

证券研究报告

2024年09月29日

行业报告：行业专题研究

电力设备

阿特斯：全球化基因深耕光储高盈利市场

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

核心观点：阿特斯凭借全球化的基因在光伏端-量和盈利之间综合平衡，以利润为先，优先高盈利市场（美洲），同时作为海外大储先行者，实现EPC+系统+运维的一站式差异化服务，实现光储互补，多业绩驱动成长。

光伏：美国本土电池+组件产能充分受益

截至24年7月光伏各环节亏损的形势下，公司光伏业务主要在价格和出货量之间做综合平衡，放弃部分亏损订单，主动减少部分光伏产品出货量，以利润为优先，保持公司的运营稳定和财务健康。

同时充分利用公司的国际化能力和全球品牌美誉度等优势，在全球范围内挖掘高毛利订单，实现盈利。

- ✓ 海外销售区域来看，19-23年美洲均为第一大市场（占比40%+，23年已经达到48%），24H1美国市场销售规模增长迅猛，出货量较上年同期增加110%，环比增加69%。
- ✓ 盈利端：23年美洲、欧洲、亚洲（除中国以外其他地区）、其他四大地区组件及系统产品毛利率分别为24%、10%、12%、18%，美洲毛利率最高。

在美国电池产能紧缺且对进口电池设置关税的情况下，公司根据全球战略发展和海外产能规划需要，在美国德克萨斯州梅斯基特和印第安纳州杰斐逊维尔市分别建立了5GWN型新技术光伏组件工厂和5GW高效N型电池片项目，是头部光伏企业中的领跑者。

- ✓ 美国组件工厂在2023年已经正式投产，并于2024年一季度开始交付210尺寸产品。
- ✓ 美国电池工厂目前正在施工和机电部分设计，预计2025年内投产，将进一步巩固公司在高价格、高利润市场的领先地位。

储能：EPC+系统+运维的一站式差异化服务

海外的大型储能系统集成项目除设备交付外，还涉及项目承包、项目性能保证和可融资性要求、运行维护和补容、以及基于储能电量和辅助服务交易的资产优化所需的全套能力，市场准入门槛较高。公司基于其海外储能市场中的竞争优势，实现EPC+系统+运维的一站式差异化服务。

产品端-提供交流侧一体化解决方案：除了直流系统产品的研发和生产，阿特斯内部有PCS研发团队、系统集成研发中心、EMS和电力交易研发中心，有利于公司大储业务在应用端和服务端取得更多差异化优势。同时，通过提供整体解决方案和长期服务，提升客户粘性，与越来越多的客户实现共赢；

交付端-国际化程度高，海外落地和交付能力强：公司海外储能业务的销售总部在加拿大，同时在苏州设有储能研发中心，在美国、加拿大、英国、巴西、澳大利亚、日本和印度等设有储能销售和售后机构，具有在全球所有市场提供EPC和长期维护服务的能力，有效支撑项目的交付落地。

公司前期大量的储能项目储备和已签署的储能合同订单，于今年开始大规模交付。**在发布半年报时将2024年全年大储产品的出货量上调至6.5-7.0GWh，相比2023年增长500%以上。**

同时户储端：公司已在北美，欧洲，日本等主要户用储能活跃区域布局经销网络，同步配合电力电子等新业务领域辅助，积极拓宽应用边界、创造价值多元化，着手打造第三个、甚至更多个利润来源点。

风险提示：下游需求不及预期；国际贸易环境影响；竞争加剧风险；测算具有一定主观性，仅供参考。

光伏：
美国本土电池+组件产能充分受益

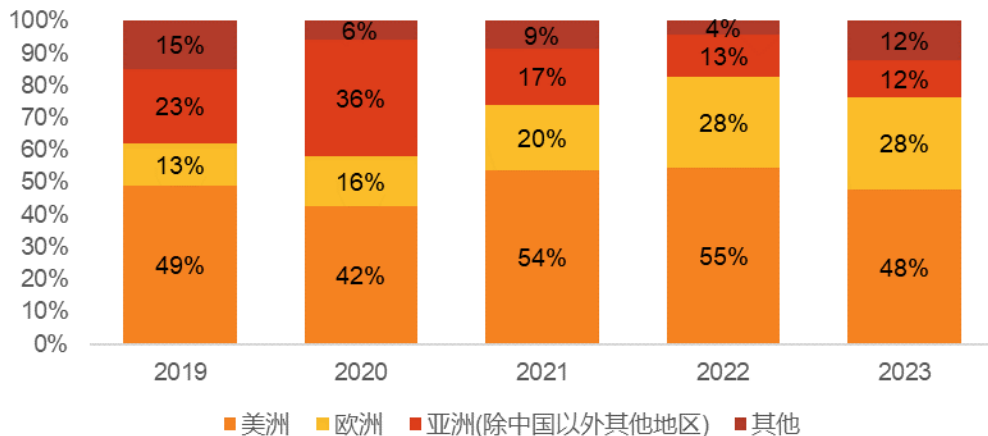
光伏：在量和盈利之间综合平衡，以利润为先，优先高盈利市场（美洲）

- 由于光伏产业链的供需错配和竞争加剧的背景下，截至24年7月初光伏产业链如多晶硅、硅片、电池和组件四大环节均处于亏损状态。当前形势下，公司光伏业务主要在价格和出货量之间做综合平衡，放弃部分亏损订单，主动减少部分光伏产品出货量，以利润为优先，保持公司的运营稳定和财务健康。
- 同时充分利用公司的国际化能力和全球品牌美誉度等优势，在全球范围内挖掘高毛利订单，实现盈利，海外销售收入占比长期维持在高水平，截至23年客户覆盖全球逾160多个国家和地区。
- ✓ 海外销售区域来看，19-23年美洲均为第一大市场（占比40%+，23年已经达到48%），24H1美国市场销售规模增长迅猛，出货量较上年同期增加110%，环比增加69%。
- ✓ 盈利端：23年美洲、欧洲、亚洲（除中国以外其他地区）、其他四大地区组件及系统产品毛利率分别为24%、10%、12%、18%，美洲毛利率最高。

图：公司全球销售网络



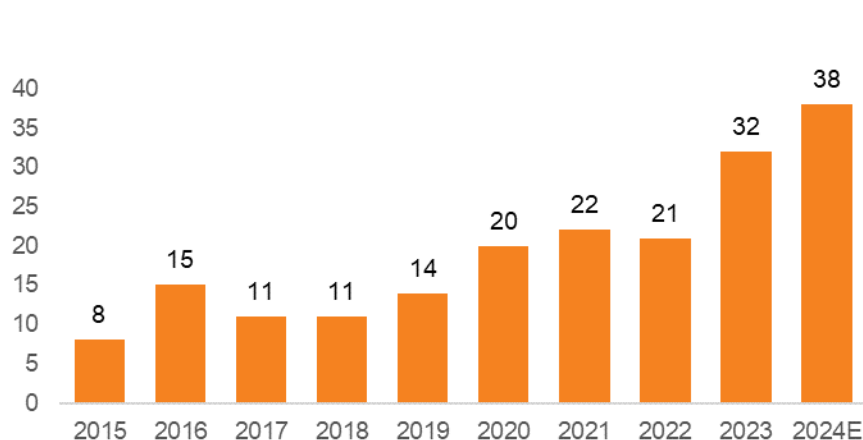
图：公司海外销售区域收入占比



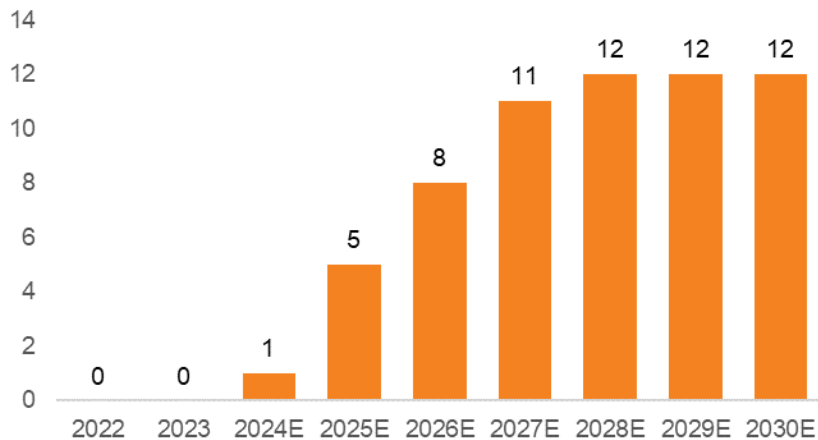
美国高盈利市场：光伏装机快速增长VS本土电池扩产较慢 → 产能紧缺

- 在高用电需求预期下，美国对光伏装机存在刚性需求。同时，24年6月结束的东南亚关税豁免期将对美国组件供应作有效支撑，叠加ITC额外补贴申领资格及流程逐步简化清晰，有望带动美国24年光伏新增装机维持高位（Wood Mackenzie预计40GW）。
- 根据CEA的数据，24年美国电池产能仅1GW，预计27年产能有望达到11GW，28-30年电池产能将停滞在12GW，主要系美国IRA补贴从30年开始退坡，多数工厂预计在27年完成扩产。**电池供给缺口较大。**
- 近期，拜登总统发布公告，将进口太阳能电池的201条款关税配额（TRQ）从每年5GW提高到12.5GW。关税配额上调至12.5GW适用于2024年8月1日或之后进口的电池，间接证明美国光伏电池产能紧缺。

图：美国光伏装机及预测（GW）



图：美国本土电池产能预测（GW）



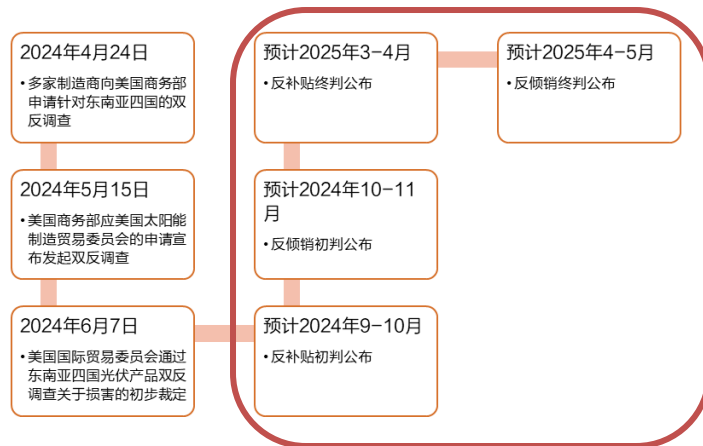
美国高盈利市场：针对进口光伏电池设置多种关税以保护本土制造业

- 虽然美国本土电池产能紧缺，但为了保护本土制造业，美国政府针对进口的光伏电池设置了多重关税。
- **201税（已存在）**：2018年1月23日起，美国政府开始针对进口光伏电池、组件征收201关税，旨在保护本土光伏制造业，**现行201税率为14.25%**。
- ✓ 少数豁免201关税的国家（被美国政府视为“GSP-Eligible” developing nations）主要包含缅甸、印尼等，而尽管菲律宾和泰国符合条件，但不能豁免201关税。
- **东南亚双反税（可能存在）**：2024年4月多家美国光伏厂商向美国商务部以及美国国际贸易委员会递交请愿书，旨在要求对**进口自柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的晶硅光伏电池和组件进行反倾销/反补贴调查**。预计9-10月、10-11月陆续出反补贴及反倾销的初裁结果。
- ✓ 根据美国商务部列示的倾销率，柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四国分别为125.37%、81.22%、70.36%、271.28%，均为较高水平。

表：美国现行201关税税率

现行201税率	
时间	电池&组件税率
2022.2.7-2023.2.6	14.75%
2023.2.7-2024.2.6	14.50%
2024.2.7-2025.2.6	14.25%
2025.2.7-2026.2.6	14%

图：东南亚四国双反税时间轴



阿特斯美国本土建设电池、组件厂充分受益

- 在美国电池产能紧缺且对进口电池设置关税的情况下，公司根据全球战略发展和海外产能规划需要，在美国德克萨斯州梅斯基特和印第安纳州杰斐逊维尔市分别建立了5GWN型新技术光伏组件工厂和5GW高效N型电池片项目，是头部光伏企业中的领跑者。
- ✓ 美国组件工厂在2023年已经正式投产，并于2024年一季度开始交付210尺寸产品。
- ✓ 美国电池工厂目前正在进行土建部分的施工和机电部分设计，预计2025年内投产，将进一步巩固公司在高价格、高利润市场的领先地位。

储能：
EPC+系统+运维的一站式差异化服务

阿特斯：海外大储先行者，实现EPC+系统+运维的一站式差异化服务

- 公司作为海外大型储能市场的先行者，具有先发优势。早在2018年，公司在加拿大交付了4MWh的储能系统。2019年，公司从破产重整的美国Princeton PowerInc接收了能力领先的储能技术和项目实施团队，并围绕该团队建设了储能项目技术方案、业务开发、投标报价、项目实施和运维能力。
- 海外的大型储能系统集成项目除设备交付外，还涉及项目承包、项目性能保证和可融资性要求、运行维护和补容、以及基于储能电量和辅助服务交易的资产优化所需的全套能力，市场准入门槛较高。**公司基于其海外储能市场中的竞争优势，实现EPC+系统+运维的一站式差异化服务。**
- ✓ **产品端-提供交流侧一体化解决方案：**除了直流系统产品的研发和生产，阿特斯内部有PCS研发团队、系统集成研发中心、EMS和电力交易研发中心，有利于公司大储业务在应用端和服务端取得更多差异化优势。同时，通过提供整体解决方案和长期服务，提升客户粘性，与越来越多的客户实现共赢；
- ✓ **交付端-国际化程度高，海外落地和交付能力强：**公司海外储能业务的销售总部在加拿大，同时在苏州设有储能研发中心，在美国、加拿大、英国、巴西、澳大利亚、日本和印度等设有储能销售和售后机构，具有在全球所有市场提供EPC和长期维护服务的能力，有效支撑项目的交付落地。

储能业务迎来放量，第二主业增长曲线确立

- 公司前期大量的储能项目储备和已签署的储能合同订单，有望于今年开始大规模交付。
- ✓ 24Q1大储出货量已基本与2023年全年持平，Q2环比保持50%以上的增长，同时在发布半年报时将2024年全年大储产品的出货量预期上调至6.5-7.0GWh，相比2023年增长500%以上。
- 截止24Q2末公司拥有约66GWh的储能系统订单储备，包括签约长期服务协议在内，已签署合同的在手订单金额26亿美元。
- ✓ 销售渠道端-光储协同，作为深耕光伏行业23年的全球光伏头部企业，有完善的全球化客户渠道和服务网络；
- ✓ 成本端-兼具上游大制造的成本控制的和供应链管理的能力：与海外的大型储能系统集成商相比，公司更接近供应链，具有大制造和成本控制能力优势。

户储：第三增长曲线，带来新的利润增长点

- 公司已在北美，欧洲，日本等主要户用储能活跃区域布局经销网络，同步配合电力电子等新业务领域辅助，积极拓宽应用边界、创造价值多元化，着手打造第三个、甚至更多个利润来源点。
- 2024年6月，公司与美国最大的住宅地产开发商霍顿房屋（D.R. Horton）达成协议，将为美国加利福尼亚州的社区提供太阳能和储能产品，包括阿特斯高效太阳能光伏组件和户用储能系统——EP Cube。

风险提示

- **下游需求不及预期：**若终端装机需求不及预期，行业整体利润将受到影响；
- **国际贸易环境影响：**电池产能紧缺带来的投资机会主要是出口，国际贸易环境影响使其出海进度存在不确定性；
- **竞争加剧风险：**行业参与者增加可能会带来竞争加剧风险；
- **测算具有一定主观性，仅供参考：**本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS