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

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	18,397	24,570	29,259
同比（%）	25.4%	41.5%	33.6%	19.1%
归母净利润（百万元）	893	1983	2805	3667
同比（%）	10.2%	122.2%	41.5%	30.7%
每股收益（元/股）	0.61	1.36	1.92	2.52
P/E（倍）	52.83	23.78	16.81	12.86

投资要点

- **20Q1-3 公司业绩 11.95 亿元，同比增长 115.61%，超预期！**公司发布 20Q3 季报，Q1-3 实现营收 119.09 亿元，同比增长 65.77%；实现归母净利 11.95 亿元，同比增长 115.61%，对应 EPS 为 0.82 元。其中 Q3 实现营收 49.67 亿元，同比增长 82.50%，；实现归母净利 7.49 亿元，同比增长 237.79%。Q3 对应 EPS 为 0.51 元。Q1-3 毛利率为 24.79%，同比下降 1.04pct，Q3 毛利率 30.96%，同比上升 8.64pct。公司各项业务全面爆发，业绩大超市场预期。
- **逆变器业务量价齐升，20 年出货预计 27GW+：**公司 Q3 逆变器业务出货量 8-9GW，较去年实现翻倍增长，贡献收入约 26 亿元，平均单价约 0.29-0.33 元/W，较去年均价同比提升超过 20%，逆变器业务量价齐升。公司 Q1-3 累计出货 18-19GW，国内 5GW+海外 13GW，Q4 公司将继续受益于海外逆变器的国产替代，且迎来国内抢装，预计 Q4 出货 9GW+，全年出货 27GW+，同比增长 60%+。
- **海外逆变器超预期增长，驱动盈利快速提升：**分结构来看，Q3 国内出货 2.4-2.7GW，占比约 30%，海外出货 5.6-6.3GW，占比约 70%，海外出货大幅超出市场预期。假设 Q3 海外装机 26GW，则阳光海外市占率约为 21.5%~24.2%，相较于上半年约 15%的海外市占率大幅提升（上半年阳光海外出货 7GW，假设海外装机 45GW）。
- **储能厚积薄发，高增长亮眼：**公司 Q3 储能业务收入 2-2.5 亿元，环比实现大幅增长，我们预计 Q4 储能将继续爆发，收入有望达到 4-5 亿元，全年实现收入 10 亿元左右，同比增长 80%+。长期来看，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，将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。
- **电站集成业务稳健增长：**公司 Q3 电站集成业务收入 20 亿元左右，毛利率 15%+，较上半年 7.27%大幅提升。今年公司 EPC 项目规划 2~3GW，规模同比增长 33%~100%，以量补价，预计全年收入将保持稳健增长。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超 12GW，其中 19 年公司 EPC 全球市占率第二，长期将保持每年 20-40%稳健增长。
- **变流器实现飞跃式发展。**公司变流器涵盖 1500~10000kW 功率等级，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型，且新研发出 3MW-10MW 多款三电平变流器，为国内多家主流整机厂进行配套。今年风机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，风电变流器业务实现飞跃式发展，Q3 出货 5-6GW，预计全年出货 10GW 左右，同比增长超 6 倍，市占率跃升至 28%左右。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：19.83、28.05、36.67 亿元，同比 122.2%、41.5%、30.7%，对应 EPS 为 1.36、1.92、2.52 元，目标价 57.6 元，对应 21 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.36
一年最低/最高价	9.35/33.58
市净率(倍)	4.86
流通 A 股市值(百万元)	35084.42

基础数据

每股净资产(元)	6.65
资产负债率(%)	61.84
总股本(百万股)	1457.24
流通 A 股(百万股)	1084.19

相关研究

1、《阳光电源（300274）：清洁能源转换 全球领跑者》2020-10-26
2、《阳光电源（300274）中报点评：海外渗透加速，逆变器逆势高增长》2020-08-28
3、《阳光电源（300274）中报业绩预告点评：逆变器逆势高增长，出货量盈利双增》2020-07-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

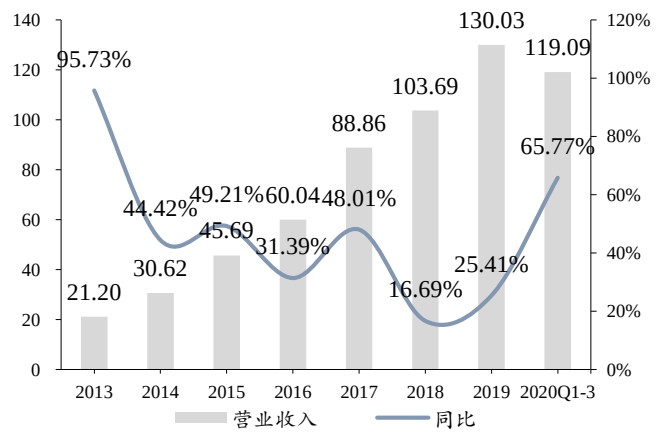
20Q1-3 公司业绩 11.95 亿元，同比增长 115.61%，超预期！公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 119.09 亿元，同比增长 65.77%；实现利润总额 12.87 亿元，同比增长 105.70%；实现归属母公司净利润 11.95 亿元，同比增长 115.61%，对应 EPS 为 0.82 元。其中 Q1-3 公司计提信用减值损失 1.55 亿元，获得投资收益 0.89 亿元，同比增长 287%，主要是处置股权收益增加所致。2020 年 Q3 公司实现营业收入 49.67 亿元，同比增长 82.50%，环比下降 2.52%；实现归属母公司净利润 7.49 亿元，同比增长 237.79%，环比增长 161.39%。Q3 对应 EPS 为 0.51 元。Q1-3 毛利率为 24.79%，同比下降 1.04pct，Q3 毛利率 30.96%，同比上升 8.64pct，环比上升 13.48pct；Q1-3 归母净利率为 10.04%，同比上升 2.32pct，Q3 归母净利率 15.08%，同比上升 6.93pct，环比上升 9.46pct。**公司各项业务全面爆发，业绩大超市场预期。**

表 1：20Q1-3 收入 119.09 亿元，同比增长 65.77%；盈利 11.95 亿元，同比增长 115.61%

阳光电源	20Q1-3	19Q1-3	同比	20Q3	19Q3	同比	20Q2	环比
营业收入	119.09	71.84	*65.8%*	49.67	27.22	*82.5%*	50.95	*-2.5%*
毛利率	24.79%	25.83%	*-1.04 pct*	30.96%	22.32%	*8.64 pct*	17.48%	*13.48 pct*
营业利润	12.80	6.34	*101.9%*	8.00	2.45	*226.4%*	3.01	*165.4%*
利润总额	12.87	6.26	*105.7%*	8.03	2.48	*223.4%*	3.07	*161.9%*
归母净利	11.95	5.54	*115.6%*	7.49	2.22	*237.8%*	2.87	*161.4%*
扣非归母净利	10.84	4.64	*133.6%*	6.73	1.78	*279.2%*	2.64	*155.2%*
归母净利率	10.04%	7.72%	*2.32 pct*	15.08%	8.15%	*6.93 pct*	5.63%	*9.46 pct*
股本	14.58	14.58	-	14.57	14.57	-	14.56	-
EPS	0.82	0.38	*115.6%*	0.51	0.15	*237.8%*	0.20	*161.2%*

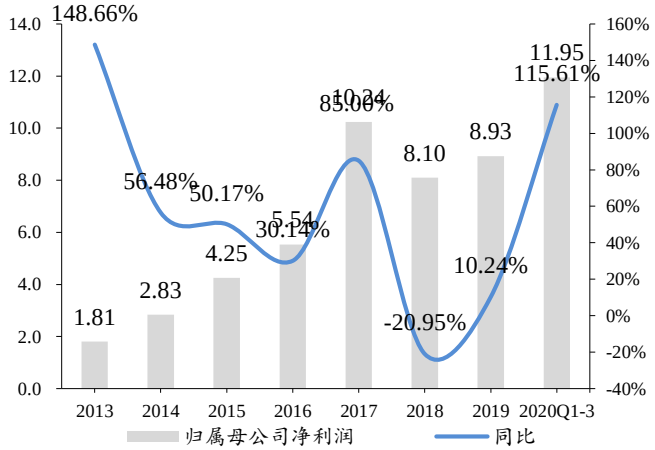
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 119.09 亿元，同比+65.77%



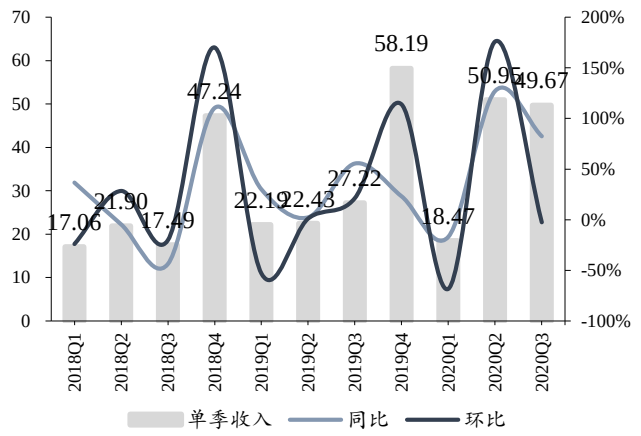
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利 11.95 亿元，同比+115.61%



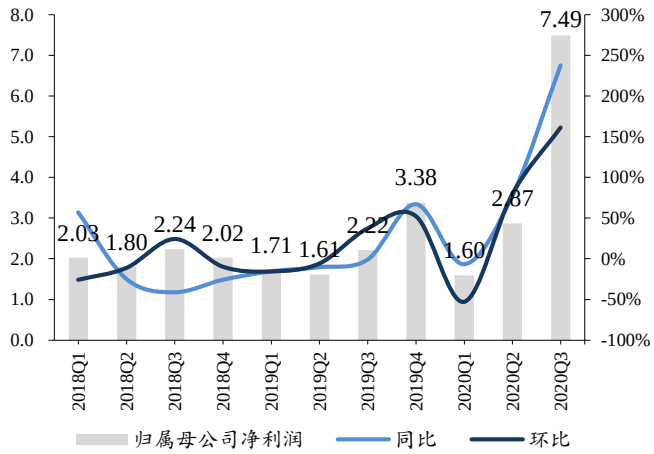
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：Q3 收入 49.67 亿元，同比+82.50%



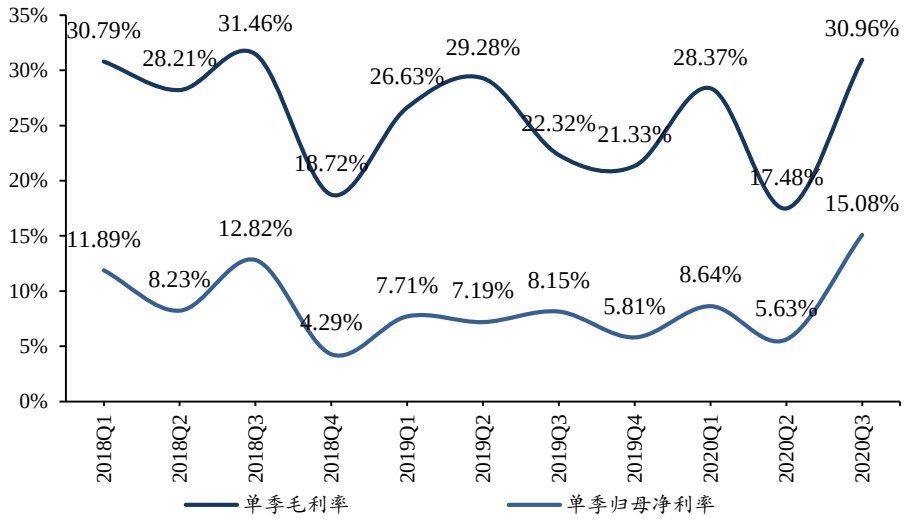
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：Q3 归母净利润 7.49 亿元，同比+237.79%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

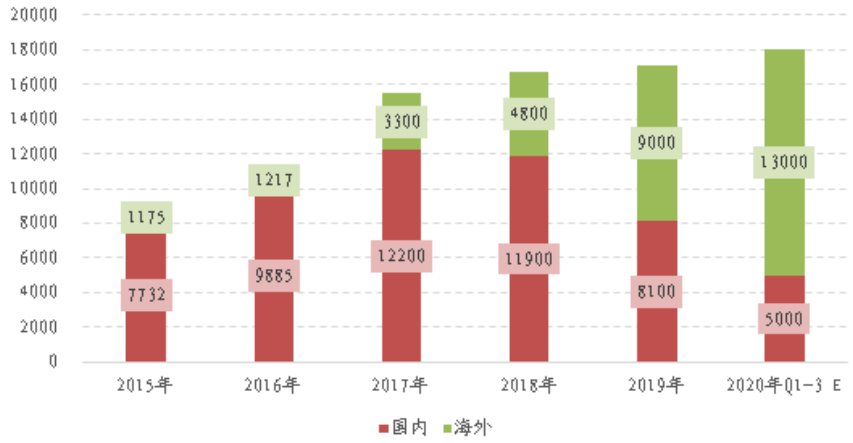
图 5：Q3 毛利率、净利率同比+8.64、+6.93pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

逆变器业务量价齐升，20 年出货预计 27GW+：公司 Q3 逆变器业务出货量 8-9GW，较去年实现翻倍增长，贡献收入约 26 亿元，平均单价约 0.29-0.33 元/W，较去年均价同比提升超过 20%，逆变器业务量价齐升。公司 Q1-3 累计出货 18-19GW，国内 5GW+海外 13GW，Q4 公司将继续受益于海外逆变器的国产替代，且迎来国内抢装，预计 Q4 出货 9GW+，全年出货 27GW+，同比增长 60%+。

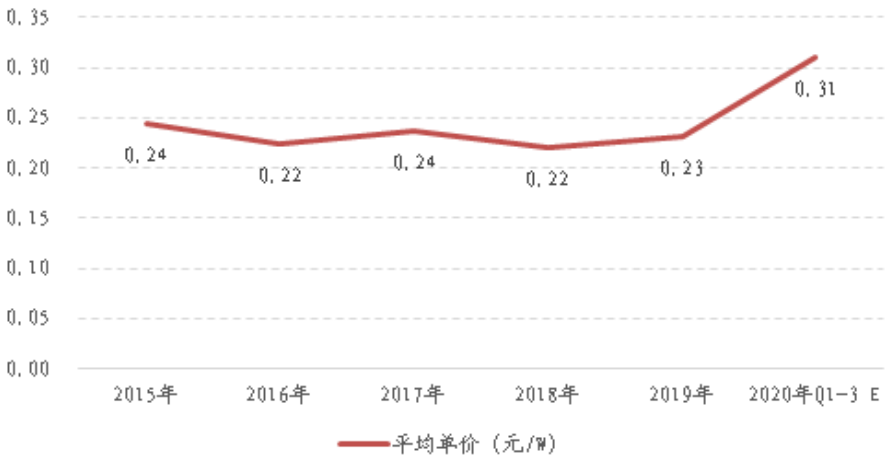
图 6：公司海外逆变器出货量占比大幅提升（MW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外逆变器超预期增长，驱动盈利快速提升：分结构来看，Q3 国内出货 2.4-2.7GW，占比约 30%，海外出货 5.6-6.3GW，占比约 70%，海外出货大幅超出市场预期。假设 Q3 海外装机 26GW，则阳光海外市占率约为 21.5%~24.2%，相较于上半年约 15%的海外市占率大幅提升（上半年阳光海外出货 7GW，假设海外装机 45GW）。**公司海外市占率大幅提升一方面源于华为美国市场出口受限，在大电站领域阳光优势显著加倍受益，另一方面是由于公司产品竞争力强，且持续布局海外营销渠道，公司自 16 年开始海外销售持续高速增长，从 16 年 1.2GW 成长至 19 年 9GW，今年预计全年海外出货达 19GW，同比翻倍以上增长。**逆变器海外出货毛利率 40%+，高出国内 10 个百分点，带动平均单价提升，推动公司逆变器业务盈利快速提升。

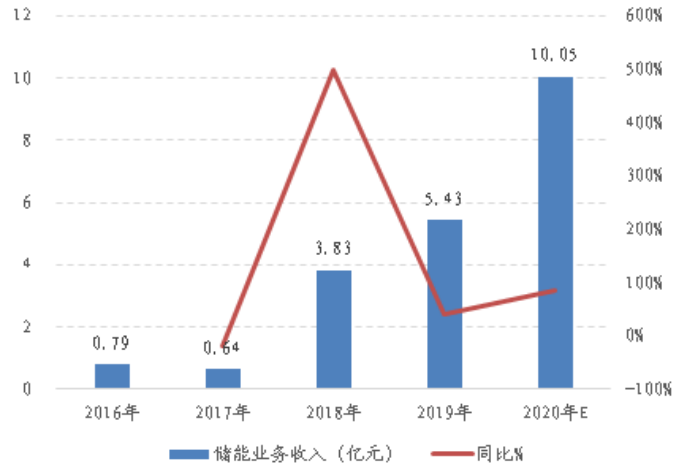
图 7：公司逆变器平均单价提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能厚积薄发，高增长亮眼：公司 Q3 储能业务收入 2-2.5 亿元，环比实现大幅增长，我们预计 Q4 储能将继续爆发，收入有望达到 4-5 亿元，全年实现收入 10 亿元左右，同比增长 80%+。长期来看，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，将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。

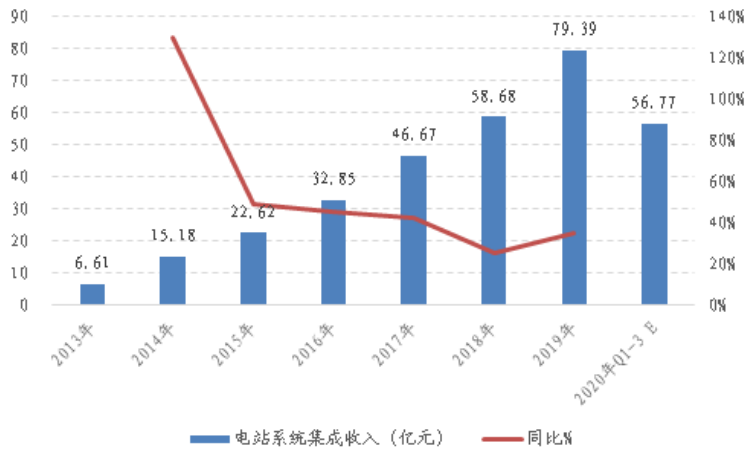
图 8：2016-2020 年公司储能业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电站集成业务稳健增长：公司 Q3 电站集成业务收入 20 亿元左右，毛利率 15%+，较上半年 7.27%大幅提升。今年公司 EPC 项目规划 2~3GW，规模同比增长 33%~100%，以量补价，预计全年收入将保持稳健增长。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超 12GW，其中 19 年公司 EPC 全球市占率第二，长期将保持每年 20-40%稳健增长。

图 9：2013-2020 年公司电站系统集成收入

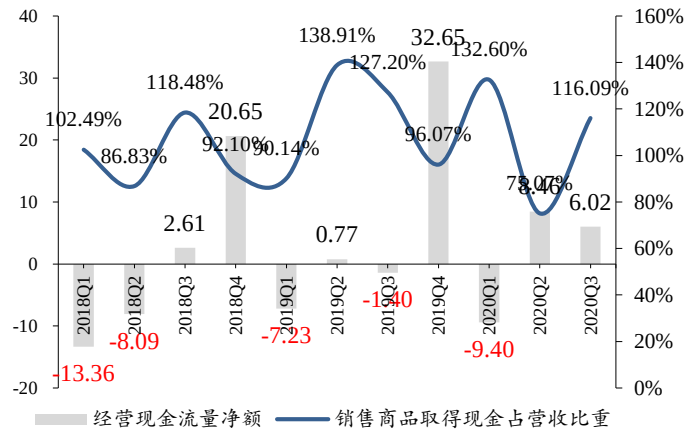


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

变流器实现飞跃式发展。公司变流器涵盖 1500~10000kW 功率等级，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型，且新研发出 3MW-10MW 多款三电平变流器，为国内多家主流整机厂进行配套。今年风机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，风电变流器业务实现飞跃式发展，Q3 出货 5-6GW，预计全年出货 10GW 左右，同比增长超 6 倍，市占率跃升至 28%左右。

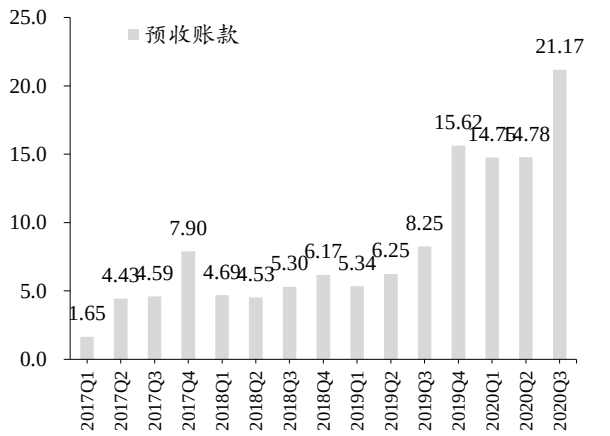
现金流同比改善明显，高预收账款反映订单充沛：Q1-3 经营活动现金流量净流入 5.08 亿元，同比增长 164.75%；销售商品取得现金 120.4 亿元，同比增长 40.35%。期末预收款项 21.17 亿元，较期初增长 35.51%。期末应收账款 62.11 亿元，较期初下降 4.61 亿元，应收账款周转天数下降 33.71 天至 146.04 天。期末存货 39.56 亿元，较期初上升 6.16 亿元；存货周转天数上升 4.61 天至 109.96 天。Q3 经营活动现金流量净额 6.02 亿元，有所强化；存货上升 4.02 亿元至 39.56 亿元；应收账款增加 1.72 亿元至 62.11 亿元。

图 10：Q1-3 经营活动现金流量净流入 5.08 亿元，同比+164.75%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：Q1-3 期末预收款项 21.17 亿元，较期初+35.51%



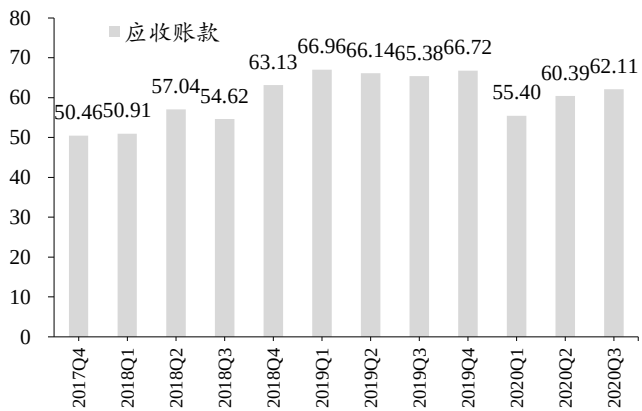
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 12：Q1-3 期末存货 39.56 亿元，较期初+6.16 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

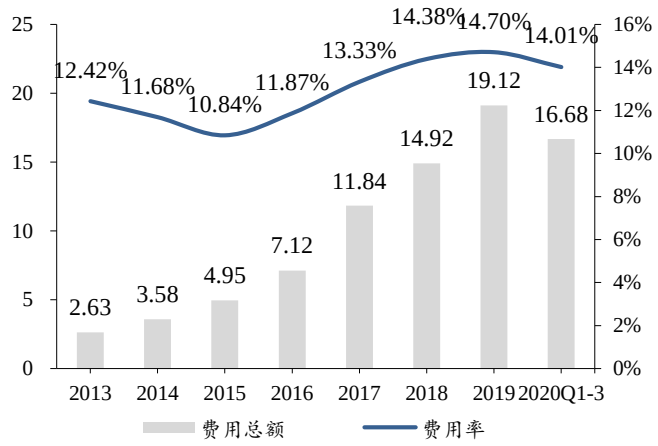
图 13：Q1-3 期末应收账款 62.11 亿元，较期初-4.61 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

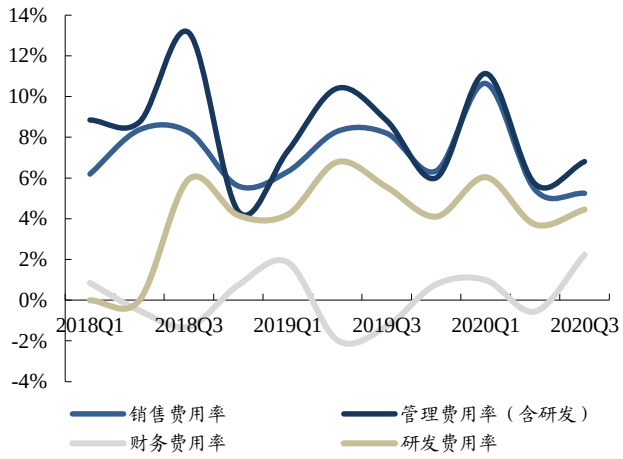
费用管控良好，期间费用率下降 1.98 个百分点至 14.01%。公司继续提升研发实力，研发人员薪酬及研发原材料投入增加较多，因此 Q1-3 管理费用（含研发）同比上升 31.17%至 8.34 亿元，因汇率波动汇兑损益增加，Q1-3 财务费用同比上升 369.21%至 1.01 亿元。公司电站及光储业务规模继续扩大，Q1-3 销售费用同比上升 33.57%至 7.33 亿元。其中 Q3 期间费用 7.1 亿元，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别为 2.61 亿元、3.38 亿元、2.21 亿元、1.11 亿元，同比+16.87%/+40.84%/+46.32%/+418.07%，费用率分别为 5.25%/6.80%/4.45%/2.23%。

图 14：Q1-3 期间费用 16.68 亿元，同比+8.03%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 15：Q3 期间费用率 14.28%，同比-1.45pct



数据来源：WIND，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：19.83、28.05、36.67 亿元，同比 122.2%、41.5%、30.7%，对应 EPS 为 1.36、1.92、2.52 元，目标价 57.6 元，对应 21 年 30 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**	**22476.0**	**29578.2**	**34320.3**
现金	4457.0	4805.3	6772.0	7520.6
应收款项	7924.2	10080.8	13463.2	16032.6
存货	3339.4	4281.4	5471.8	6439.4
其他	2708.8	3308.5	3871.2	4327.8
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
无形资产	108.1	104.5	100.9	97.3
其他	1153.0	1153.0	1153.0	1153.0
资产总计	**22819.1**	**27598.3**	**35261.8**	**40551.0**
流动负债	**12192.9**	**15415.3**	**20887.0**	**22818.1**
短期借款	516.0	120.0	452.8	362.9
应付账款	9338.1	12285.6	16415.5	17562.0
其他	2338.8	3009.7	4018.6	4893.2
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	275.4	300.4	325.4	850.4
负债总计	**14064.3**	**17311.8**	**22808.4**	**25264.5**
少数股东权益	160.6	185.4	220.4	266.2
归属母公司股东权益	8594.2	10101.2	12233.0	15020.2
负债和股东权益总计	**22819.1**	**27598.3**	**35261.8**	**40551.0**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2480.4	2023.9	3126.7	2061.6
投资活动现金流	-1604.5	-803.6	-819.6	-843.1
筹资活动现金流	-20.2	-871.9	-340.4	-470.0
现金净增加额	864.4	348.4	1966.7	748.5
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	-259.2	28.3	-1947.6
企业自由现金流	3492.4	1205.4	2275.3	1151.4

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13003.3**	**18397.5**	**24570.4**	**29259.4**
营业成本	9906.8	13588.6	18156.6	21367.1
营业税金及附加	46.5	55.2	73.7	87.8
营业费用	918.4	1195.8	1547.9	1814.1
管理费用	358.2	1291.4	1674.4	1934.7
财务费用	7.9	-32.4	-69.0	-90.0
投资净收益	22.5	20.0	12.0	13.8
其他	-740.0	-41.2	27.3	41.4
营业利润	**1047.8**	**2277.6**	**3226.1**	**4201.0**
营业外净收支	-16.1	10.0	10.0	30.0
利润总额	**1031.7**	**2287.6**	**3236.1**	**4231.0**
所得税费用	120.2	274.5	388.3	507.7
少数股东损益	19.0	30.2	42.7	55.8
归属母公司净利润	**892.6**	**1982.9**	**2805.0**	**3667.4**
EBIT	1828.7	2325.2	3195.1	4147.2
EBITDA	2048.5	2500.6	3403.4	4393.1

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.61	1.36	1.92	2.52
每股净资产(元)	5.90	6.93	8.39	10.31
发行在外股份(百万股)	1457.1	1457.2	1457.2	1457.2
ROIC(%)	16.8%	22.5%	31.4%	34.1%
ROE(%)	10.4%	19.6%	22.9%	24.4%
毛利率(%)	23.8%	26.1%	26.1%	27.0%
EBIT Margin(%)	14.1%	12.6%	13.0%	14.2%
销售净利率(%)	6.9%	10.8%	11.4%	12.5%
资产负债率(%)	61.6%	62.7%	64.7%	62.3%
收入增长率(%)	25.4%	41.5%	33.6%	19.1%
净利润增长率(%)	10.2%	122.2%	41.5%	30.7%
P/E	52.83	23.78	16.81	12.86
P/B	5.49	4.67	3.85	3.14
EV/EBITDA	29.88	25.78	20.56	16.48

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