

阳光电源 (300274)

2022 年业绩预告点评：非线性的增长

买入 (维持)

2023 年 01 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	24,137	39,416	70,398	96,627
同比	25%	63%	79%	37%
归属母公司净利润 (百万元)	1,583	3,505	6,566	8,730
同比	-19%	121%	87%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.07	2.36	4.42	5.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	100.97	45.60	24.34	18.31

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2022 年度业绩预告, 实现营收 390-420 亿元, 同增 62%~74%, 实现归母净利润 32~38 亿元, 同增 102%~140%。其中 2022Q4 实现营收 168~198 亿元, 同增 91%~126%, 环增 69%~99%, 实现归母净利润 11-17 亿元, 同增 1360%~2129%, 环比-2%~+50%, 大超市场预期, 主要是逆变器及储能出货量及盈利超预期。

■ **逆变器放量+IGBT 模块紧缺涨价, 出货盈利高增。**2022 年逆变器出货超 75gw, 同增 66%+, 其中 Q4 出货超 27gw, 我们预计确认 25GW, 同环增 63%/30%左右, 2022Q4 国内抢装, 国内占 50%左右, 但由于 IGBT 模块紧张而涨价, 综合毛利率维持 32%左右。2023 年 IGBT 模块持续紧张, 公司保供能力强, 我们预计逆变器业务量利双升, 2023 年出货 120-140GW, 同增 70%, 确认 9 成左右, 其中渠道出货 200 万台以上, 同增 150%。

■ **储能全面发力, 出货超市场预期, 2023 年继续量利双升。**2022 年储能出货超 7GWh, 同增 130%+, 其中户储 6-7 万套(0.6-0.7GWh), 2022Q4 出货 3.7GWh, 我们预计确认 3GWh, 中美市场放量, 且新签订单已传导成本上涨, 单位盈利保持稳定。2023 年中国和美国的大储市场爆发, IGBT 紧缺同样受益, 公司储能能量利双升。我们预计 2023 年大储出货 15GWh+ (确认 7 成), 同增 2 倍, 户储出货 30-40 万套, 同增 5-6 倍。

■ **组件降价增厚电站开发利润, 小业务逐步扭亏为盈。**2022 年电站集成贡献 100-120 亿收入, 因组件价格维持高位, 利润贡献较小。2023 年组件逐步降价, 超额利润部分会再分配给电站, 电站集成业务利润将明显修复。我们预计 2023 年收入 150-200 亿, 分布式电站开发 4GW 左右, 占主导。风电变流器 2023 年保持 30%以上市占率, 氢能保持 1.5 亿前瞻投资, 电控、水面光伏、智能运维等小业务有序开发。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于 2023 年公司享受地面光伏和大储爆发, 同时 IGBT 模块紧缺可提盈利, 我们上调盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 35.1/65.7/87.3 亿元 (前值 32.3/60.7/80.4 亿元), 同增 121%/87%/33%, 我们给予公司 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价 176.8 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	120.10
一年最低/最高价	56.01/149.00
市净率(倍)	10.44
流通 A 股市值(百万元)	135,574.59
总市值(百万元)	178,371.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.50
资产负债率(% ,LF)	67.36
总股本(百万股)	1,485.19
流通 A 股(百万股)	1,128.85

相关研究

《阳光电源(300274): 2022Q3 业绩点评: 逆变器出货高增, 储能爆发在即【勘误版】》

2022-10-27

《阳光电源(300274): 2022Q3 业绩点评: 逆变器出货高增, 储能爆发在即!》

2022-10-27

阳光电源三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	36,307	51,957	83,642	118,657	营业总收入	24,137	39,416	70,398	96,627
货币资金及交易性金融资产	11,603	16,576	21,613	28,306	营业成本(含金融类)	18,765	30,569	53,811	75,239
经营性应收款项	10,655	19,544	32,371	45,410	税金及附加	82	118	211	242
存货	10,768	11,872	21,902	34,373	销售费用	1,583	2,759	4,717	6,087
合同资产	1,364	1,405	3,346	4,500	管理费用	491	749	1,267	1,546
其他流动资产	1,917	2,561	4,410	6,068	研发费用	1,161	1,971	3,379	4,252
非流动资产	6,533	7,365	8,258	8,960	财务费用	283	-597	160	239
长期股权投资	115	235	305	355	加:其他收益	186	315	422	580
固定资产及使用权资产	4,590	5,427	6,264	6,896	投资净收益	355	130	211	290
在建工程	424	250	183	155	公允价值变动	66	-200	50	60
无形资产	174	208	247	283	减值损失	-481	-170	-180	-160
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	47	70	77
长期待摊费用	24	20	23	19	营业利润	1,898	3,969	7,426	9,870
其他非流动资产	1,205	1,225	1,236	1,251	营业外净收支	-5	4	18	28
资产总计	42,840	59,321	91,900	127,617	利润总额	1,893	3,974	7,444	9,898
流动负债	23,507	36,303	62,071	88,770	减:所得税	189	397	744	990
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,730	2,930	4,230	6,190	净利润	1,704	3,576	6,700	8,908
经营性应付款项	17,765	27,219	47,571	68,245	减:少数股东损益	121	72	134	178
合同负债	1,714	2,843	5,004	6,997	归属母公司净利润	1,583	3,505	6,566	8,730
其他流动负债	2,299	3,311	5,266	7,338	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	2.36	4.42	5.88
非流动负债	2,629	2,739	2,849	2,959	EBIT	1,796	3,250	7,013	9,262
长期借款	1,891	2,001	2,111	2,221	EBITDA	2,144	3,716	7,567	9,883
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.25	22.44	23.56	22.13
租赁负债	284	284	284	284	归母净利率(%)	6.56	8.89	9.33	9.03
其他非流动负债	454	454	454	454	收入增长率(%)	25.15	63.30	78.60	37.26
负债合计	26,136	39,042	64,920	91,729	归母净利润增长率(%)	-19.01	121.43	87.35	32.96
归属母公司股东权益	15,655	19,160	25,726	34,455					
少数股东权益	1,049	1,120	1,254	1,432					
所有者权益合计	16,704	20,280	26,980	35,888					
负债和股东权益	42,840	59,321	91,900	127,617					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,639	5,125	4,946	5,809	每股净资产(元)	10.54	12.90	17.32	23.20
投资活动现金流	-3,713	-2,117	-1,748	-1,529	最新发行在外股份(百万股)	1,485	1,485	1,485	1,485
筹资活动现金流	5,179	1,165	1,190	1,753	ROIC(%)	9.61	12.69	21.36	21.32
现金净增加额	-193	4,173	4,388	6,033	ROE-摊薄(%)	10.11	18.29	25.52	25.34
折旧和摊销	348	467	555	622	资产负债率(%)	61.01	65.81	70.64	71.88
资本开支	-1,653	-1,102	-1,264	-1,148	P/E(现价&最新股本摊薄)	100.97	45.60	24.34	18.31
营运资本变动	-3,231	380	-2,465	-4,157	P/B(现价)	10.21	8.34	6.21	4.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

