阳光电源(300274)

公司研究/点评报告

逆变器龙头地位稳固，储能业务加速成长

—阳光电源 2020 年业绩预告点评

点评报告/电力设备与新能源行业　　2021 年 1 月 27 日

一、事件概述

1 月 25 日，公司发布业绩预告，预计 2020 年营收 190-200 亿元，同比增长 46%-54%；归母净利润 18.5-20.5 亿元，同比增长 107%-130%。

二、分析与判断

➢ 光伏逆变器量利齐升，龙头地位稳固

2020 年国内光伏装机约 48.2GW，预计全球有望实现装机 120GW 以上。受益于下半年装机持续回暖，终端需求旺盛，公司产品供不应求，预计 2020 年出货 30GW 以上，同比增长约 85%。另一方面，受益于海外渠道建设不断完善，美国市场份额稳居前列，欧洲、南亚市场多点开花，叠加组串式占比持续提升，出货结构持续优化带动盈利向上，预计逆变器平均毛利率近 35%。随着阳光产业园二期开建及印度工厂扩产，预计今年下半年产能有望达到 50GW，叠加 2021 年为需求确定性大年，业绩有望维持高速增长。

➢ 经济性拐点临近，储能业务发展进入快车道

随着强制性配套政策落地，以及部分省市陆续出台地方性补贴政策，叠加经济性拐点临近，储能商业模式逐渐清晰，新增装机持续高增。储能变流器与光伏逆变器结构与功能高度相似，公司作为光伏逆变器龙头，具有明显的产品及渠道优势，未来有望复制光伏逆变器的格局。我们预计公司 2020 年储能逆变器收入在 10 亿以上，同比增长超 85%，2021 年有望实现收入翻番。

➢ 子公司实施股权激励，EPC 业务有望稳健发展

公司 12 月 30 日发布公告，EPC 子公司拟通过增资扩股的方式实施股权激励，激励对象为部分董事、高管及核心技术（业务）人员，本次股权激励出资金额 5.70 亿元，占总股本的 23%，其中核心高管合计出资金额 17.79 亿元，占总股本的 7.25%。本次股权激励有望进一步推动 EPC 业务稳健发展、做强做优。

三、投资建议

根据公司业绩预告，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 19.83、29.44、39.77 亿元（此前预测为 19.56、26.93、34.90 亿），同比增长 122.2%、48.5%、35.1%，EPS 为 1.36、2.02、2.73 元，对应估值 70、47、35 倍 PE，可比公司固德威、锦浪科技 2021 年平均估值为 63 倍，考虑到公司的行业龙头地位，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，光伏行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	19,816	27,213	35,158
增长率（%）	25.4%	52.4%	37.3%	29.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	893	1,983	2,944	3,977
增长率（%）	10.2%	122.2%	48.5%	35.1%
每股收益（元）	0.61	1.36	2.02	2.73
PE（现价）	156.7	70.2	47.3	35.0
PB	16.2	13.3	10.5	8.1

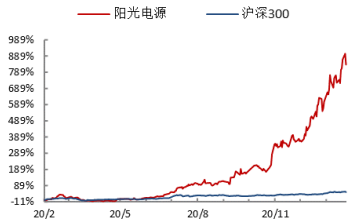
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推　荐　　维持评级

当前价格：　95.58

交易数据	2021-01-26
近 12 个月最高/最低(元)	102.5/9.94
总股本（百万股）	1456.94
流通股本（百万股）	1086.32
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	2374.86
流通市值（亿元）	2372.05

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

相关研究

1. 阳光电源（300274）2020 三季报点评：业绩超预期，海外逆变器销量大增

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,003	19,816	27,213	35,158
营业成本	9,907	14,872	20,114	25,770
营业税金及附加	47	59	82	105
销售费用	918	1,189	1,633	2,110
管理费用	349	476	653	844
研发费用	636	971	1,333	1,723
EBIT	1,146	2,249	3,398	4,607
财务费用	8	30	35	48
资产减值损失	(29)	(30)	(30)	(30)
投资收益	22	80	50	50
营业利润	1,048	2,299	3,413	4,610
营业外收支	(16)	0	0	0
利润总额	1,032	2,299	3,413	4,610
所得税	120	268	398	537
净利润	912	2,031	3,015	4,073
归属于母公司净利润	893	1,983	2,944	3,977
EBITDA	1,372	2,517	3,719	4,975

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4457	13381	9558	12041
应收账款及票据	7365	10899	14967	19337
预付款项	260	387	523	670
存货	3403	4951	6436	8882
其他流动资产	270	270	270	270
流动资产合计	18429	32639	34876	46045
长期股权投资	170	262	312	362
固定资产	2936	3636	4286	4836
无形资产	108	99	92	84
非流动资产合计	4390	5727	6406	6839
资产合计	22819	38366	41283	52884
短期借款	333	7161	0	0
应付账款及票据	9338	13980	18908	24223
其他流动负债	138	138	138	138
流动负债合计	12193	24811	23814	30459
长期借款	1596	2596	3596	4596
其他长期负债	218	218	218	218
非流动负债合计	1871	2871	3871	4871
负债合计	14064	27682	27686	35331
股本	1457	1457	1457	1457
少数股东权益	161	208	279	375
股东权益合计	8755	10684	13597	17553
负债和股东权益合计	22819	38366	41283	52884

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.4%	52.4%	37.3%	29.2%
EBIT 增长率	7.4%	96.2%	51.1%	35.6%
净利润增长率	10.2%	122.2%	48.5%	35.1%
盈利能力				
毛利率	23.8%	24.9%	26.1%	26.7%
净利润率	6.9%	10.0%	10.8%	11.3%
总资产收益率 ROA	3.9%	5.2%	7.1%	7.5%
净资产收益率 ROE	10.4%	18.9%	22.1%	23.2%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
现金比率	0.5	0.6	0.5	0.4
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	179.7	150.0	140.0	135.0
存货周转天数	106.5	100.0	100.0	105.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.6	1.4	2.0	2.7
每股净资产	5.9	7.2	9.1	11.8
每股经营现金流	1.6	1.6	2.6	2.3
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	156.7	70.2	47.3	35.0
PB	16.2	13.3	10.5	8.1
EV/EBITDA	68.2	38.9	26.4	19.7
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	912	2,031	3,015	4,073
折旧和摊销	255	118	171	218
营运资金变动	1,011	(38)	273	(1,155)
经营活动现金流	2,305	2,307	3,738	3,331
资本开支	682	801	950	750
投资	(942)	(32)	0	0
投资活动现金流	(1,605)	(833)	(950)	(750)
股权募资	40	0	0	0
债务募资	132	1,000	1,000	250
筹资活动现金流	(20)	7,451	(6,592)	(112)
现金净流量	680	8,924	(3,805)	2,469

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。