阳光电源（300274）点评

定增预案全面扩产，逆变器+储能双 TOP1

买入（维持）

2021 年 2 月 3 日

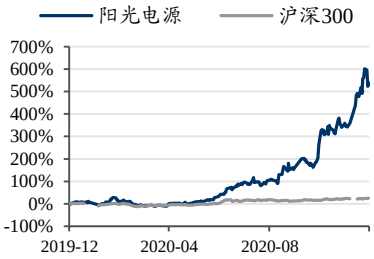
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	21,572	28,489	34,680
同比（%）	25.4%	65.9%	32.1%	21.7%
归母净利润（百万元）	893	1934	3257	4237
同比（%）	10.2%	116.7%	68.4%	30.1%
每股收益（元/股）	0.61	1.33	2.24	2.91
P/E（倍）	160.64	74.13	44.02	33.84

投资要点

- **事件：**2 月 2 日晚，公司发布定增预案，拟向不超过 35 名特定对象发行 A 股，发行数量不超过 4.37 亿股股份，募集资金总额不超过 41.56 亿元，募集资金用于年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目（总投资 24.52 亿元，内部收益率 36.30%，投资回收期 5.45 年）、研发创新中心扩建项目（总投资 6.50 亿元）、全球营销服务体系建设项目（总投资 4.98 亿元）以及补充流动资金 6 亿等。
- **定增扩产保障出货，龙头地位强化。**公司拟三年内建设年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目，其中新增 70GW 光伏逆变设备、15GW 风电变流器、15GW 储能变流器产能。公司本次扩产意义在于：1）解决产能瓶颈问题：公司 20 年光伏逆变器出货 35GW，风电逆变器出货 10GW+，现有产能瓶颈明显，21 年光伏逆变器出货预计 50GW+，定增扩产保障出货高增长。2）强化龙头地位：公司 20 年出货 35GW，按全球装机 143GW 测算，公司市占率在 24%，同比提升 10+pct，位列全球 TOP1，本次扩产增强规模效应，降本同时扩大市场份额，强化公司行业龙头地位。
- **研发能力强化，海外销售渠道加速渗透。**本次定增新建研发创新中心以及全球营销服务体系建设项目，意义在于：1）加强核心竞争力：逆变器产品需不断根据下游需求调整产品策略，产品需及时响应更新换代，新建研发中心引进先进研发设备，吸引行业高端研发人才，为公司的新产品开发、技术升级提供有力保障，保持技术龙头核心地位。2）加速海外渠道拓展：全球逆变器市场 65%+在海外，盈利能力是国内两倍不止，加强海外渠道建设重要性凸显。目前公司所生产的逆变器已批量销往德国、意大利、澳大利亚、美国、日本、印度等 120 多个国家和地区，20 年海外出货约 23-24GW，占比 2/3。本次建设全球营销中心，有利于加快渠道建设，全球各国加速渗透，强化公司海外出货能力。
- **储能厚积薄发，高增长亮眼：**短期看，行业 21 年储能龙头订单量普遍大增，累计在手订单量甚至同比翻番。长期看，随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，预计储能行业未来三年将持续高速增长。公司阳光储能系统装机已连续四年稳居全国第一，本次定增扩产储能逆变器，表明公司对储能前景的看好与发展的坚定决心，作为业内储能龙头将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：19.34、32.57、42.37 亿元，同比 116.7%、68.4%、30.1%，对应 EPS 为 1.33、2.24、2.91 元，目标价 123.20 元，对应 21 年 55 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	98.40
一年最低/最高价	10.12/104.80
市净率(倍)	14.77
流通 A 股市值(百万元)	106,893.89

基础数据

每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	61.84
总股本(百万股)	1456.94
流通 A 股(百万股)	1086.32

相关研究

1、《阳光电源（300274）20 年业绩预告点评：业绩符合预期，市占率大幅提升，龙一地位稳固》2021-01-26
2、《阳光电源（300274）点评：股权激励上马，逆变+储能龙头提速》2020-12-31
3、《阳光电源（300274）三季报点评：Q3 业绩大超市场预期，逆变、变流、储能等全面爆发》2020-10-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：2 月 2 日晚，公司发布定增预案，拟向不超过 35 名特定对象发行 A 股，发行数量不超过 4.37 亿股股份，募集资金总额不超过 41.56 亿元，募集资金用于年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目（总投资 24.52 亿元，内部收益率 36.30%，投资回收期 5.45 年）、研发创新中心扩建项目（总投资 6.50 亿元）、全球营销服务体系建设项目（总投资 4.98 亿元）以及补充流动资金 6 亿等。

表 1：募集资金投入项目

序号	项目名称	投资规模	募集资金投入
1	年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目	245,187.00	241,787.00
2	研发创新中心扩建项目	64,970.00	63,970.00
3	全球营销服务体系建设项目	49,835.00	49,835.00
4	补充流动资金项目	60,000.00	60,000.00
合计		**419,992.00**	**415,592.00**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

定增扩产保障出货，龙头地位强化。公司拟三年内建设年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目，其中新增 70GW 光伏逆变设备、15GW 风电变流器、15GW 储能变流器产能。公司本次扩产意义在于：**1）解决产能瓶颈问题：**公司 20 年光伏逆变器出货 35GW，风电逆变器出货 10GW+，现有产能瓶颈明显，21 年光伏逆变器出货预计 50GW+，定增扩产保障出货高增长。**2）强化龙头地位：**公司 20 年出货 35GW，按全球装机 143GW 测算，公司市占率在 24%，同比提升 10+pct，位列全球 TOP1，本次扩产增强规模效应，降本同时扩大市场份额，强化公司行业龙头地位。

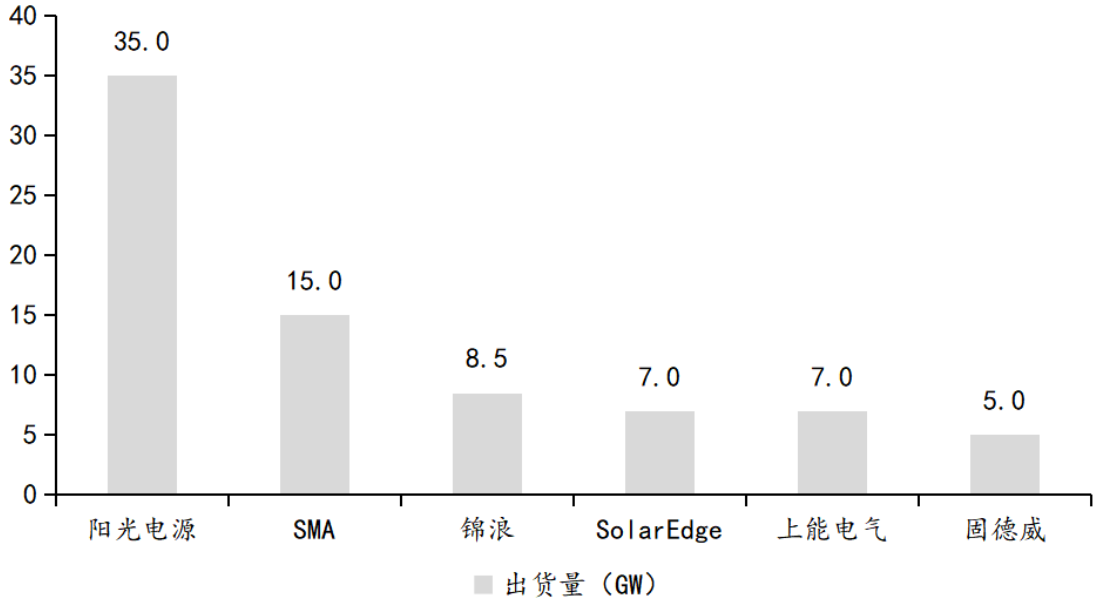
图 1：公司产能建设预测（GW）

	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
光伏	18.5	21.5	23	43.5	66.5	90
产业园一期	18	20	20	30	40	50
产业园二期				10	20	30
印度工厂	0.5	1.5	3	3	5	5
东南亚工厂				0.5	1.5	5
储能	3	3	5	10	15	20
风电	7	8	10	13	20	25
合计	28.5	32.5	38	66.5	101.5	135

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

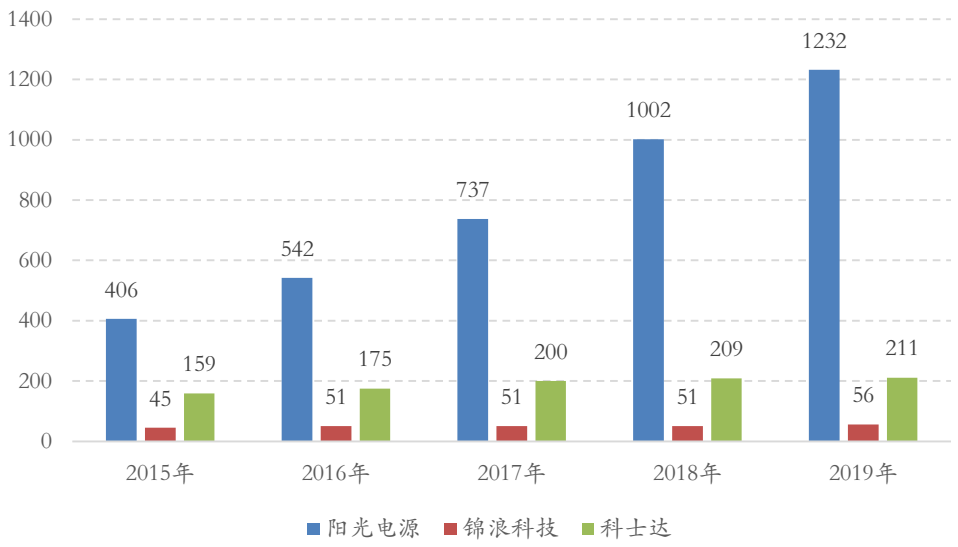
图 2：2020 年全球逆变器龙头出货量（预计）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

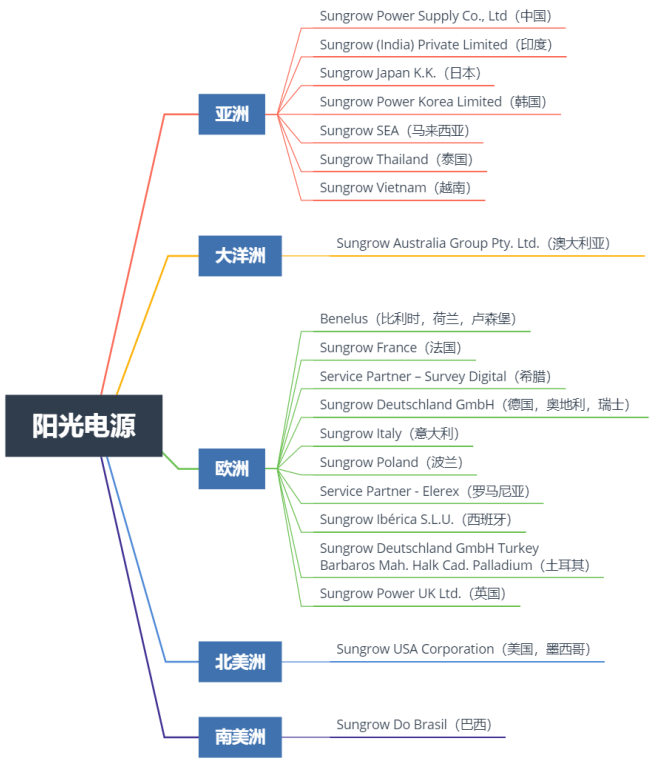
研发能力强化，海外销售渠道加速渗透。本次定增新建研发创新中心以及全球营销服务体系建设项目，意义在于：**1）加强核心竞争力：**逆变器产品需不断根据下游需求调整产品策略，产品需及时响应更新换代，新建研发中心引进先进研发设备，吸引行业高端研发人才，为公司的新产品开发、技术升级提供有力保障，保持技术龙头核心地位。**2）加速海外渠道拓展：**全球逆变器市场 65%+在海外，盈利能力是国内两倍不止，加强海外渠道建设重要性凸显。目前公司所生产的逆变器已批量销往德国、意大利、澳大利亚、美国、日本、印度等 120 多个国家和地区，20 年海外出货约 23-24GW，占比 2/3。本次建设全球营销中心，有利于加快渠道建设，全球各国加速渗透，强化公司海外出货能力。

图 3：公司专利数量遥遥领先



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

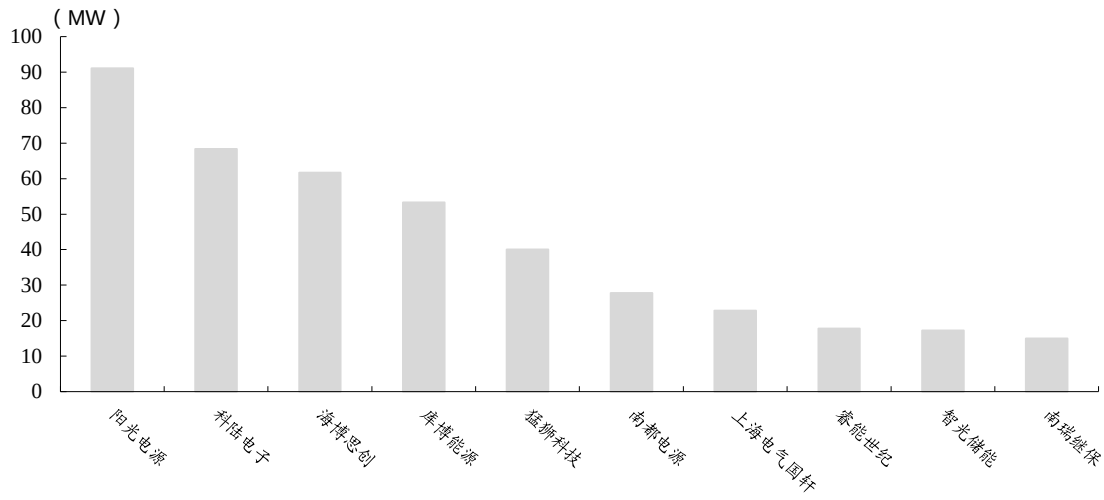
图 4：公司海外子公司布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

储能厚积薄发，高增长亮眼：短期看，行业 21 年储能龙头订单量普遍大增，累计在手订单量甚至同比翻番。长期看，随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，预计储能行业未来三年将持续高速增长。公司阳光储能系统装机已连续四年稳居全国第一，本次定增扩产储能逆变器，表明公司对储能前景的看好与发展的坚定决心，作为业内储能龙头将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。

图 5：2019 年中国新增投运储能项目储能系统集成商排名



数据来源：CNESA，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：19.34、32.57、42.37 亿元，同比 116.7%、68.4%、30.1%，对应 EPS 为 1.33、2.24、2.91 元，目标价 123.20 元，对应 21 年 55 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

阳光电源三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**18429.3**	**25520.9**	**33270.3**	**39425.1**
现金	4457.0	4929.7	7020.2	7870.1
应收账款	7924.2	11820.5	15610.3	19002.7
存货	3339.4	5144.6	6385.5	7694.8
其他流动资产	2708.8	3626.0	4254.3	4857.5
非流动资产	**4389.8**	**5122.3**	**5683.6**	**6230.7**
长期股权投资	170.3	216.9	263.5	310.1
固定资产	2958.4	3647.8	4166.2	4670.3
在建工程				
无形资产	108.1	104.5	100.9	97.3
其他非流动资产	1153.0	1153.0	1153.0	1153.0
资产总计	**22819.1**	**30643.2**	**38953.9**	**45655.8**
流动负债	**12192.9**	**18498.1**	**24267.8**	**27172.0**
短期借款	516.0	120.0	452.8	362.9
应付账款	9338.1	14762.9	19156.6	20985.9
其他流动负债	2338.8	3615.2	4658.4	5823.2
非流动负债	**1871.4**	**1896.4**	**1921.4**	**2446.4**
长期借款	1596.0	1596.0	1596.0	1596.0
其他非流动负债	275.4	300.4	325.4	850.4
负债合计	**14064.3**	**20394.5**	**26189.2**	**29618.4**
少数股东权益	160.6	184.8	225.4	278.3
归属母公司股东权益	8594.2	10064.0	12539.2	15759.0
负债和股东权益	**22819.1**	**30643.2**	**38953.9**	**45655.8**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2480.4	2136.5	3358.9	2299.7
投资活动现金流	-1604.5	-803.6	-819.6	-843.1
筹资活动现金流	-20.2	-860.2	-448.9	-606.6
现金净增加额	864.4	472.8	2090.5	849.9
折旧和摊销	219.8	175.4	208.3	246.0
资本开支	-561.9	-757.0	-773.1	-796.5
营运资本变动	2012.4	-97.0	-196.9	-2285.9

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13003.3**	**21572.5**	**28488.8**	**34680.0**
减:营业成本	9906.8	16328.6	21188.4	25532.8
营业税金及附加	46.5	64.7	85.5	104.0
营业费用	918.4	1402.2	1709.3	2080.8
管理费用	358.2	1578.4	1883.9	2275.1
财务费用	7.9	-34.3	-74.6	-99.0
资产减值损失				
加:投资净收益	22.5	20.0	12.0	13.8
其他收益	-740.0	-31.7	39.1	57.6
营业利润	**1047.8**	**2221.1**	**3747.4**	**4857.7**
加:营业外净收支	-16.1	10.0	10.0	30.0
利润总额	**1031.7**	**2231.1**	**3757.4**	**4887.7**
减:所得税费用	120.2	267.7	450.9	586.5
少数股东损益	19.0	29.5	49.6	64.5
归属母公司净利润	**892.6**	**1933.9**	**3256.9**	**4236.6**
EBIT	1828.7	2266.8	3710.8	4794.8
EBITDA	2048.5	2442.3	3919.1	5040.8

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.61	1.33	2.24	2.91
每股净资产(元)	5.90	6.91	8.61	10.82
发行在外股份(百万股)	1457.1	1456.9	1456.9	1456.9
ROIC(%)	16.8%	22.0%	36.6%	38.6%
ROE(%)	10.4%	19.2%	26.0%	26.9%
毛利率(%)	23.8%	24.3%	25.6%	26.4%
销售净利率(%)	6.9%	9.0%	11.4%	12.2%
资产负债率(%)	61.6%	66.6%	67.2%	64.9%
收入增长率(%)	25.4%	65.9%	32.1%	21.7%
净利润增长率(%)	10.2%	116.7%	68.4%	30.1%
P/E	160.64	74.13	44.02	33.84
P/B	16.68	14.25	11.43	9.10
EV/EBITDA	76.86	67.06	43.27	34.32

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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