

加码美国光伏产能布局，储能订单储备充足

2023 年 11 月 01 日

事件：2023 年 10 月 30 日，公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现收入 391.19 亿元，同比+17.05%；实现归母净利润 28.4 亿元，同比+126.02%；实现扣非净利 25.65 亿元，同比+124.96%。

23Q3 公司实现收入 130.14 亿元，同比-4.32%，环比-8.82%；归母净利润 9.17 亿元，同比+14.57%，环比-8.69%；实现扣非净利 8.41 亿元，同比+21.58%，环比-10.73%。

光伏一体化程度持续提高，积极布局 N 型新技术。公司积极布局 N 型新技术，新增电池产能均采用 N 型 TOPCon 技术，包括扬州基地一期 14GW、泰国基地 8GW、宿迁基地二期 8GW TOPCon 电池项目等。此外，公司加大一体化布局，将在呼和浩特市建设光伏新能源全产业链项目，项目总体规划分为三期，将分期建设，其中项目一期为年产 30GW 单晶拉棒、80GW 坩埚、10GW 单晶切片、10GW 太阳能电池、5GW 光伏组件、5GW 相关配套产品项目，一期项目计划于 24 年内投产，将进一步提高公司一体化程度，增强公司竞争力。

加码美国产能布局，美国市场有望发力。依据公司全球战略发展和海外产能规划的需要，公司持续加大在美国的产能布局，发力美国市场。23 年 6 月，公司宣布在美国德克萨斯州梅斯基特建立年产能 5GW 的光伏组件生产基地，预计将在 2023 年底前后投产；23 年 10 月，公司进一步宣布在美国印第安纳州杰斐逊维尔市启动年产 5GW 高效 N 型电池片项目计划，项目总投资额约为 8.39 亿美元，预期将于 2025 年底投入生产，这将有助于增强公司在美国市场的竞争力，提高公司产品市占率。

储能业务在手订单充足，放量在即。公司大型储能业务的定位是系统集成商、项目承包商（EPC）、长期维护服务等增值服务商。公司积极拓展储能市场，在提升美国和欧洲等成熟市场的销售和服务能力的同时，将销售和服务网络扩展到日本、澳洲、南美等市场。截至 23 年 6 月 30 日，公司旗下储能子公司拥有约 26GWh 的储能系统订单储备，已签署合同的在手订单金额 21 亿美元；23 年 10 月，公司旗下储能子公司新签署 1GW 的直流电池储能解决方案供应合同，将为 DEPCOM Power 和 TEP 公司美国亚利桑那州的储能项目提供设备，充足的在手订单将为公司储能业务放量打下坚实基础。

投资建议：我们预计公司 23-25 年营收为 519.56/684.80/892.45 亿元，归母净利润为 37.80/45.95/62.51 亿元，对应 PE 为 13X/10X/8X，公司一体化产能持续扩张，出货量有望持续提升，储能系统业务也有望迎来放量，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	47,536	51,956	68,480	89,245
增长率 (%)	69.7	9.3	31.8	30.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,157	3,780	4,595	6,251
增长率 (%)	6065.4	75.3	21.6	36.0
每股收益 (元)	0.58	1.02	1.25	1.69
PE	22	13	10	8
PB	4.1	2.2	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
13.02 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.阿特斯 (688472.SH) 2023 年半年报点评：业绩超预期，光储双布局未来可期-2023/08/23

2.阿特斯 (688472.SH) 深度报告：重整山河，再造乾坤-2023/06/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	47,536	51,956	68,480	89,245
营业成本	42,114	44,091	59,257	77,159
营业税金及附加	112	156	205	268
销售费用	1,136	1,091	1,370	1,785
管理费用	1,120	1,455	1,849	2,320
研发费用	467	623	753	892
EBIT	2,858	5,040	5,730	7,713
财务费用	-264	273	262	271
资产减值损失	-475	-36	0	0
投资收益	-179	-223	0	0
营业利润	2,508	4,559	5,536	7,531
营业外收支	111	-5	0	0
利润总额	2,619	4,554	5,536	7,531
所得税	469	774	941	1,280
净利润	2,150	3,780	4,595	6,251
归属于母公司净利润	2,157	3,780	4,595	6,251
EBITDA	4,496	6,818	7,728	9,988

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,940	18,173	22,284	28,568
应收账款及票据	7,129	6,331	8,370	10,908
预付款项	1,570	1,764	2,370	3,086
存货	9,137	10,067	13,315	17,353
其他流动资产	2,911	3,379	3,994	4,767
流动资产合计	32,688	39,713	50,333	64,682
长期股权投资	295	435	485	535
固定资产	10,030	13,714	15,909	17,691
无形资产	574	534	494	454
非流动资产合计	15,612	19,771	22,993	26,028
资产合计	48,300	59,484	73,326	90,710
短期借款	5,273	6,439	6,439	6,439
应付账款及票据	16,391	15,875	20,924	27,269
其他流动负债	10,430	10,692	13,890	17,678
流动负债合计	32,095	33,006	41,253	51,386
长期借款	2,396	1,924	2,924	3,924
其他长期负债	2,072	2,408	2,408	2,408
非流动负债合计	4,468	4,333	5,333	6,333
负债合计	36,563	37,338	46,586	57,719
股本	3,066	3,688	3,688	3,688
少数股东权益	74	74	74	74
股东权益合计	11,737	22,146	26,741	32,992
负债和股东权益合计	48,300	59,484	73,326	90,710

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	69.71	9.30	31.80	30.32
EBIT 增长率	1050.60	76.35	13.69	34.61
净利润增长率	6065.37	75.26	21.56	36.03
盈利能力 (%)				
毛利率	11.41	15.14	13.47	13.54
净利润率	4.54	7.28	6.71	7.00
总资产收益率 ROA	4.47	6.35	6.27	6.89
净资产收益率 ROE	18.49	17.13	17.23	18.99
偿债能力				
流动比率	1.02	1.20	1.22	1.26
速动比率	0.64	0.80	0.80	0.83
现金比率	0.37	0.55	0.54	0.56
资产负债率 (%)	75.70	62.77	63.53	63.63
经营效率				
应收账款周转天数	35.44	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	67.59	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.15	0.96	1.03	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.58	1.02	1.25	1.69
每股净资产	3.16	5.98	7.23	8.93
每股经营现金流	1.54	1.38	2.35	2.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	22	13	10	8
PB	4.1	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.63	6.35	5.60	4.34
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,150	3,780	4,595	6,251
折旧和摊销	1,638	1,778	1,998	2,275
营运资金变动	1,039	-1,061	1,738	2,068
经营活动现金流	5,662	5,097	8,670	10,954
资本开支	-4,183	-5,753	-5,032	-5,111
投资	-108	-89	-100	-100
投资活动现金流	-4,019	-6,063	-5,152	-5,221
股权募资	8	6,628	0	0
债务募资	411	939	1,000	1,000
筹资活动现金流	-379	7,199	592	550
现金净流量	1,395	6,233	4,111	6,284

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026