

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

阳光电源 (300274)

投资评级

上次评级

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

曾一赞 电新行业研究助理

联系电话: 15919166181

邮箱: zengyiyun@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

光储板块业绩高增，盈利能力大幅改善

2023 年 8 月 27 日

事件:

2023 年 8 月 24 日, 公司发布 2023 年半年度报告。公司上半年实现营业收入 286.22 亿元, 同比增长 133.06%; 归母净利润 43.54 亿元, 同比增长 383.55%; 扣非归母净利润 42.82 亿元, 同比增长 438.33%。二季度, 公司实现营业收入 160.42 亿元, 同比增长 107.96%; 归母净利润 28.46 亿元, 同比增长 480.82%; 扣非归母净利润 28.23 亿元, 同比增长 564.24%。

点评:

- **光伏行业高景气延续，公司业绩大幅增长。**全球上半年新增装机约 148GW, 同比增长 61%, 我国上半年新增光伏装机 78GW, 同比增长 154%, 光伏高景气延续。在行业高景气的环境下, 公司作为光伏逆变器龙头, 业绩深度受益, 大幅增长。公司在光伏行业上的营收 185.76 亿元, 同比增长 110.90%。公司光伏逆变器远销全球 150 多个国家和地区, 上半年营收 116.25 亿元, 同比增长 83.54%, 毛利率 39.50%, 同比增加 8.14pct。截至 2023 年 6 月, 公司已在全球市场已累计实现逆变设备装机超 405GW。其中, 公司 2023 年 H1 出货约 50GW, 同比增长 36%, 单价约 0.233 元/W, 单位盈利约 0.0918 元/W。
- **储能业务发展迅速，盈利能力大幅增长。**根据国家能源局数据, 国内 2023 年上半年新型储能新增装机量 17.72GWh, 超过 2022 年全年装机量, 行业整体发展迅速。上半年公司储能出货约 5GWh, 同比增长 152%, 实现营收 85.23 亿元, 同比增长 257.26%; 毛利率 30.66%, 同比增加 12.29pct。公司储能单位价格约 1.7 元/Wh, 单位盈利约 0.523 元/Wh。目前公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场, 并不断拓展新的市场。公司通过澳洲 GPS 并网许可, 签约南澳最大独立储能订单 138MW/330MWh; 签订英国 825MWh 储能大单; 助力中国南网范围内规模最大的储能电站“广西崇左市板崇 200MW/400MWh 储能项目”一期成功并网投产等。公司注重产品质量, 截至 2023 年上半年所有参与的储能项目未出现一例安全事故, 在调频调峰、辅助可再生能源并网、微电网、工商业及户用储能等领域积累了广泛的应用经验。
- **新能源开发业务高增，海外市场持续突破。**上半年公司新能源开发业务营收 75.60 亿元, 同比增长 162.79%。截至 2023 年 6 月 30 日, 阳光新能源业务覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市, 国际市场深入“一带一路”沿线国家和地区, 全球累计开发、建设光伏/风力发电站超 3500 万千瓦。公司全面对接国家大型风电光伏基地、整县推进光伏/风电开发等国家重大能源战略, 持续加强项目储备与资源转化, 国内市场建成安徽最大电网侧储能应用项目等代表性项目, 新增获取滁州定远 145MW 风电项目、荆州公安 200MW 渔光互补光伏发电项目等地面项目; 海外业

务加快市场拓展，获取西班牙 Coria 135MWac 光伏+储能项目并网许可，在欧洲实现电站开发业务里程碑突破。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 699.45、982.06、126.16 亿元，同比增长 73.7%、40.4%、28.5%；归母净利润分别是 87.43、114.41、147.21 亿，同比增长 143.3%、30.9%、28.7%。
- **风险因素:** 政策波动风险、竞争格局恶化风险、产能扩张不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	24,137	40,257	69,945	98,206	126,157
增长率 YoY %	25.2%	66.8%	73.7%	40.4%	28.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,583	3,593	8,743	11,442	14,721
增长率 YoY%	-19.0%	127.0%	143.3%	30.9%	28.7%
毛利率%	22.3%	24.5%	27.5%	27.0%	26.8%
净资产收益率ROE%	10.1%	19.3%	31.8%	29.4%	27.4%
EPS(摊薄)(元)	1.08	2.42	5.89	7.70	9.91
市盈率 P/E(倍)	135.00	46.20	16.68	12.74	9.90
市净率 P/B(倍)	13.83	8.90	5.30	3.74	2.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36,307	51,994	83,921	120,455	159,009
货币资金	7,790	11,667	11,752	24,001	34,508
应收票据	784	1,087	1,150	1,614	2,074
应收账款	8,748	13,804	24,654	34,614	44,467
预付账款	360	383	887	1,177	1,433
存货	10,768	19,060	34,717	45,039	59,759
其他	7,857	5,993	10,760	14,009	16,768
非流动资产	6,533	9,632	10,983	12,963	15,362
长期股权投资	115	228	328	428	528
固定资产（合计）	4,246	4,544	5,219	6,357	7,896
无形资产	174	340	418	514	627
其他	1,997	4,520	5,018	5,663	6,310
资产总计	42,840	61,626	94,904	133,419	174,370
流动负债	23,507	35,469	56,567	82,100	106,774
短期借款	1,525	1,422	5,702	10,010	14,349
应付票据	7,940	12,502	20,244	29,476	37,640
应付账款	9,825	13,424	19,448	27,487	35,439
其他	4,218	8,120	11,173	15,126	19,346
非流动负债	2,629	6,421	9,421	10,421	11,421
长期借款	1,891	4,162	7,162	8,162	9,162
其他	738	2,259	2,259	2,259	2,259
负债合计	26,136	41,889	65,988	92,521	118,195
少数股东权益	1,049	1,071	1,402	1,942	2,499
归属母公司股东权益	15,655	18,666	27,514	38,956	53,677
负债和股东权益	42,840	61,626	94,904	133,419	174,370

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,137	40,257	69,945	98,206	126,157
同比(%)	25.2%	66.8%	73.7%	40.4%	28.5%
归属母公司净利润	1,583	3,593	8,743	11,442	14,721
同比(%)	-19.0%	127.0%	143.3%	30.9%	28.7%
毛利率(%)	22.3%	24.5%	27.5%	27.0%	26.8%
ROE(%)	10.1%	19.3%	31.8%	29.4%	27.4%
EPS（摊薄）（元）	1.08	2.42	5.89	7.70	9.91
P/E	135.00	46.20	16.68	12.74	9.90
P/B	13.83	8.90	5.30	3.74	2.72
EV/EBITDA	99.21	39.01	14.48	9.79	7.38

利润表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,137	40,257	69,945	98,206	126,157
营业成本	18,765	30,376	50,705	71,663	92,395
营业税金及附加	82	143	248	348	447
销售费用	1,583	3,169	5,596	7,365	9,083
管理费用	491	612	1,049	1,375	1,640
研发费用	1,161	1,692	3,148	4,419	5,677
财务费用	283	-477	-467	437	510
减值损失合计	-274	-375	-12	-18	-25
投资净收益	355	40	530	762	687
其他	46	-267	360	580	685
营业利润	1,898	4,141	10,545	13,923	17,752
营业外收支	-5	-7	7	10	13
利润总额	1,893	4,134	10,552	13,932	17,764
所得税	189	439	1,477	1,951	2,487
净利润	1,704	3,695	9,075	11,982	15,277
少数股东损益	121	102	331	540	556
归属母公司净利润	1,583	3,593	8,743	11,442	14,721
EBITDA	2,144	4,133	10,234	14,420	18,442
EPS（当年）（元）	1.08	2.42	5.89	7.70	9.91

现金流量表				单位:	百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1,639	1,210	-5,371	9,582	8,604
净利润	1,704	3,695	9,075	11,982	15,277
折旧摊销	348	468	480	591	724
财务费用	134	237	333	542	712
投资损失	-334	-38	-530	-762	-687
营运资金变动	-3,627	-3,628	-14,758	-2,810	-7,472
其它	138	477	29	40	51
投资活动现金流	-3,713	346	-1,594	-2,099	-2,724
资本支出	-1,653	-1,517	-1,524	-2,262	-2,812
长期投资	-2,202	1,849	-600	-600	-600
其他	142	14	530	762	687
筹资活动现金流	5,179	1,747	7,051	4,766	4,627
吸收投资	4,179	15	105	0	0
借款	2,727	8,870	7,280	5,308	5,339
支付利息或股息	-319	-352	-333	-542	-712
现金净增加额	-193	3,242	86	12,249	10,507

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3 年行业研究经验，2022 年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈玫洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023 年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。