阳光电源(300274)

公司研究/点评报告

业绩超预期，海外逆变器销量大增

—阳光电源 2020 年三季报点评

点评报告/电力设备与新能源行业　　2020 年 11 月 2 日

一、事件概述

10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 119.09 亿元，同比增长 65.77%；归母净利润 11.95 亿元，同比增长 115.61%；扣非净利润 10.84 亿元，同比增长 133.62%。其中第三季度实现营收 49.67 亿元，同比增长 82.50%；归母净利润 7.49 亿元，同比增长 237.79%；扣非净利润 6.73 亿元，同比增长 279.16%，业绩大超市场预期。

二、分析与判断

➢ 海外逆变器出货量大增，盈利有望持续向好

前三季度光伏逆变器业务预计实现收入约 46 亿，净利润约 7 亿。受益于海外渠道建设不断完善，公司海外收入占比持续提升，今年来欧洲及东南亚市场开始发力，贡献业绩增量，美国市场份额稳居前列，积极抢占华为因元器件断供、对美出口受限等因素让出的市场。前三季度逆变器出货预计约 21GW，其中海外出货约 15GW。公司目前产能在 20-30GW 左右，随着阳光产业园二期开建及印度工厂扩产，明年产能有望达到 40-50GW。目前组串式逆变器出货占比已超过 50%，随着产能逐步释放，公司出货结构及成本将进一步优化，盈利有望持续向好。

➢ 电站集成业务盈利企稳回升，储能业务保持高增态势

受疫情影响，上半年电站集成业务毛利率 7.27%，同时下半年产业链价格波动加剧，公司积极采取措施，减小相关风险，预计 Q3 电站集成业务实现收入 19-23 亿元，毛利率恢复至 15%以上。公司储能业务保持高速增长，在北美工商业储能及澳洲市场户用光储系统市场份额均超过 20%，预计 Q3 收入在 2.5 亿元左右，同比环比均大幅增长，全年有望实现收入 10 亿元以上。

➢ 费用控制出色，净利率大增，经营现金流大幅改善

前三季度毛利率/净利率为 24.79%/10.17%，同比增加-1.04/+2.19pct；其中 Q3 毛利率/净利率为 30.96%/15.23%，同比增加+8.64/+6.66pct，环比增加+13.48/+9.47pct。前三季度期间费用率为 14.01%，同比下降 1.96pct；其中销售/管理/研发/财务费用率为 6.16%/2.62%/4.39%/0.85%，同比增加-1.48/-0.71/-1.14/+1.37pct，其中财务费用率大幅增加主要系汇兑损失增加。受益于回款改善，前三季度经营活动产生的现金流量净额 5.08 亿元，同比增加 164.75%。

三、投资建议

由于公司三季度业绩大超预期，海外出货高速增长，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 19.56、26.93、34.90 亿元（此前预测为 2020-2022 年 11.53、14.43、17.58 亿），同比增长 119%、38%、30%，EPS 为 1.34、1.85、2.40 元，对应估值 29、21、16 倍 PE，参考 CS 光伏板块 TTM 估值 97 倍，考虑到公司的长期成长空间，维持 “推荐”评级。

四、风险提示：

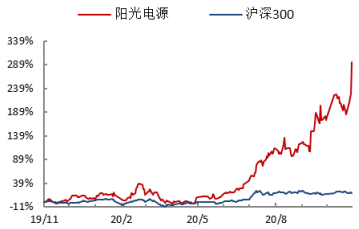
海外疫情持续时间超预期，光伏行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

推 荐　维持评级

当前价格：　38.83 元

交易数据	2020-10-30
近 12 个月最高/最低(元)	38.83/9.94
总股本（百万股）	1457.24
流通股本（百万股）	1084.19
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	565.85
流通市值（亿元）	420.99

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

分析师：李骥

执业证号：　S0100519100001

电话：　021-60876731

邮箱：　liji@mszq.com

相关研究

1. 阳光电源（300274.SZ）：2020 年中报点评，逆变器市占率稳步提升，储能持续高增长

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	18,370	24,880	31,142
增长率（%）	25.4%	41.3%	35.4%	25.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	893	1,956	2,693	3,490
增长率（%）	10.2%	119.2%	37.7%	29.6%
每股收益（元）	0.61	1.34	1.85	2.40
PE（现价）	63.7	28.9	21.0	16.2
PB	6.6	5.4	4.3	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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	18,370	24,880	31,142
营业成本	9,907	13,345	17,875	22,436
营业税金及附加	47	66	90	112
销售费用	918	1,286	1,742	2,024
管理费用	349	496	672	841
研发费用	636	900	1,219	1,526
EBIT	1,146	2,277	3,283	4,203
财务费用	8	12	81	65
资产减值损失	(29)	(77)	(89)	(103)
投资收益	22	90	20	20
营业利润	1,048	2,268	3,122	4,045
营业外收支	(16)	0	0	0
利润总额	1,032	2,268	3,122	4,045
所得税	120	264	364	471
净利润	912	2,004	2,758	3,574
归属于母公司净利润	893	1,956	2,693	3,490
EBITDA	1,372	2,545	3,617	4,608

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4457	5990	7503	10582
应收账款及票据	7365	10104	13684	17128
预付款项	260	347	465	583
存货	3403	4087	6068	7347
其他流动资产	1061	1061	1061	1061
流动资产合计	18429	23770	31087	39266
长期股权投资	170	272	292	312
固定资产	2936	3636	4636	5436
无形资产	108	99	92	84
非流动资产合计	4390	5737	6923	7637
资产合计	22819	29507	38009	46904
短期借款	333	133	433	533
应付账款及票据	9338	12545	16803	21090
其他流动负债	138	528	528	528
流动负债合计	12193	16479	22125	27562
长期借款	1596	2096	2296	2296
其他长期负债	218	218	218	218
非流动负债合计	1871	2371	2571	2571
负债合计	14064	18851	24697	30134
股本	1457	1457	1457	1457
少数股东权益	161	208	273	357
股东权益合计	8755	10656	13313	16770
负债和股东权益合计	22819	29507	38009	46904

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.4%	41.3%	35.4%	25.2%
EBIT 增长率	7.4%	98.6%	44.2%	28.0%
净利润增长率	10.2%	119.2%	37.7%	29.6%
盈利能力				
毛利率	23.8%	27.4%	28.2%	28.0%
净利润率	6.9%	10.7%	10.8%	11.2%
总资产收益率 ROA	3.9%	6.6%	7.1%	7.4%
净资产收益率 ROE	10.4%	18.7%	20.7%	21.3%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.2
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.4
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	179.7	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	106.5	100.0	100.0	105.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.6	1.3	1.8	2.4
每股净资产	5.9	7.2	8.9	11.3
每股经营现金流	1.6	1.8	1.7	2.7
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	63.7	28.9	21.0	16.2
PB	6.6	5.4	4.3	3.4
EV/EBITDA	27.0	15.4	10.8	8.0
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	912	2,004	2,758	3,574
折旧和摊销	255	42	95	153
营运资金变动	1,011	603	(548)	134
经营活动现金流	2,305	2,678	2,429	3,997
资本开支	682	801	1,500	1,100
投资	(942)	(32)	0	0
投资活动现金流	(1,605)	(833)	(1,500)	(1,100)
股权募资	40	0	0	0
债务募资	132	500	200	0
筹资活动现金流	(20)	78	255	(174)
现金净流量	680	1,923	1,184	2,724

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。

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12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。