

新能源	收盘价 人民币 90.62	目标价 人民币 104.80个	潜在涨幅 +15.6%
-----	------------------	--------------------	----------------

2024年11月1日

## 阳光电源 (300274 CH)

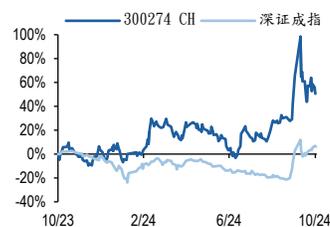
### 滞后确认的储能收入有望在4季度兑现，发行GDR加速海外产能布局

- ⊕ **储能收入确认滞后导致收入增长较慢和盈利下降：**公司3季度收入/归母净利润189/26.4亿元（人民币，下同），同比+6.4%/-8.0%，环比+2.8%/-7.8%。收入增长较慢主要是由于储能系统收入确认滞后于发货，发货量大增尚未反映在收入。盈利同比下降主要是由于毛利率下降和销售、研发费用大增。期内毛利率29.5%，同/环比小幅下降1.2/2.1个百分点，销售/管理/研发/财务费用率同比+1.2/+0.3/+0.8/-0.9个百分点，净利率14.2%，同/环比下降2.3/1.8个百分点。
- ⊕ **储能系统及逆变器发货增长强劲，唯毛利率因国内占比提升承压。**逆变器收入约59亿元，同比增长14%，发货43GW，增长30%，其中国内占比55%，毛利率有所下降，主要是由于低毛利率的国内及亚太占比提升，各细分市场毛利率仍基本保持稳定；储能系统收入62亿元，同比增长19%，发货9GWh，大增约3.5倍，已超过上半年，前3季度达17GWh，全年目标25GWh以上，毛利率环比下降，主要是由于低毛利率的国内占比提升和竞争加剧；新能源投资开发收入41亿元，同比下降20%，主要受项目收入确认节奏影响。期末存货环比增长14%至322亿元，相比年初大增50%，增长主要来自储能系统发出商品和待出售的新能源电站增加，后续收入增长可期。
- ⊕ **拟发行GDR加速海外产能布局：**10月14日公司公告拟在德交所发行GDR，预计新增基础证券A股股票不超过总股本10%，拟募集资金48.8亿元，发行价格不低于定价基准日前20个交易日收盘价均价的90%，我们预计实际发行股本将占总股本约3%。拟使用19.9亿元用于合肥20GWh先进储能装备制造项目，17.6亿元用于海外50GW逆变设备及15GWh储能产品扩建项目，地点尚未确定，海外扩产有助于满足海外客户对供应链稳定的要求，提升全球交付能力及灵活性，积极应对国际贸易保护风险。
- ⊕ **维持买入：**我们预计3季度滞后确认的收入将在4季度兑现，因此维持盈利预测。由于A股市场回暖推动光储行业估值明显提升，我们将估值基准由16.5倍市盈率提高至18倍（比近5年平均仍低31%），并切换至2025年，将目标价上调至104.80元（原86.60元），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)	119.19
52周低位(人民币)	54.29
市值(百万人民币)	143,214.94
日均成交量(百万)	38.86
年初至今变化(%)	44.84
200天平均价(人民币)	74.20

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)	1.73	4.54	5.24	5.81	6.53
同比增长(%)	127.0	162.7	15.3	11.0	12.4
市盈率(倍)	52.4	20.0	17.3	15.6	13.9
每股账面净值(人民币)	8.98	13.32	17.51	22.16	27.39
市账率(倍)	10.09	6.80	5.17	4.09	3.31
股息率(%)	0.2	0.8	1.2	1.3	1.4

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。

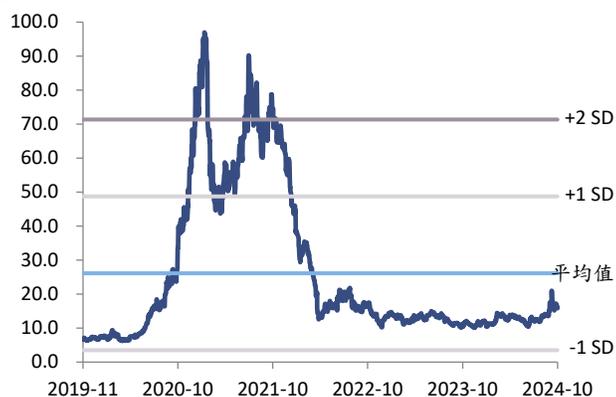
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	17,792.4	25,836.0	12,613.6	18,406.2	18,926.2	6.4	2.8
营业成本	-12,320.9	-17,102.5	-7,988.1	-12,976.1	-13,339.8	8.3	2.8
毛利	5,471.5	8,733.6	4,625.5	5,430.1	5,586.4	2.1	2.9
税金及附加	-80.3	-137.3	-82.6	-92.3	-112.0	39.5	21.3
销售费用	-731.7	-3,179.8	-1,118.4	-654.9	-1,004.0	37.2	53.3
管理费用	-224.2	-287.4	-226.5	-299.3	-287.0	28.0	-4.1
研发费用	-692.8	-705.4	-656.2	-830.0	-890.0	28.5	7.2
财务费用	-290.2	-39.1	-125.4	-62.7	-129.7	-55.3	106.9
其他收益	62.5	96.0	84.3	104.6	83.5	33.5	-20.2
投资收益	13.3	128.2	74.0	163.7	114.4	757.7	-30.1
资产减值损失	-142.0	-920.8	-116.1	-0.1	-195.5	37.7	NA
信用减值损失	-121.7	-524.0	33.9	-306.2	-129.3	6.2	-57.8
资产处置收益	-0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.2	105.5	-290.2
营业外收支	13.1	-13.3	0.8	-7.5	-11.3	-186.4	50.8
税前利润	3,318.9	3,128.7	2,494.7	3,453.8	3,078.2	-7.3	-10.9
所得税	-399.2	-851.5	-387.0	-514.9	-398.8	-0.1	-22.5
净利润	2,919.7	2,277.3	2,107.7	2,938.9	2,679.4	-8.2	-8.8
少数股东损益	-50.8	-60.7	-11.4	-76.2	-38.9	-23.3	-48.9
归母净利润	2,868.9	2,216.6	2,096.3	2,862.8	2,640.5	-8.0	-7.8
扣非归母净利润	2,793.2	2,140.5	2,083.4	2,799.0	2,497.9	-10.6	-10.8

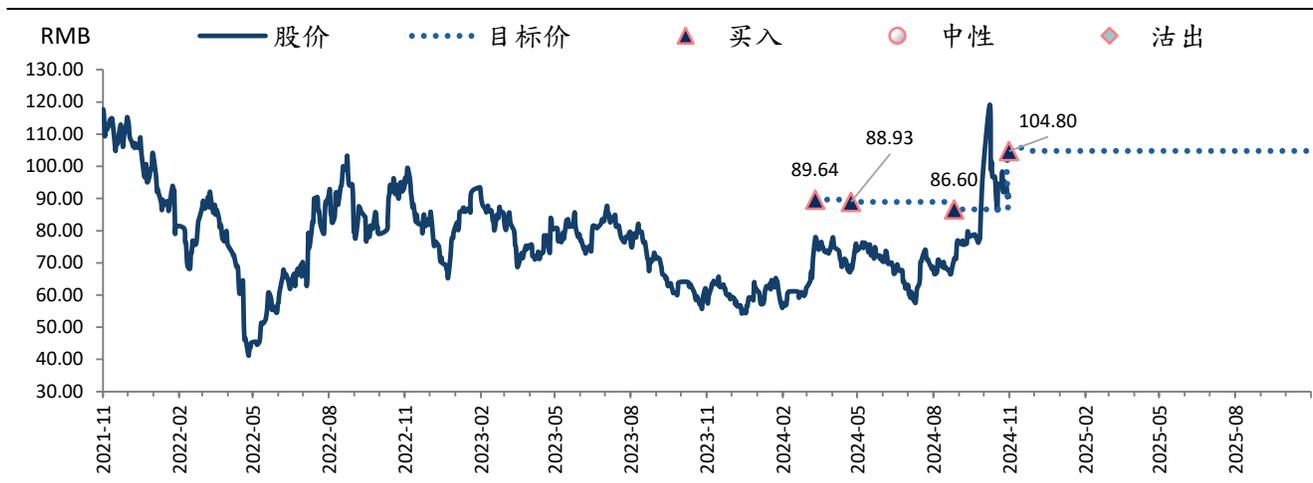
资料来源: 公司资料, 交银国际

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
916 HK	龙源电力	买入	6.91	8.60	24.5%	2024年10月31日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.70	25.02	33.8%	2024年10月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.90	2.37	24.7%	2024年10月21日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.34	4.56	36.5%	2024年08月23日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.24	1.92	-14.3%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	90.62	104.80	15.6%	2024年11月01日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	53.07	57.10	7.6%	2024年10月30日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.78	9.93	-7.9%	2024年08月30日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.72	1.77	2.9%	2024年10月28日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.38	3.80	-13.2%	2024年10月31日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	15.84	13.15	-17.0%	2024年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.99	4.09	2.5%	2024年08月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.88	1.02	15.9%	2024年09月20日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年10月31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	2,079	2,079	2,079
储备及其他资本项目	17,181	26,220	34,335	44,000	54,862
<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	1.728	4.540	5.236	5.811	6.530
全面摊薄每股收益	1.728	4.540	5.236	5.811	6.530
每股股息	0.157	0.689	1.047	1.162	1.306
每股账面值	8.977	13.325	17.513	22.162	27.386
<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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、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、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。