

阳光电源（300274.SZ）

公司签约全球最大储能项目，有望受益全球储能景气趋势

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：李恒源 021-60875174
证券分析师：徐文辉 021-60375426

◆ 电力设备 · 光伏设备

wangweiqi2@guosen.com.cn
lihengyuan@guosen.com.cn
xuwenhui@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980520080009
执证编码：S0980524030001

事项：

7月15日，阳光电源公布与沙特 ALGIHAZ 成功签约全球最大储能项目，容量达到 7.8GWh，该项目的三个站点分别位于沙特的 Najran、Madaya 和 Khamis Mushait 地区，2024 年开始交付，2025 年全容量并网运行。

国信电新观点：1) **全球储能装机有望迎来景气浪潮。**今年以来欧美市场储能装机开始呈现复苏态势，逆变器需求开始恢复增长，同时产品价格也开始止跌企稳，根据美国能源署（EIA）数据，美国 1-5 月大储累计装机 2.99GW，同比+309%，EIA 估计美国 6 月装机旺季背景下，有望实现大储装机 3.09GW，同比+192%，环比+188%，预计 2024 全年将实现储能装机 14.5GW，同比+128%，海外大储装机有望迎来放量。展望中长期，亚非拉等新兴市场储能装机需求旺盛，根据 IEA 统计，不包括中国在内，其他新兴市场和发展中国家（EMDEs）年均清洁能源投资额需要从目前的约 2700 亿美元扩大到未来 10 年的 1.6 万亿美元以上，才能实现净零排放，其中大约一半的投资将用于清洁能源、电网和储能建设，整体来看亚非拉储能新兴市场潜力巨大。

2) **公司有望充分受益全球光储行业需求增长。**公司与沙特 ALGIHAZ 签约 7.8GWh 全球最大储能项目为储能业务全球化布局阶段性成果之一，公司作为全球光储行业龙头企业，有望凭借领先的技术优势和渠道优势，在全球光储行业需求增长的机遇下，迎来业绩的稳定增长。我们预计公司 2024 年光伏逆变器出货 155-175GW，同比增长 19.2%-34.6%，储能系统出货 22-26GWh，同比增长 110%-128%。

3) **投资建议：上调盈利预测，维持优于大市评级。**我们预计 2024-2026 年归母净利润 105.9/113.1/120.4 亿元（原预测 24-25 为 100.93/105.96 亿元），同比增速分别为 12%/7%/6%，PE 估值为 12.5/11.7/11 倍。维持优于大市评级。

4) **风险提示：**原材料价格大幅波动，海外储能装机进展低于预期，海外贸易政策的变化。

评论：

◆ 阳光电源公布与沙特 ALGIHAZ 成功签约全球最大储能项目，容量达到 7.8GWh

7月15日，公司公布与沙特 ALGIHAZ 成功签约全球最大储能项目，容量达到 7.8GWh，该项目的三个站点分别位于沙特的 Najran、Madaya 和 Khamis Mushait 地区，2024 年开始交付，2025 年全容量并网运行，将有效提高沙特电网稳定性和可靠性，助力沙特“2030 愿景”实现。阳光电源将在该项目部署 1500 余套 PowerTitan 2.0 液冷储能系统，采用 AC 存储一体化设计，能量密度高，帮助客户节省 55% 的用地面积。该项目配备近 780 万颗电芯，为解决运维带来的挑战，阳光电源将通过 EMS、BMS 系统，确保从电芯到 PACK 到系统，再到储能电站的高效安全运行，阳光电源还将在项目设计建设期间开展系统仿真工作，进行场站级电网 HIL 实验，模拟本地电网实际情况，验证场级策略一致性，确保储能系统安全、稳定地接入沙特电网。项目预计并网后，可实现超 15 年长寿命周期运营，保障电站稳定高效收益。

◆ 全球储能装机有望迎来景气浪潮

今年以来欧美市场储能装机开始呈现复苏态势，欧美市场逆变器需求开始恢复增长，同时产品价格也开始止跌企稳，根据美国能源署（EIA）数据，美国 1-5 月大储累计装机 2.99GW，同比+309%，EIA 估计美国 6 月装机旺季背景下，有望实现大储装机 3.09GW，同比+192%，环比+188%，预计 2024 全年将实现储能装机 14.5GW，同比+128%，海外大储装机有望迎来放量。

图1：我国出口欧洲逆变器单月数量（万台）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图2：我国出口欧洲逆变器单月金额（亿美元）



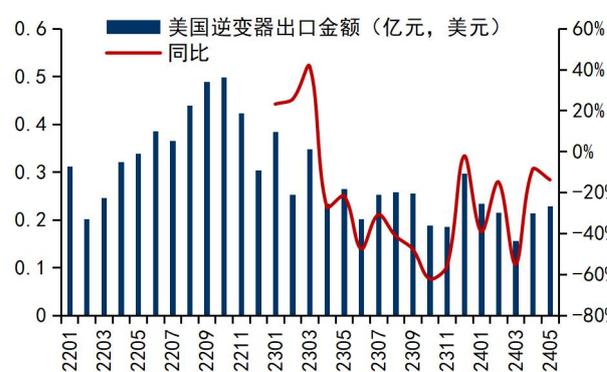
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图3：我国出口美国逆变器单月数量（万台）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图4：我国出口美国逆变器单月金额（亿美元）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图5: 我国出口欧洲逆变器单月均价 (美元/台)



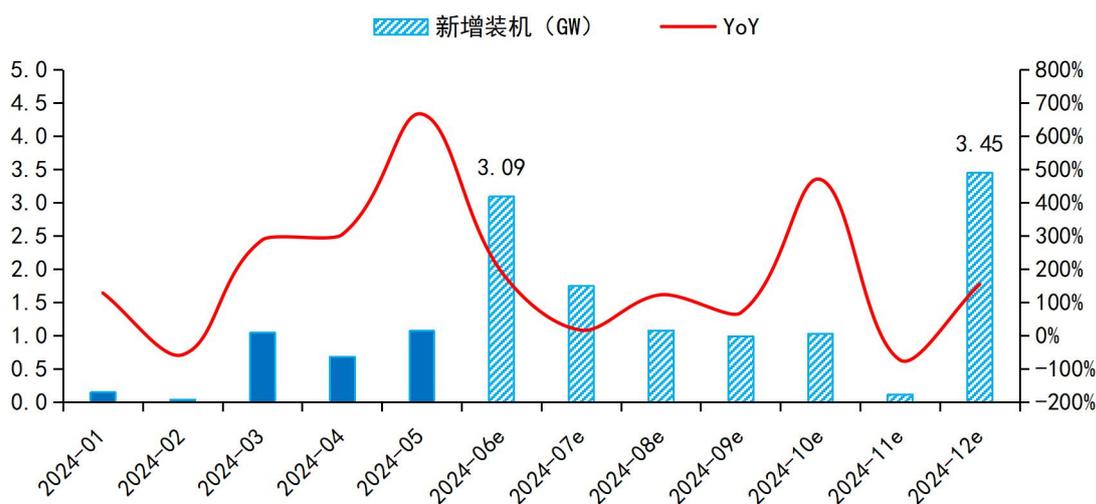
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图6: 我国出口美国逆变器单月均价 (美元/台)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

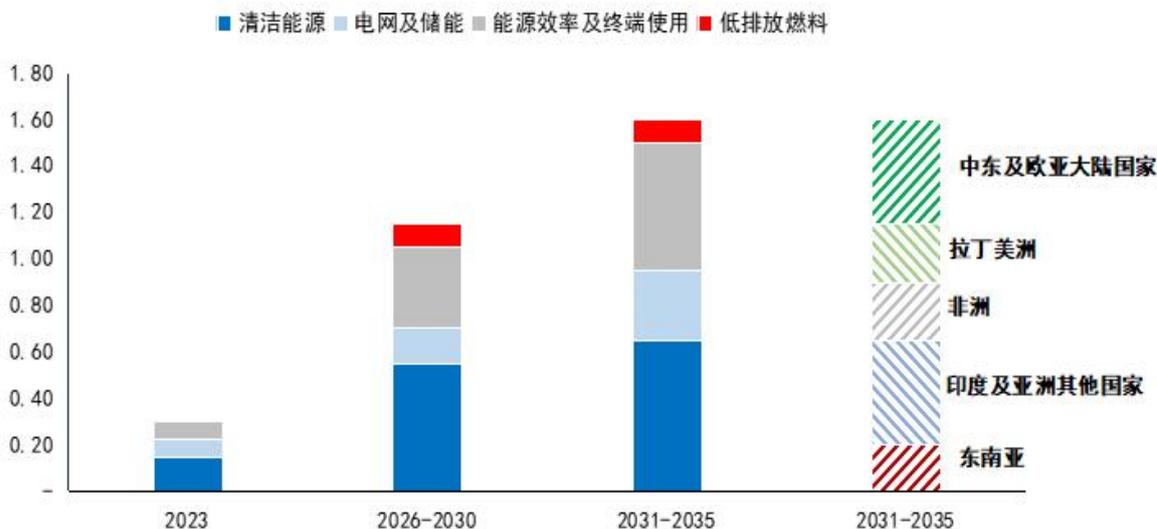
图7: 2024 年各月度美国大储装机量 (GW)



资料来源: 美国能源署 (EIA), 国信证券经济研究所整理

展望中长期, 亚非拉等新兴市场储能装机需求旺盛, 根据 IEA 统计, 不包括中国在内, 其他新兴市场和发展中国家 (EMDEs) 年均清洁能源投资额需要从目前的约 2700 亿美元扩大到未来 10 年的 1.6 万亿美元以上, 才能实现净零排放, 其中大约一半的投资将用于清洁能源、电网和储能建设, 整体来看亚非拉储能新兴市场潜力巨大。

图8: 2024 年各月度美国大储装机量 (GW)



资料来源: 美国能源署 (EIA), 国信证券经济研究所整理

◆ 公司有望充分受益全球光储行业需求增长

公司与沙特 ALGIHAZ 签约 7.8GWh 全球最大储能项目为储能业务全球化布局阶段性成果之一, 公司作为全球光储行业龙头企业, 有望凭借领先的技术优势和渠道优势, 在全球光储行业需求增长的机遇下, 迎来业绩的稳定增长。我们预计公司 2024 年光伏逆变器出货 155-175GW, 同比增长 19.2%-34.6%, 储能系统出货 22-26GWh, 同比增长 110%-128%。

◆ 投资建议: 上调盈利预测, 维持优于大市评级

我们预计 2024-2026 年归母净利润 105.9/113.1/120.4 亿元 (原预测 24-25 为 100.93/105.96 亿元), 同比增速分别为 12%/7%/6%, PE 估值为 12.5/11.7/11 倍。维持优于大市评级。

◆ 风险提示

原材料价格大幅波动, 海外储能装机进展低于预期, 海外贸易政策的变化。

相关研究报告:

- 《阳光电源 (300274.SZ) - 国家扩容配电网促进分布式光伏 美国储能下半年有望加速》 —— 2024-03-11
- 《阳光电源 (300274.SZ) - 光储出货量保持高增, 筹划分拆阳光新能源上市》 —— 2024-01-30
- 《阳光电源 (300274.SZ) - 光储出货保持高增, 业绩表现亮眼》 —— 2023-11-05
- 《阳光电源 (300274.SZ) - 2023 年半年报预告点评-光储业务保持高增, 二季度盈利能力显著提升》 —— 2023-08-10
- 《阳光电源 (300274.SZ) - 光储业务持续领先, 新能源行业平台化龙头多点并进》 —— 2023-05-06

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11667	18031	18888	27927	35352	营业收入	40257	72251	91069	101412	110955
应收款项	14891	21791	22455	25006	27359	营业成本	30376	50318	67498	75772	83251
存货净额	19060	21442	22191	24911	27370	营业税金及附加	143	324	323	359	393
其他流动资产	3211	3397	3375	3789	4163	销售费用	3169	5167	5927	6752	7488
流动资产合计	51994	69284	70331	85220	97981	管理费用	612	873	1179	1310	1425
固定资产	5732	8124	7416	6701	5975	研发费用	1692	2447	3085	3538	4007
无形资产及其他	340	732	703	674	645	财务费用	(477)	21	60	(131)	(251)
其他长期资产	3332	4296	4553	5071	3329	投资收益	40	97	(30)	0	0
长期股权投资	228	440	440	440	440	资产减值及公允价值变动	(831)	(2028)	(800)	(650)	(700)
资产总计	61626	82877	83444	98106	108369	其他收入	1021	2326	1000	850	900
短期借款及交易性金融负债	2232	4135	100	100	100	营业利润	4141	11466	12367	13362	14142
应付款项	25926	28486	33287	37367	36494	营业外净收支	(7)	(6)	0	0	0
其他流动负债	3522	6751	3730	4192	4608	利润总额	4134	11460	12367	13362	14142
流动负债合计	35469	45937	39849	44701	44530	所得税费用	439	1851	1767	2043	2092
长期借款及应付债券	4162	4180	4260	4340	4420	少数股东损益	102	169	10	10	10
其他长期负债	2259	3305	737	737	737	归属于母公司净利润	3593	9440	10590	11309	12040
长期负债合计	6421	7485	4996	5076	5156	现金流量表 (百万元)					
负债合计	41889	53422	44845	49777	49687	净利润	3593	9440	10590	11309	12040
少数股东权益	1071	1749	1722	1732	1742	资产减值准备	(375)	(1301)	(400)	(350)	(350)
股东权益	18666	27705	36877	46597	56940	折旧摊销	370	505	837	844	856
负债和股东权益总计	61626	82877	83444	98106	108369	公允价值变动损失	30	(36)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(477)	21	60	(131)	(251)
每股收益	2.42	6.36	5.11	5.45	5.81	营运资本变动	(2673)	(1779)	(2243)	(998)	(5506)
每股红利	0.22	0.96	0.77	0.82	0.87	其它	265	153	(2069)	229	109
每股净资产	13.29	19.83	18.62	23.31	28.30	经营活动现金流	1210	6982	6716	11034	7149
ROIC	14%	30%	27%	24%	21%	资本开支	(1527)	(2741)	(100)	(100)	(100)
ROE	21%	41%	33%	27%	23%	其它投资现金流	1872	(1080)	(287)	(517)	1742
毛利率	25%	30%	26%	25%	25%	投资活动现金流	346	(3821)	(387)	(617)	1642
EBIT Margin	11%	18%	14%	13%	13%	权益性融资	(419)	(76)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	19%	15%	14%	14%	负债净变化	1852	3702	(3955)	80	80
收入增长	67%	79%	26%	11%	9%	支付股利、利息	(163)	(325)	(1456)	(1589)	(1696)
净利润增长率	127%	163%	12%	7%	6%	其它融资现金流	(419)	3684	(4035)	0	0
资产负债率	68%	64%	54%	51%	46%	融资活动现金流	1747	3280	(5472)	(1377)	(1366)
息率	0.3%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	现金净变动	3303	6440	857	9039	7425
P/E	26.5	10.1	12.5	11.7	11.0	货币资金的期初余额	7790	11667	18031	18888	27927
P/B	4.8	3.2	3.4	2.7	2.3	货币资金的期末余额	11667	18031	18888	27927	35352
EV/EBITDA	29.5	10.9	12.8	12.6	12.0	企业自由现金流	(17)	6987	9686	11335	7512
						权益自由现金流	2261	10671	5680	11526	7805

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032