

新能源	收盘价 人民币 93.99	目标价 人民币 124.50↓	潜在涨幅 +32.5%
-----	------------------	--------------------	----------------

2024年4月23日

## 阳光电源 (300274 CH)

### 减值影响 2023 年 4 季度业绩，毛利率创新高推动 2024 年 1 季度超预期

⊕ **减值影响 2023 年 4 季度业绩，毛利率创新高推动 2024 年 1 季度超预期：**公司 2023 年营收/归母净利 887/94.4 亿元（人民币，下同），净利接近业绩预告（93-103 亿元）下限，同比增长 79%/162%，其中 2023 年 4 季度营收/净利 258/22.2 亿元，同比增长 43%/45%，计提减值 14.5 亿元。2024 年 1 季度实现营收/归母净利 126/21.0 亿元，同比增长 0.3%/39%，净利高于我们预期 5%，毛利率创出 36.7% 的单季新高，同比/环比提高 8.7/8.0 个百分点。去年销售/管理/研发/财务费用率 7.2%/1.2%/3.4%/0%，同比-0.7/-0.3/-0.8/+1.2 个百分点。每股派息 0.965 元并转增 0.4 股，派息比率 15%，同比提高 6 个百分点。

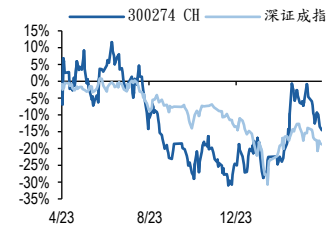
⊕ **各业务齐头并进，毛利率均大幅提升：**2023 年逆变器收入 277 亿元，同比增长 61%，其中光伏逆变器超 250 亿元，光伏逆变器/风电变流器发货 130/32GW，增长 69%/40%，毛利率 37.9%（其中光伏逆变器 39.2%），同比提高 5.5 个百分点，其中下半年 36.8%，同比/环比+3.1/-2.7 个百分点；储能系统收入 178 亿元，增长 76%，发货 10.5GWh，增长 36%（其中大储超 9GWh，增长 30%，户储 11 万套，增长 120%），低于我们预期，市占率下降主要是由于公司放弃国内大量低价订单，单价则上涨约 30%，公司预计 2024 年发货将超 20GWh，增长超 90%，市占率将明显回升。储能系统 2023 年毛利率 37.5%，同比提高 14.2 个百分点，其中下半年高达 43.7%，同/环比+19/+13.1 个百分点，我们认为原材料价格大跌尚未充分传导至终端或是重要原因；新能源投资开发收入 247 亿元，同比增长 113%，毛利率 16.4%，同比提高 4.6 个百分点，其中下半年 18.5%，同比/环比+8/+7 个百分点。去年海外毛利率高达 41.6%，同比提高 14.2 个百分点。2024 年 1 季度逆变器收入同比有所增长，储能系统、新能源投资开发收入略有下降。

⊕ **维持买入：**由于 2024 年 1 季度业绩超预期，我们上调 2024 年盈利 1%，但由于储能系统出货低于预期，下调 2025 年盈利 2%。基于 17 倍 2024 年市盈率，目标价格下调至 124.5 元（原 125.5 元）。公司市盈率为逆变器板块最低且低于过去 5 年平均 50% 以上，存在估值修复空间，维持买入。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(人民币)	122.79
52周低位(人民币)	76.00
市值(百万人民币)	106,100.61
日均成交量(百万)	15.52
年初至今变化(%)	7.31
200天平均价(人民币)	88.66

资料来源: FactSet

#### 文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3667

#### 郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1810

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	40,257	72,251	88,678	109,378	132,057
同比增长(%)	66.8	79.5	22.7	23.3	20.7
净利润(百万人民币)	3,593	9,440	10,886	12,082	13,578
每股盈利(人民币)	2.42	6.36	7.33	8.14	9.14
同比增长(%)	127.0	162.7	15.3	11.0	12.4
前EPS预测值(人民币)			7.25	8.34	
调整幅度(%)			1.1	-2.4	
市盈率(倍)	38.8	14.8	12.8	11.6	10.3
每股账面净值(人民币)	12.57	18.65	24.52	31.03	38.34
市账率(倍)	7.48	5.04	3.83	3.03	2.45
股息率(%)	0.2	1.0	1.6	1.7	1.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

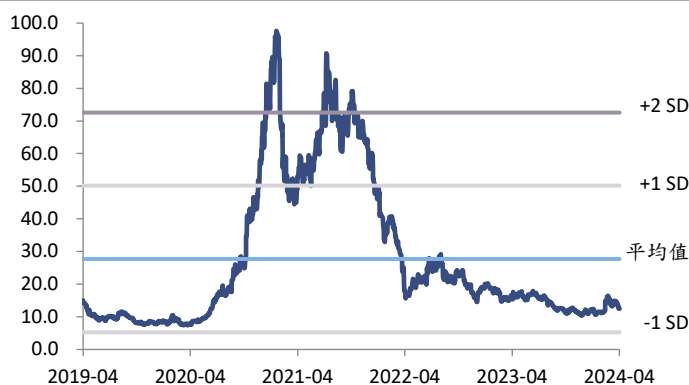
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	12,580.3	16,041.9	17,792.4	25,836.0	12,613.6	0.3	-51.2
营业成本	-9,057.7	-11,143.7	-11,676.3	-18,439.8	-7,988.1	-11.8	-56.7
毛利	3,522.6	4,898.2	6,116.1	7,396.2	4,625.5	31.3	-37.5
税金及附加	-42.1	-64.8	-80.3	-137.3	-82.6	96.1	-39.8
销售费用	-899.4	-1,048.7	-1,376.3	-1,842.4	-1,118.4	24.3	-39.3
管理费用	-189.4	-172.2	-224.2	-287.4	-226.5	19.6	-21.2
研发费用	-431.0	-618.1	-692.8	-705.4	-656.2	52.2	-7.0
财务费用	-110.8	419.5	-290.2	-39.1	-125.4	13.2	220.7
其他收益	60.3	47.3	62.5	96.0	84.3	39.8	-12.2
投资收益	18.4	-63.3	13.3	128.2	74.0	303.2	-42.3
资产减值损失	-63.4	-174.5	-142.0	-920.8	-116.1	83.1	-87.4
信用减值损失	-108.6	26.5	-121.7	-524.0	33.9	-131.2	-106.5
资产处置收益	-0.1	-4.4	-0.1	-0.0	0.0	-169.2	-184.8
营业外收支	11.5	-17.8	13.1	-13.3	0.8	-92.9	-106.1
税前利润	1,786.6	3,225.7	3,318.9	3,128.7	2,494.7	39.6	-20.3
所得税	-257.4	-343.1	-399.2	-851.5	-387.0	50.4	-54.5
净利润	1,529.2	2,882.5	2,919.7	2,277.3	2,107.7	37.8	-7.4
少数股东损益	-21.6	-36.1	-50.8	-60.7	-11.4	-47.2	-81.2
归母净利润	1,507.6	2,846.4	2,868.9	2,216.6	2,096.3	39.0	-5.4
扣非归母净利润	1,458.6	2,823.3	2,793.2	2,140.5	2,083.4	42.8	-2.7

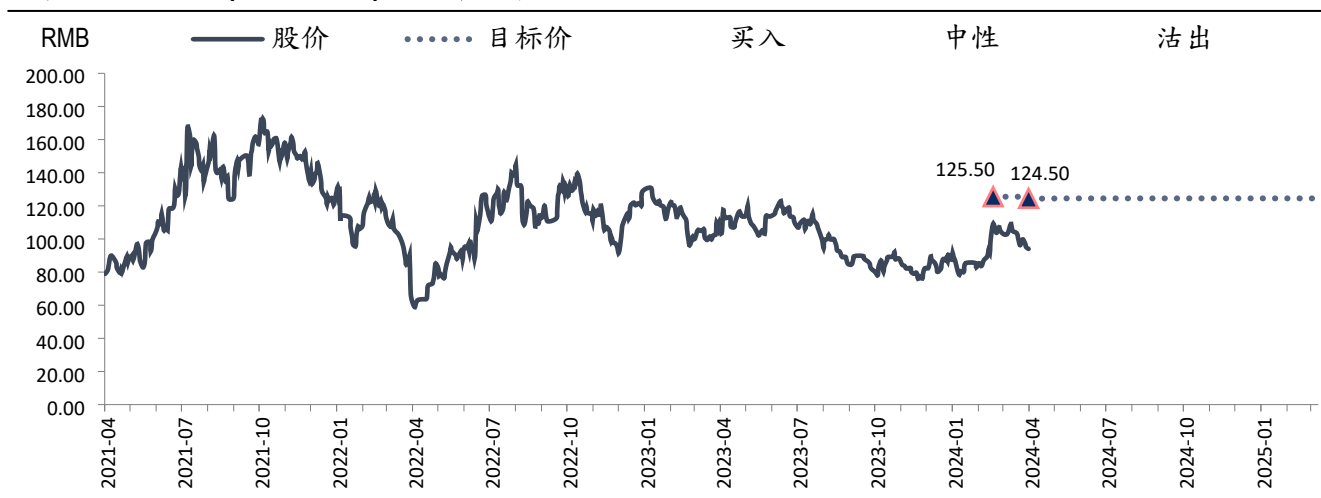
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 公司远期市盈率 (倍)



资料来源: Factset, 交银国际预测

图表3: 阳光电源 (300274 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
579 HK	京能清洁能源	买入	1.79	2.10	17.3%	2024年04月01日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.70	7.38	29.5%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.61	2.00	24.2%	2024年03月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.16	3.90	23.4%	2024年03月25日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.76	22.70	14.9%	2024年03月20日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	93.99	124.50	32.5%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	买入	94.88	135.60	42.9%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.72	12.80	46.8%	2024年03月27日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.07	1.67	56.1%	2024年03月18日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	中性	5.26	6.65	26.4%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	17.34	19.50	12.5%	2024年03月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	5.29	5.71	7.9%	2024年04月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.04	1.16	11.5%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年4月23日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	40,257	72,251	88,678	109,378	132,057
主营业务成本	(30,376)	(50,318)	(63,311)	(80,192)	(98,554)
<b>毛利</b>	<b>9,881</b>	<b>21,933</b>	<b>25,367</b>	<b>29,186</b>	<b>33,502</b>
销售及管理费用	(3,782)	(6,040)	(8,070)	(9,735)	(11,489)
研发费用	(1,692)	(2,447)	(3,458)	(4,156)	(4,886)
其他经营净收入/费用	78	(58)	(124)	(164)	(200)
<b>经营利润</b>	<b>4,486</b>	<b>13,387</b>	<b>13,715</b>	<b>15,131</b>	<b>16,927</b>
财务成本净额	477	(21)	(223)	(206)	(221)
应占联营公司利润及亏损	40	97	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(870)	(2,003)	(900)	(950)	(1,000)
<b>税前利润</b>	<b>4,134</b>	<b>11,460</b>	<b>12,592</b>	<b>13,975</b>	<b>15,706</b>
税费	(439)	(1,851)	(1,511)	(1,677)	(1,885)
非控股权益	(102)	(169)	(195)	(217)	(243)
<b>净利润</b>	<b>3,593</b>	<b>9,440</b>	<b>10,886</b>	<b>12,082</b>	<b>13,578</b>
作每股收益计算的净利润	3,593	9,440	10,886	12,082	13,578

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9,802	16,267	19,137	24,511	31,116
有价证券	1,490	2,072	2,072	2,072	2,072
应收账款及票据	15,929	22,564	27,694	34,159	41,241
存货	19,060	21,442	26,978	34,172	41,996
其他流动资产	5,712	6,939	6,939	6,939	6,939
<b>总流动资产</b>	<b>51,994</b>	<b>69,284</b>	<b>82,821</b>	<b>101,853</b>	<b>123,365</b>
物业、厂房及设备	4,544	6,438	8,300	9,997	11,528
无形资产	439	822	858	897	937
合资企业/联营公司投资	228	440	440	440	440
长期应收收入	352	320	320	320	320
其他长期资产	4,069	5,572	5,572	5,572	5,572
<b>总长期资产</b>	<b>9,632</b>	<b>13,593</b>	<b>15,491</b>	<b>17,226</b>	<b>18,798</b>
<b>总资产</b>	<b>61,626</b>	<b>82,877</b>	<b>98,312</b>	<b>119,079</b>	<b>142,163</b>
短期贷款	1,422	2,793	0	0	0
应付账款	25,926	28,486	35,842	45,399	55,794
其他短期负债	8,120	14,658	14,729	14,803	14,882
<b>总流动负债</b>	<b>35,469</b>	<b>45,937</b>	<b>50,571</b>	<b>60,202</b>	<b>70,676</b>
长期贷款	4,162	4,180	6,270	7,523	9,028
其他长期负债	2,259	3,305	3,113	3,113	3,113
<b>总长期负债</b>	<b>6,421</b>	<b>7,485</b>	<b>9,383</b>	<b>10,637</b>	<b>12,142</b>
<b>总负债</b>	<b>41,889</b>	<b>53,422</b>	<b>59,954</b>	<b>70,839</b>	<b>82,817</b>
股本	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
储备及其他资本项目	17,181	26,220	34,929	44,594	55,456
<b>股东权益</b>	<b>18,666</b>	<b>27,705</b>	<b>36,414</b>	<b>46,079</b>	<b>56,941</b>
非控股权益	1,071	1,749	1,944	2,161	2,404
<b>总权益</b>	<b>19,737</b>	<b>29,454</b>	<b>38,358</b>	<b>48,240</b>	<b>59,346</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,695	9,609	11,081	12,298	13,821
折旧及摊销	370	505	638	803	969
营运资本变动	(4,190)	(6,879)	(3,432)	(4,027)	(4,434)
其他经营活动现金流	1,336	3,746	223	206	221
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,210</b>	<b>6,982</b>	<b>8,510</b>	<b>9,281</b>	<b>10,577</b>
资本开支	(1,527)	(2,741)	(2,537)	(2,538)	(2,540)
其他投资活动现金流	1,872	(1,080)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>346</b>	<b>(3,821)</b>	<b>(2,537)</b>	<b>(2,538)</b>	<b>(2,540)</b>
负债净变动	3,192	3,289	(703)	1,254	1,505
其他融资活动现金流	(1,445)	(10)	(2,400)	(2,622)	(2,937)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,747</b>	<b>3,280</b>	<b>(3,103)</b>	<b>(1,368)</b>	<b>(1,432)</b>
汇率收益/损失	(61)	25	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>6,560</b>	<b>9,802</b>	<b>16,267</b>	<b>19,137</b>	<b>24,511</b>
<b>年末现金</b>	<b>9,802</b>	<b>16,267</b>	<b>19,137</b>	<b>24,511</b>	<b>31,116</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	2.419	6.356	7.330	8.135	9.142
全面摊薄每股收益	2.419	6.356	7.330	8.135	9.142
每股股息	0.220	0.965	1.466	1.627	1.828
每股账面值	12.568	18.655	24.519	31.027	38.340
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	24.5	30.4	28.6	26.7	25.4
EBITDA利润率	11.5	16.7	14.9	13.5	12.6
EBIT利润率	10.6	16.0	14.2	12.8	11.9
净利率	8.9	13.1	12.3	11.0	10.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	6.9	13.1	12.0	11.1	10.4
ROE	19.7	38.4	32.1	27.9	25.2
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
存货周转天数	179.2	146.9	139.6	139.2	141.0
应收账款周转天数	118.9	97.2	103.4	103.2	104.2
应付账款周转天数	262.5	197.3	185.4	184.9	187.4

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。