有较高的品牌认可度。根据彭博新能源财经对全球光伏组件制造商分级，近年公司始终位列全球组件供应商“第一梯队”。

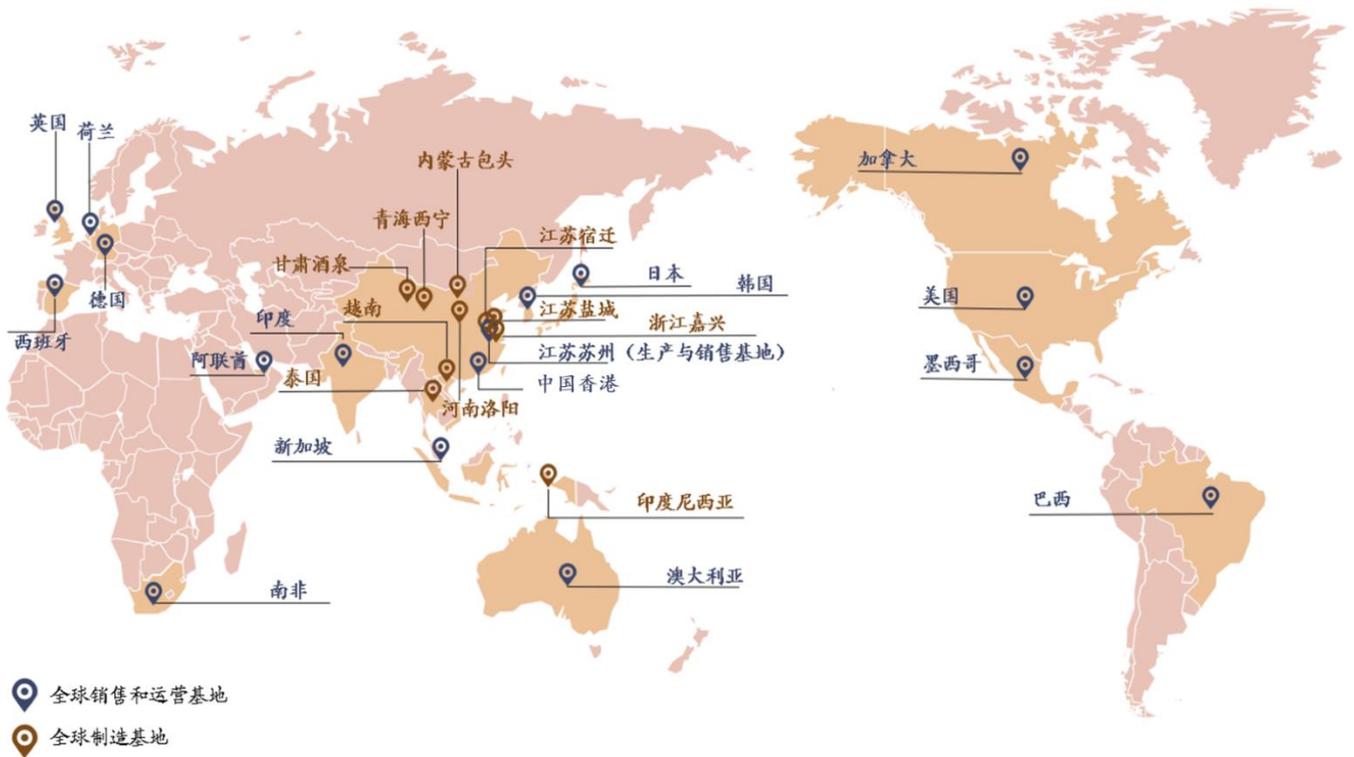
图表27: 2022年BNEF光伏组件企业可融资能力排名



来源: BNEF, 国金证券研究所

生产及销售基地遍布全球。公司在全球范围内有 27 家境外控股子公司, 涵盖生产、销售、运营等多个环节, 建立了全球化的供应链体系, 在国内多地及泰国、越南等国家均设有生产基地, 能够有效地应对主要市场国家和地区的贸易保护政策。同时, 公司搭建了完善的全球化销售网络和渠道, 已在境外设立 17 家销售公司, 客户覆盖全球, 已成为日本、印度、澳大利亚、美国、巴西和部分欧洲国家主要的组件供应商。

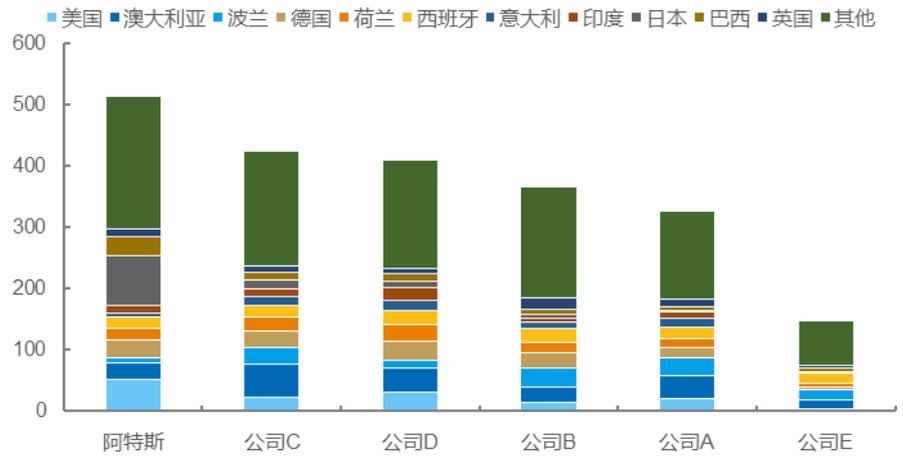
图表28: 公司生产及销售基地遍布全球



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

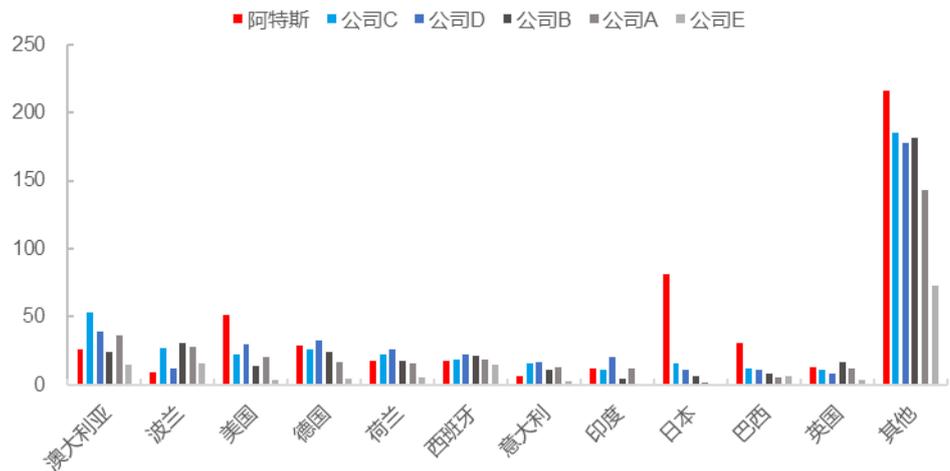
**海外渠道覆盖度行业领先。**公司先后在中国、美国、日本、澳大利亚、德国组建市场品牌团队, 目前在各主要销售区域均设立了完善的销售渠道, 据 ENFSolar 统计, 截至 2023 年 3 月, 公司海外经销商达 515 家, 领先行业第二近 100 家, 在美国、日本、巴西等市场具有明显优势。

图表29: 公司海外经销商数量显著领先竞争对手 (截至 2023 年 3 月)



来源: ENFSolar, 国金证券研究所

图表30: 公司在多个地区经销商数量领先 (截至 2023 年 3 月)



来源: ENFSolar, 国金证券研究所

主要客户大多为海外客户。受益于全球化、分散化的渠道布局, 公司客户较为分散, 2022 年前五大客户销售占比仅 19.05%, 2019-2022 年前五大销售客户中大多为海外客户。

图表31: 公司主要客户多为海外客户

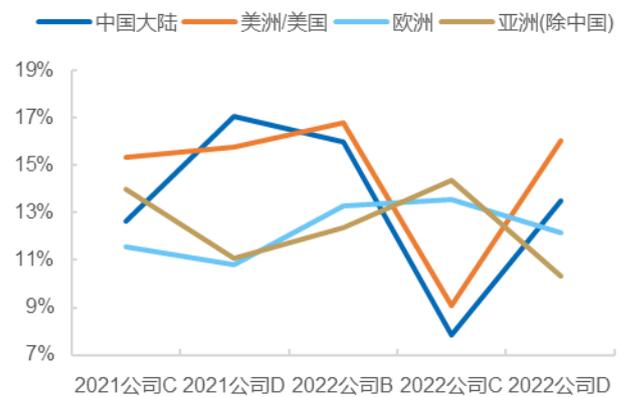
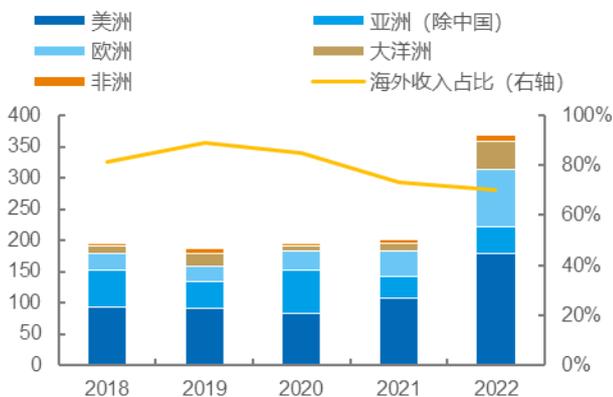
期间	客户名称	地区	业务类型	销售金额(万元)	占营业收入比例
2022年	Axiom Crimson Holdings LLC		组件	242,173.46	5.09%
	CSIQ (除公司)	-	组件及其他	223,301.67	4.70%
	EDF Renewables Energy, Inc	法国	组件	155,268.20	3.27%
	Consolidated Electrical Distributors, Inc.		组件	149,972.32	3.15%
	中国能源建设集团有限公司	中国	组件	134,758.65	2.83%
	<b>前五大客户</b>				<b>905,474.30</b>
2021年	Goldman Sachs Renewable Power LLC	美国	组件及储能系统	240,892.26	8.60%
	EDF Renewables Energy, Inc	法国	组件	134,729.43	4.81%
	CSIQ (除公司)	-	组件及其他	113,360.40	4.05%
	广东省电力开发有限公司	中国	电站	73,881.70	2.64%
	Lightsource BP Renewable Energy Investments Limited	英国	组件	70,347.74	2.51%
	<b>前五大客户</b>				<b>633,211.53</b>
2020年	CSIQ (除公司)	-	组件及其他	246,822.83	10.60%
	YSM Solar Godo Kaisha	日本	电站	151,357.52	6.50%
	EDF Renewables Energy, Inc	法国	组件	102,042.51	4.38%
	北京京能清洁能源电力股份有限公司	中国	电站	95,216.03	4.09%
	Solar Century Holdings Ltd	英国	组件	78,898.16	3.39%
	<b>前五大客户</b>				<b>674,337.05</b>
2019年	CSIQ (除公司)	-	组件及其他	218,147.41	10.06%
	Goldman Sachs Renewable Power LLC	美国	电站	174,960.30	8.07%
	Sices Brasil Ltda	巴西	组件及其他	146,206.15	6.74%
	Duke Energy Corporation	美国	电站及组件	99,690.97	4.60%
	Centaurus Renewable energy LLC	美国	组件	65,583.71	3.03%
	<b>前五大客户</b>				<b>704,588.71</b>

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

**优势 1: 海外市场盈利能力较强。**公司海外收入主要来自美洲、亚洲(除中国)、欧洲, 主要集中于美国、日本、巴西等地区, 其中美国市场因双反关税、涉疆法案等因素进入壁垒较高, 具备美国市场出货能力的企业通常可获得较高毛利; 日本市场主要为分布式项目(光伏系统产品), 客户对光伏系统的价格有较高的接受度, 通常可获得比国内分布式系统更高的盈利。

图表32: 公司海外收入构成(亿元)

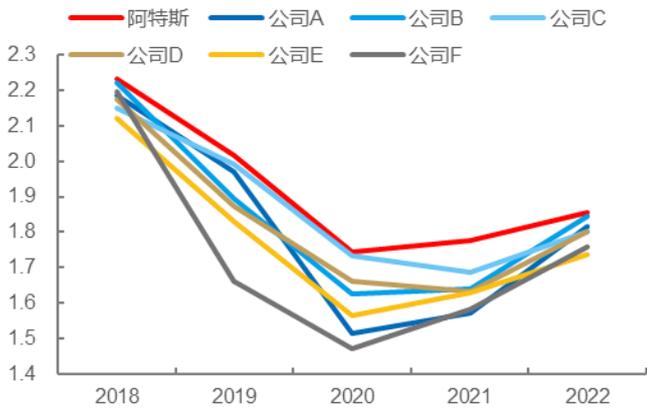
图表33: 美洲/美国地区毛利率较高



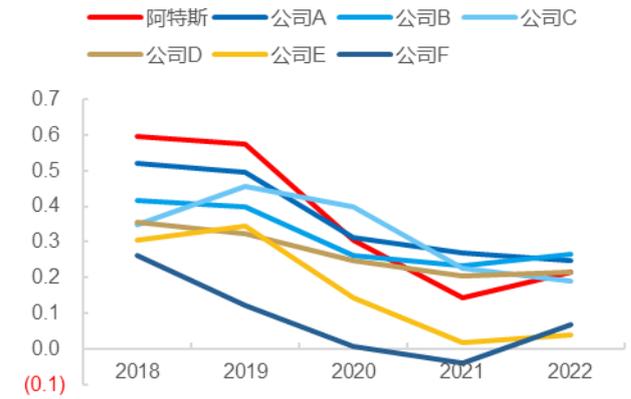
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 龙头组件企业公司公告, 国金证券研究所; 注: 2022年公司C美洲地区滞港费用拉低了毛利率

图表34: 公司组件单价行业领先 (元/W)



图表35: 公司组件单位毛利行业领先 (元/W)



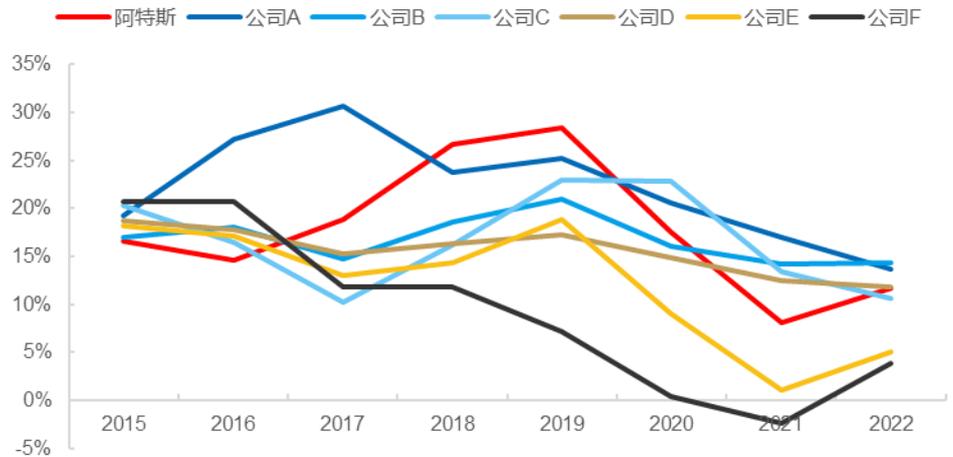
来源: 龙头组件企业公司公告, 国金证券研究所

来源: 龙头组件企业公司公告, 国金证券研究所

**优势 2: 全球分散布局持续增强抗风险能力。**全球化、分散化的终端销售布局可增强企业抗风险能力, 在政策与贸易环境改变时保持较小的业绩波动, 如 2018 年 531 政策导致大量国内光伏企业业绩负增长, 而全球布局的组件销售企业 (如阿特斯、晶澳) 业绩逆势增长, 组件业务毛利率也维持较高水平。

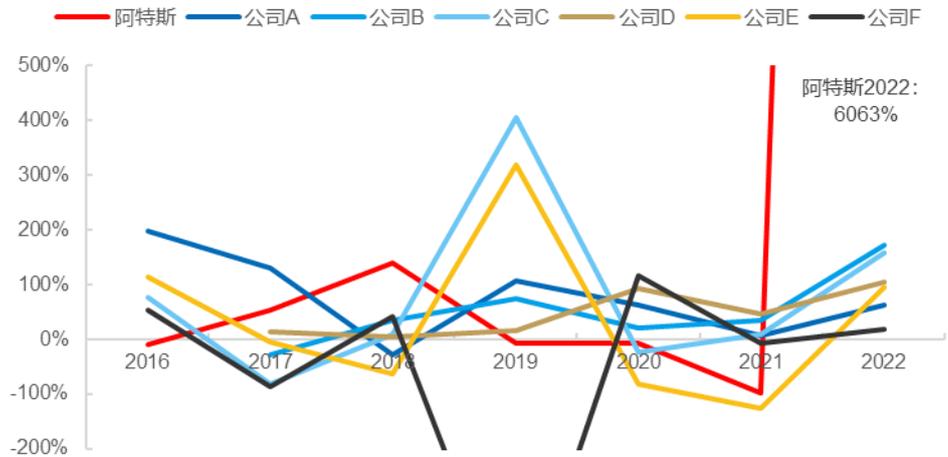
在行业需求持续增长的背景下, 高区域覆盖度意味着公司能够更好满足全球愈加分散需求, 保障公司实现出货、市占率、盈利规模的持续增长。

图表36: 2018 年海外布局领先的组件企业毛利率领先



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表37: 2018年海外布局领先的组件企业业绩逆势增长(归母净利润增速)



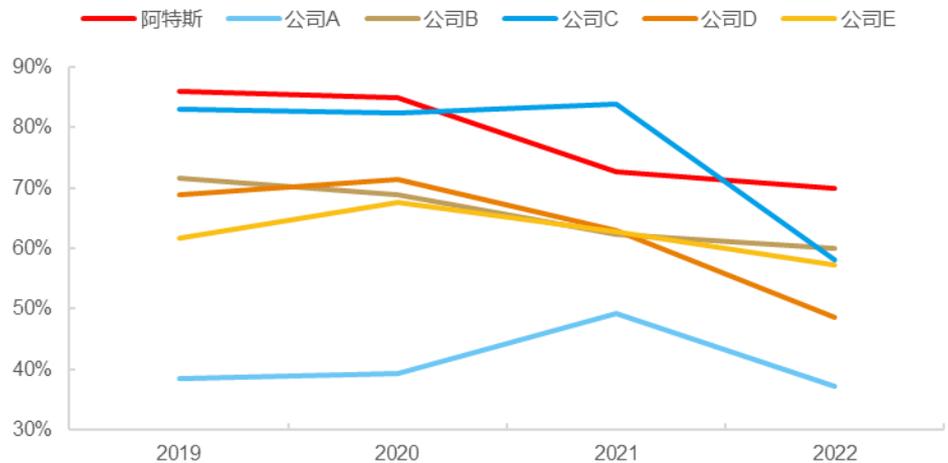
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 海外渠道建设难度大, 海外渠道优势铸就公司核心竞争力。

光伏组件产品同质性较高、价格竞争激烈, 品牌、目标市场、渠道和服务能力及其与目标市场的匹配情况决定企业的销售和经营业绩。在需求国际化、多元化的背景下, 品牌、国际化经营能力、渠道覆盖和效率是光伏企业的核心竞争力。但树立品牌和建设销售渠道需要较长时间和较大投资, 海外市场更甚, 公司海外销售收入占比持续领先, 铸就核心竞争力。

基于全球化经营及渠道优势, 公司海外销售收入占比维持在70%以上, 持续多年领先竞争对手。

图表38: 公司海外收入占比持续领先

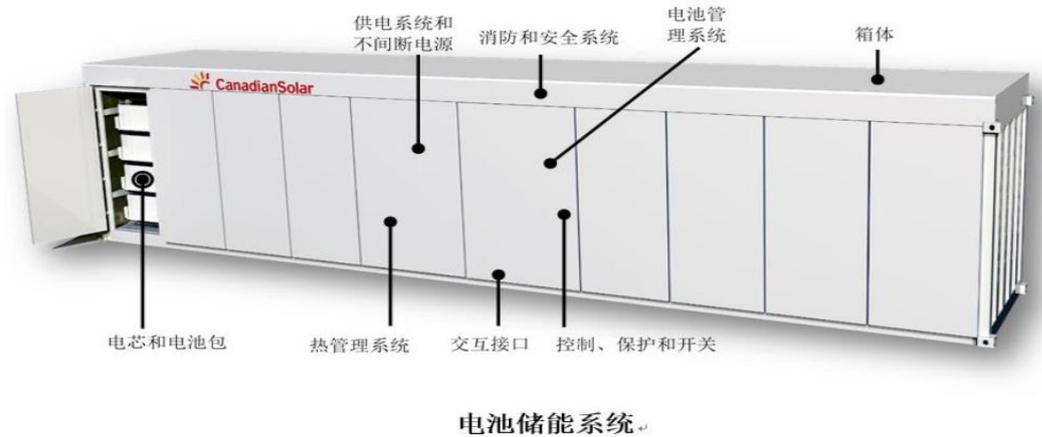


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 3.2 储能: 差异化一站式服务, 美国大储储备项目丰富

公司大型储能系统业务主要聚焦美国市场, 是应用于电网侧和电源侧(主要为地面光伏电站)的大容量储能系统集成、工程承包, 包含运维、补容和电量交易等增值服务。

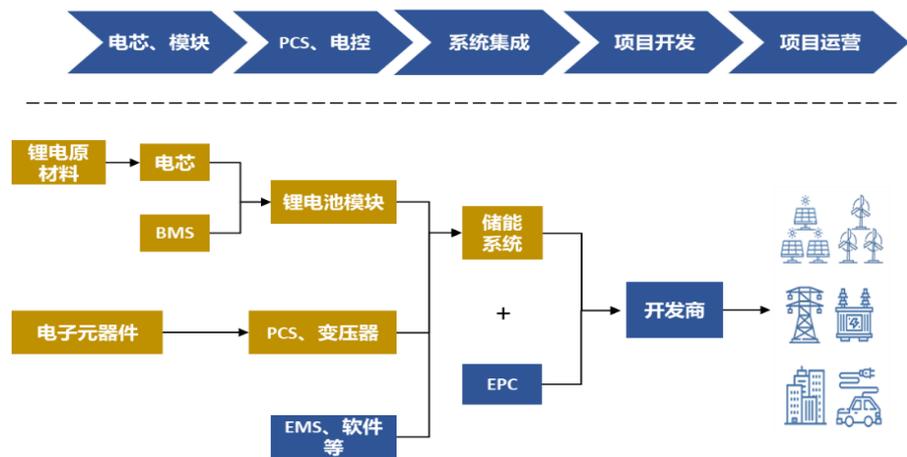
图表39：公司储能系统示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

目前国内企业主要作为制造商参与美国储能市场，一类为海外系统集成商供应电芯、PCS或温控等设备（设备供应商），一类直接出口集成好的系统或电池柜（系统集成商）。公司除提供集成系统外，同时为下游客户提供 EPC 服务及长期运维服务，为客户提供差异化一站式服务。

图表40：公司储能系统业务包含储能系统、EPC 及运维服务



来源：公开资料梳理，国金证券研究所绘制（标黄为目前国内企业主要布局环节）

较早布局美国大储具备先发优势，母公司 CSIQ 储备项目丰富、协同优势明显。

美国大型储能市场进入门槛更高，主要体现在：1) 需满足 UL9540A 等一系列严苛的认证标准；2) 融资需求要求供应商有可融资性；3) 项目定制化能力要求有丰富的项目经验。因此，我们认为已经在美国市场有成功项目经验的国内供应商具有明显的先发优势。

公司控股股东阿特斯集团 CSIQ 是全球最大、拥有电站项目储备最多和地理分布最多多样化的公共事业规模太阳能和储能电站项目开发商之一，在光伏电站的项目开发、工程设计、系统集成、项目承包、项目融资和风险管控等方面具有丰富的经验，2018 年起布局大型储能业务，2019 年 1 月完成首个储能项目，2020 年将大型储能业务置入公司体内，公司先发优势明显。截至 2023 年 3 月 31 日，CSIQ 全球储能项目储备总量达 47.416GWh。

CSIQ 控股子公司 Global Energy 主营光伏及储能电站开发，可以为公司大型储能业务提供项目支持，合作项目包括 Slate、Crimson 等，协同效应显著。

项目名称	公告时间	项目容量 (MWh)	项目介绍
Aypn Power 南加州独立储能电站项目	2023/2/23	487	使用阿特斯 SolBank 储能产品
Pulse 英国储能项目	2023/1/4	550	使用阿特斯 SolBank 储能产品

项目名称	公告时间	项目容量 (MWh)	项目介绍
瑞银资管北美储能电站项目	2022/11/21	2600	全套系统解决方案 (含 SolBank 储能产品)
Pulse 英国储能项目	2022 年 5 月	100	提供储能集成系统和 EPC(设计、采购、施工)服务
Slate (牛石项目)		564	光伏+储能电站项目, 为该项目提供太阳能和电池储能系统集成
Crimson (酒红项目)		1400	提供全套储能系统解决方案、EPC 和长期运维服务, 包括具有可融资性的磷酸铁锂电池储能系统

来源: CSIQ 官网, 国金证券研究所

### 自研储能系统产品获国际认证, 充足在手订单有望于 2024 年加速释放。

公司自研储能系统产品 SolBank 是针对大型地面电站的储能系统解决方案, 2023 年 5 月 24 日, SolBank 获得挪威船级社 DNV 颁发的可融资性评估报告, 符合最新的国际安全和地区认证标准, 并获得了欧标、美标及国标的认证。

目前公司具备 2.5GWh 的储能产品制造产能, 预计 2023 年底将提升至 10GWh, 涵盖电池模块、电池包和电池集装箱等储能产品。

截至 2023 年 3 月底, 阿特斯累计出货大型储能系统约 3GWh, 出货主要市场包括中国、美国、加拿大和英国。截至 2023 年 3 月底, 公司旗下阿特斯储能科技(CSI Energy Storage)储能系统集成业务拥有 22.8GWh 储能系统订单储备, 考虑到在手订单释放节奏, 预计公司 2022 年下半年及 1Q23 签订的大量订单将于 2024 年起加速释放, 为公司提供业绩增量。

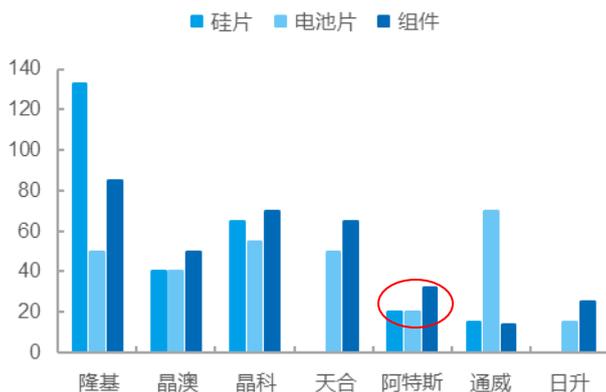
### 3.3 上市补足一体化配比, 降低生产成本、平滑盈利波动风险

公司上市后可补足一体化配比, 有望驱动组件成本加速下降、盈利能力提升。

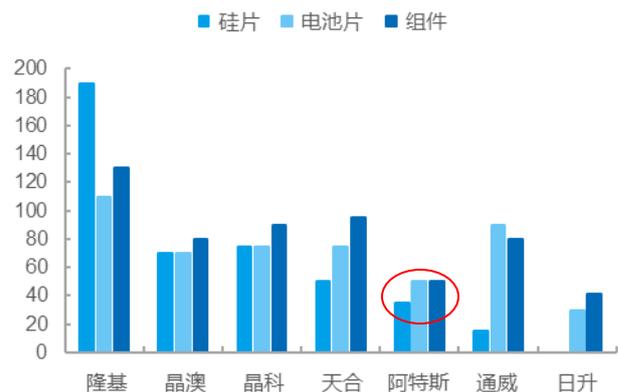
组件成本由电池片和辅材组成, 辅材一般通过外部, 具有规模优势的企业可享受一定折扣, 但很难拉开差距, 组件企业之间的成本差异主要取决于硅片/电池片。在生产工艺无明显差别的情况下, 电池片/硅片成本: 自供<代工<外采, 因此一体化组件企业可通过自供硅片、电池片节省生产成本, 平滑产业链价格波动带来的盈利风险, 提高组件成本可控性, 并在原材料短缺时享有一定的议价能力。此外, 根据组件产能合理地规划硅片、电池片产能 (一般为 70%~80%), 可以帮助其自有硅片、电池环节在需求淡季时也能保持较高开工率, 进而节约非硅成本, 提高价格竞争力。

图表41: 2022 年底头部组件企业一体化产能 (GW)

图表42: 2023E 年底头部组件企业一体化产能 (GW)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测及关键假设

#### 组件业务:

1) 出货: 光伏行业持续高景气, 我们认为 2023 年组件端产出规模有很大概率达到 450-500GW。2022 年底公司光伏组件产能 32.2GW, 2023 年底规划组件产能 50GW, 随着组件市

场向头部集中，考虑到公司海外渠道优势，我们预计公司市占率将稳步提升，预计 2023-2025 年组件出货量分别为 34/44/55GW，同比增长 62%/29%/25%。

2) 盈利：随着新建硅料供给逐步释放，预计 2023 年硅料价格将下降至底部区间，组件产品价格将随硅料价格同趋势下降，但考虑到公司海外销售占比行业领先，价格降幅有望优于行业水平，同时考虑公司上市后一体化配比提升促进成本下降、TOPCon 出货提升带来新产品溢价，预计公司盈利优势有望保持，组件业务毛利率提升至 15%、15%、16%。

图表43：公司组件业务拆分预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	12,844	15,951	18,576	22,659	38,931	53,257	61,717	74,226
YOY		24%	16%	22%	72%	37%	16%	20%
销量 (GW)	5.8	7.9	10.7	12.7	18.9	34.0	44.0	55.0
YOY		37%	35%	20%	48%	62%	29%	25%
均价 (元/W)	2.23	2.02	1.74	1.78	2.06	1.57	1.40	1.35
单瓦毛利 (元/W)	0.60	0.57	0.30	0.14	0.24	0.24	0.22	0.21
毛利润 (百万元)	3,427	4,527	3,247	1,838	4,534	8,143	9,511	11,638
毛利率	26.7%	28.4%	17.5%	8.1%	11.6%	15.3%	15.4%	15.7%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所测算

**大型储能系统业务：**公司大型储能系统业务主要是应用于电网侧和电源侧(主要是光伏地面电站)的大容量储能系统的系统集成、销售、安装和运维服务，截至 2023 年 3 月 31 日，公司储能系统集成业务拥有 22.8GWh 储能系统订单储备，考虑到在手订单释放节奏，公司 2022 年下半年及 1Q23 签订的大量订单将于 2024 年起加速释放，预计 2023-2025 年储能项目出货 1.9/7/13GWh。随原材料碳酸锂价格下降，预计公司储能业务单价有所下降；随公司出货规模增长、产品结构优化，预计公司储能业务毛利率逐步提升至 13%/14%/15%。

**其他业务：**公司光伏系统业务主要涵盖分布式光伏系统产品及其设备和部件的生产和销售，电站工程 EPC 业务主营电站工程项目的设计、设备采购、安装调试、竣工验收和交付等全流程建设服务，预计 2023-2025 年光伏系统及电站 EPC 业务稳步增长，组件价格下降带动盈利修复。

图表44：公司其他业务拆分预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>大型储能系统</b>								
收入 (百万元)			53	1,411	3,416	2,660	8,820	14,742
YOY				2577%	142%	-22%	232%	67%
出货 (GWh)				0.90	1.80	1.90	7.00	13.00
YOY					100%	6%	268%	86%
毛利 (百万元)			7	161	410	346	1235	2211
毛利率			13.4%	11.4%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
<b>光伏系统</b>								
收入 (百万元)	687	912	1,300	2,145	3,932	5,252	6,069	7,055
YOY		33%	43%	65%	83%	34%	16%	16%
销量 (GW)	0.13	0.22	0.47	1.11	2.08	2.92	3.79	4.55
YOY		74%	113%	139%	87%	40%	30%	20%
毛利 (百万元)	127	179	213	177	232	330	393	464
毛利率	18.5%	19.7%	16.4%	8.2%	5.9%	6.3%	6.5%	6.6%
<b>电站工程 EPC</b>								
收入 (百万元)	141	201	179	175	413	579	752	902
YOY	0%	43%	-11%	-2%	136%	40%	30%	20%
毛利 (百万元)	26.0	16.1	-10.8	5.3	37.1	52.1	67.7	81.2
毛利率	18.5%	8.0%	-6.1%	3.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所测算

**费用率假设：**随着收入规模增长，预计公司管理费用率稳中有降，考虑到新技术产品研发，预计研发费用率将保持稳定，预计 2022-2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.4%/2.4%/2.4%、2.4%/2.3%/2.2%、1%/1%/1%。

综合以上假设，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利 47、63、82 亿元，同比增长 118%、34%、31%，对应 EPS 为 1.30、1.75、2.28 元/股。

#### 4.2 投资建议及估值

我们采用可比公司估值法，选取隆基绿能、晶澳科技、晶科能源、天合光能、东方日升 5 家组件龙头为可比公司，2023-2025 年 5 家可比公司的平均 PE 分别为 13、10、8 倍。我们认为，光伏行业高景气带动组件需求上升，头部组件企业市占率持续提升，公司为老牌组件龙头，海外渠道优势铸就核心竞争力，上市提升一体化增强成本竞争力，有望持续提升市占率、保持高盈利，同时大型储能系统创造盈利增长点，给予 2023 年 13 倍 PE 估值，目标价 16.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表45：可比公司估值表

代码	名称	股价 (元)	归母净利润					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2022	2023E	2024E	2025E
601012.SH	隆基绿能	27.34	90.9	148.1	188.5	234.2	270.2	23	14	11	9	8
002459.SZ	晶澳科技	36.06	20.4	55.3	94.6	120.4	147.5	58	22	13	10	8
688223.SH	晶科能源	11.67	11.4	29.4	68.4	90.9	114.7	102	40	17	13	10
688599.SH	天合光能	35.60	18.0	36.8	75.3	100.6	124.5	43	21	10	8	6
	平均值							57	24	13	10	8
688472.SH	阿特斯	11.10	0.3	21.6	47.0	62.9	82.3			9	6	5

来源：Wind，国金证券研究所；股价截至 2023 年 6 月 8 日收盘价

## 5 风险提示

**需求低于预期的风险：**疫情对电力需求及其增速的负面影响超预期，导致即使光伏成本已大幅下降，并成为最便宜的电源，但装机动力仍然不足以支撑需求持续快速增长；配置储能是未来电源结构中光伏实现高比例渗透的必经之路，如果储能成本下降速度不及预期或电池储能安全性未能获得认可，则有可能限制中期光伏在能源结构中的渗透率提升速度。

**产业链价格竞争激烈程度超预期：**在明确的双碳目标背景下，新能源行业的产能扩张明显加速，并出现跨界资本大量进入的迹象，可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。

**国际贸易环境恶化风险：**随着光伏在各国能源结构中的比例持续提升，中国作为在光伏制造业领域一家独大的存在，仍然可能面临其他国家更严苛的贸易壁垒限制（尽管这种壁垒可能导致该国使用清洁能源的成本上升）。

**新业务拓展不及预期风险：**公司 TOPCon 组件产品仍处于研发阶段，大型储能系统处于市场开拓阶段，若新技术研发及市场开拓进展不及预期，可能导致公司盈利能力不及预期。

**人民币汇率波动风险：**公司收入中 70%以上来自海外地区，如果汇率出现大幅波动，可能会使得公司产生较多的汇兑损失，导致净利润表现不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>23,279</b>	<b>28,010</b>	<b>47,536</b>	<b>62,760</b>	<b>78,573</b>	<b>98,384</b>	货币资金	8,827	7,257	11,940	10,011	15,662	23,311	
增长率	20.3%	69.7%	32.0%	25.2%	25.2%	25.2%	应收款项	3,991	6,295	8,342	9,981	12,495	15,646	
<b>主营业务成本</b>	<b>-18,979</b>	<b>-25,417</b>	<b>-42,114</b>	<b>-53,737</b>	<b>-67,185</b>	<b>-83,770</b>	存货	3,712	6,676	9,137	10,677	13,349	16,644	
%销售收入	81.5%	90.7%	88.6%	85.6%	85.5%	85.1%	其他流动资产	2,316	2,664	3,268	3,994	4,694	5,560	
<b>毛利</b>	<b>4,300</b>	<b>2,593</b>	<b>5,422</b>	<b>9,023</b>	<b>11,388</b>	<b>14,613</b>	流动资产	18,846	22,892	32,688	34,662	46,200	61,161	
%销售收入	18.5%	9.3%	11.4%	14.4%	14.5%	14.9%	总资产	64.5%	67.1%	67.7%	63.1%	69.1%	74.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-96</b>	<b>-82</b>	<b>-112</b>	<b>-144</b>	<b>-181</b>	<b>-226</b>	长期投资	289	380	463	547	586	629	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	8,156	8,690	12,533	16,653	17,004	17,161	
<b>销售费用</b>	<b>-761</b>	<b>-783</b>	<b>-1,136</b>	<b>-1,506</b>	<b>-1,886</b>	<b>-2,361</b>	总资产	27.9%	25.5%	25.9%	30.3%	25.4%	20.9%	
%销售收入	3.3%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	659	781	761	803	843	881	
<b>管理费用</b>	<b>-980</b>	<b>-1,212</b>	<b>-1,120</b>	<b>-1,506</b>	<b>-1,807</b>	<b>-2,164</b>	非流动资产	10,376	11,229	15,612	20,278	20,683	20,897	
%销售收入	4.2%	4.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	总资产	35.5%	32.9%	32.3%	36.9%	30.9%	25.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-313</b>	<b>-373</b>	<b>-467</b>	<b>-628</b>	<b>-786</b>	<b>-984</b>	<b>资产总计</b>	<b>29,222</b>	<b>34,120</b>	<b>48,300</b>	<b>54,940</b>	<b>66,884</b>	<b>82,058</b>	
%销售收入	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	4,387	7,441	6,510	2,000	2,000	2,000	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,150</b>	<b>143</b>	<b>2,587</b>	<b>5,239</b>	<b>6,729</b>	<b>8,878</b>	应付款项	10,270	12,448	21,564	22,816	28,518	35,551	
%销售收入	9.2%	0.5%	5.4%	8.3%	8.6%	9.0%	其他流动负债	2,199	2,244	4,021	4,486	5,639	7,074	
<b>财务费用</b>	<b>-797</b>	<b>-448</b>	<b>264</b>	<b>-134</b>	<b>89</b>	<b>233</b>	流动负债	16,856	22,133	32,095	29,302	36,157	44,624	
%销售收入	3.4%	1.6%	-0.6%	0.2%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	1,034	278	2,396	1,924	1,924	1,924	
<b>资产减值损失</b>	<b>-386</b>	<b>-157</b>	<b>-512</b>	<b>-218</b>	<b>-55</b>	<b>-67</b>	其他长期负债	1,783	2,241	2,072	2,466	2,520	2,642	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>99</b>	<b>-18</b>	<b>-53</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	19,672	24,652	36,563	33,692	40,601	49,190	
<b>投资收益</b>	<b>193</b>	<b>246</b>	<b>-179</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,509</b>	<b>9,395</b>	<b>11,663</b>	<b>21,174</b>	<b>26,209</b>	<b>32,794</b>	
%税前利润	12.9%	190.9%	n.a	1.8%	1.4%	1.0%	其中：股本	3,066	3,066	3,066	3,607	3,607	3,607	
<b>营业利润</b>	<b>1,419</b>	<b>2</b>	<b>2,508</b>	<b>5,427</b>	<b>7,304</b>	<b>9,584</b>	未分配利润	5,086	5,164	7,320	11,079	16,113	22,698	
营业利润率	6.1%	0.0%	5.3%	8.6%	9.3%	9.7%	少数股东权益	41	73	74	74	74	74	
<b>营业外收支</b>	<b>79</b>	<b>127</b>	<b>111</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>29,222</b>	<b>34,120</b>	<b>48,300</b>	<b>54,940</b>	<b>66,884</b>	<b>82,058</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,497</b>	<b>129</b>	<b>2,619</b>	<b>5,527</b>	<b>7,404</b>	<b>9,684</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	6.4%	0.5%	5.5%	8.8%	9.4%	9.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>126</b>	<b>-87</b>	<b>-469</b>	<b>-829</b>	<b>-1,111</b>	<b>-1,453</b>	每股收益	0.526	0.011	0.703	1.302	1.745	2.282	
所得税率	-8.4%	67.1%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	3.101	3.064	3.804	5.870	7.266	9.092	
<b>净利润</b>	<b>1,623</b>	<b>42</b>	<b>2,150</b>	<b>4,698</b>	<b>6,293</b>	<b>8,231</b>	每股经营现金净流	2.209	-0.548	1.754	1.277	2.648	3.300	
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.260	0.349	0.456	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,613</b>	<b>35</b>	<b>2,157</b>	<b>4,698</b>	<b>6,293</b>	<b>8,231</b>	<b>回报率</b>							
净利率	6.9%	0.1%	4.5%	7.5%	8.0%	8.4%	净资产收益率	16.97%	0.37%	18.49%	22.19%	24.01%	25.10%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.52%	0.10%	4.47%	8.55%	9.41%	10.03%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	15.53%	0.27%	10.24%	17.62%	18.87%	20.45%	
<b>净利润</b>	<b>1,623</b>	<b>42</b>	<b>2,150</b>	<b>4,698</b>	<b>6,293</b>	<b>8,231</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	10	7	-7	0	0	0	主营业务收入增长率	7.38%	20.32%	69.71%	32.03%	25.20%	25.21%	
<b>非现金支出</b>	<b>1,899</b>	<b>1,958</b>	<b>2,150</b>	<b>2,153</b>	<b>2,268</b>	<b>2,476</b>	EBIT 增长率	-20.55%	-93.34%	1707.28%	102.49%	28.45%	31.93%	
非经营收益	181	-206	329	76	-84	-90	净利润增长率	-7.99%	-97.83%	6065.37%	117.81%	33.96%	30.79%	
<b>营运资金变动</b>	<b>3,069</b>	<b>-3,476</b>	<b>750</b>	<b>-2,322</b>	<b>1,072</b>	<b>1,287</b>	总资产增长率	-8.52%	16.76%	41.56%	13.75%	21.74%	22.69%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>6,772</b>	<b>-1,681</b>	<b>5,378</b>	<b>4,605</b>	<b>9,550</b>	<b>11,905</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-2,587</b>	<b>-2,811</b>	<b>-4,183</b>	<b>-6,016</b>	<b>-2,440</b>	<b>-2,440</b>	应收账款周转天数	48.0	40.3	35.9	38.0	38.0	38.0	
投资	35	396	-108	-35	-39	-43	存货周转天数	100.4	74.6	68.5	74.0	74.0	74.0	
其他	1,540	28	273	100	100	100	应付账款周转天数	63.6	45.7	40.9	43.0	43.0	43.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,012</b>	<b>-2,388</b>	<b>-4,019</b>	<b>-5,951</b>	<b>-2,379</b>	<b>-2,383</b>	固定资产周转天数	107.5	105.0	77.0	76.5	65.0	54.4	
股权募资	389	24	8	5,753	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-2,669	2,042	411	-4,973	0	0	净负债/股东权益	-38.09%	3.07%	-27.98%	-29.58%	-45.42%	-59.59%	
其他	-1,175	-122	-798	-1,281	-1,415	-1,796	EBIT 利息保障倍数	2.7	0.3	-9.8	39.1	-75.3	-38.0	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3,454</b>	<b>1,944</b>	<b>-379</b>	<b>-501</b>	<b>-1,415</b>	<b>-1,796</b>	资产负债率	67.32%	72.25%	75.70%	61.33%	60.70%	59.95%	
<b>现金净流量</b>	<b>1,880</b>	<b>-2,190</b>	<b>1,111</b>	<b>-1,847</b>	<b>5,756</b>	<b>7,725</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806