

2020年07月20日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	18,380	21,048	24,260
同比（%）	25.4%	41.4%	14.5%	15.3%
归母净利润（百万元）	893	1220	1507	1816
同比（%）	10.2%	36.7%	23.5%	20.5%
每股收益（元/股）	0.61	0.84	1.03	1.25
P/E（倍）	30.40	22.23	18.01	14.94

投资要点

- **半年报预增 25.08~35.30%，超预期：**公司发布 20 年中报业绩预告，归母净利润 4.16-4.50 亿元，同增 25.08~35.30%，Q2 业绩中值为 2.74 亿元，Q2 海外疫情爆发，公司业绩仍同增 69.5%，环比增长 71.3%，超市场预期。预计 Q3/4 环比同比均持续增长。
- **外销+组串式占比提升驱动盈利能力增长：**Q2 疫情对下游装机影响较大，但公司上半年逆变器出货仍达 10~11GW，同比增长约 42%~57%，市占率大幅提升。预计公司上半年逆变器毛利率 35%+，同比提升超 5 个百分点，毛利率显著改善主要是由于（1）**外销占比提升：**公司 1~5 月出口 4.27GW，市占率 17.6%，加上公司印度工厂年化 4GW 产能，预计公司上半年海外出货约 7GW 左右，占公司总出货比例 64%~70%，同比提升 14~20 个百分点；（2）**组串式占比提升：**公司今年上半年组串式逆变器占比约 55%+，同比提升约 5 个百分点。
- **国内竞价项目超预期，Q3/4 环比继续高增长：**国内今年竞价结果超预期，规模约 26GW，同比+14%，下半年国内高增长确定性高，Q3 淡季不淡环比 Q2 应有所增长，Q4 最强旺季环比继续高增长。全年来看，国内装机 45GW+，公司目标国内市占率约 25%，出货约 11GW+；海外疫情逐步恢复，下半年应恢复高增长，全年看装机 80-90GW，公司目标出货约 12GW，对应市占率 15%（19 年约 13%），同比提升 2pct。
- **EPC 以量补价，储能高增长亮点：**公司今年 EPC 项目规划 2~3GW，虽然受到竞价政策的影响，毛利率会有一定压力，但项目规模同比增长 33%~100%。截至 2019 年底，公司累计开发建设光伏、风力电站超 9GW，是系统集成技术隐形冠军。储能业务未来三年高速增长，今年储能业务收入预计同比增长 100%，随着平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，看好公司储能业务持续增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：12.20、15.07、18.16 亿元，同比+36.7%、+23.5%、+20.5%，对应 EPS 为 0.84/1.03/1.25。目标价 23.69 元，对应 21 年 23 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

市场数据

收盘价(元)	18.62
一年最低/最高价	9.35/19.20
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万 元)	20187.63

基础数据

每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	59.07
总股本(百万股)	1456.81
流通 A 股(百万股)	1084.19

相关研究

- 1、《阳光电源（300274）年报点评：业绩稳步增长，经营性现金流大幅改善》2020-04-28
- 2、《阳光电源（300274）：业绩符合预期，出口快速增长》2020-01-22
- 3、《阳光电源（300274）季报点评：海外业务快速发展，国内静待旺季开启》2019-10-28

半年报预增 25.08~35.30%，超预期：公司发布 20 年中报业绩预告，归母净利润 4.16-4.50 亿元，同增 25.08~35.30%，Q2 业绩中值为 2.74 亿元，Q2 海外疫情爆发，公司业绩仍同增 69.5%，环比增长 71.3%，超市场预期。预计 Q3/4 环比同比均持续增长。

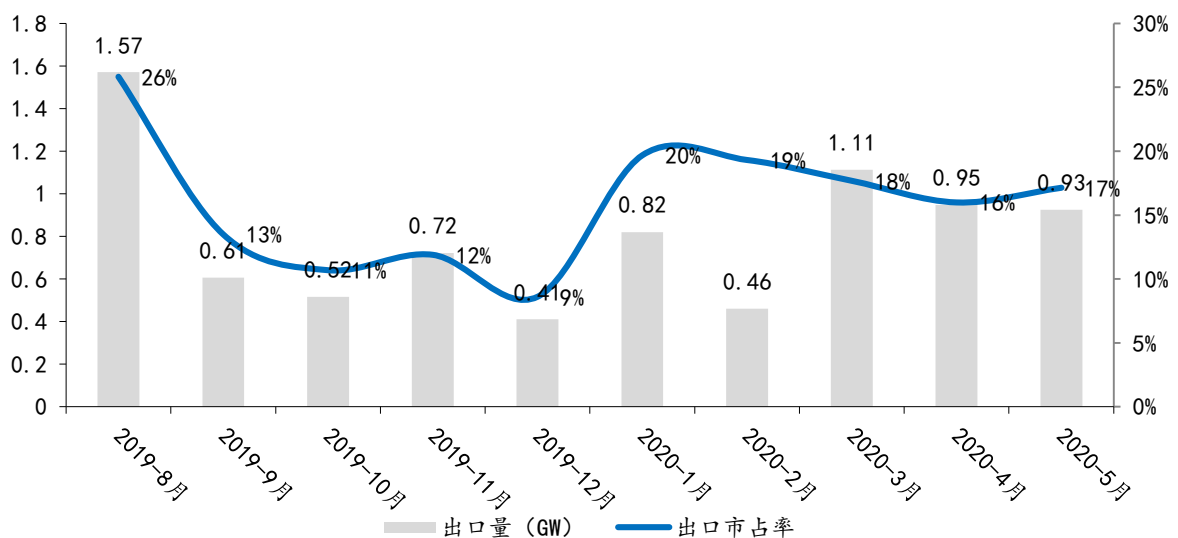
表 1: 阳光电源分季度业绩摘要与测算

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2E	2020Q2 中值	2020HE	2020H 中值
营收 (亿元)	22.19	22.43	27.22	58.19	18.47	33.00~36.00	34.50	51.47~54.47	52.97
同比(%)	30.1%	2.5%	55.6%	23.2%	-16.8%	47.10%~60.47%	53.8%	15.33%~22.05%	19%
归母净利润 (亿元)	1.71	1.61	2.22	3.38	1.60	2.57~2.91	2.74	4.16~4.50	4.33
同比(%)	-15.6%	-10.4%	-1.1%	67.0%	-6.8%	58.92%~79.99%	69.5%	25.08%~35.30%	30.2%
扣非归母净利润 (亿元)	1.48	1.39	1.78	4.41	1.47	2.21~2.55	2.38	3.68~4.02	3.85
同比(%)	-19.4%	-11.0%	-6.3%	158.0%	-0.7%	59.64%~84.19%	71.9%	28.49%~40.36%	34.4%
归母净利润/营收	7.7%	7.2%	8.1%	5.8%	8.6%	7.43%~8.42%	7.9%	7.85%~8.50%	8.2%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

外销+组串式占比提升驱动盈利能力增长：Q2 疫情对下游装机影响较大，但公司上半年逆变器出货仍达 10~11GW，同比增长约 42%~57%，市占率大幅提升。预计公司上半年逆变器毛利率 35%+，同比提升超 5 个百分点，毛利率显著改善主要是由于 (1) **外销占比提升：**公司 1~5 月出口 4.27GW，市占率 17.6%，加上公司印度工厂年化 4GW 产能，预计公司上半年海外出货约 7GW 左右，占公司总出货比例 64%~70%，同比提升 14~20 个百分点；(2) **组串式占比提升：**公司今年上半年组串式逆变器占比约 55%+，同比提升约 5 个百分点。

图 1: 阳光电源出口量及市占率



数据来源：智新咨询，东吴证券研究所

国内竞价项目超预期，Q3/4 环比继续高增长：国内今年竞价结果超预期，规模约 26GW，同比+14%，下半年国内高增长确定性强，Q3 淡季不淡环比 Q2 应有所增长，Q4 最强旺季环比继续高增长。全年来看，国内装机 45GW+，公司目标国内市占率约 25%，出货约 11GW+；海外疫情逐步恢复，下半年应恢复高增长，全年看装机 80-90GW，公司目标出货约 12GW，对应市占率 15%（19 年约 13%），同比提升 2pct。

表 2：分省份竞价项目申报/进入补贴名单（万千瓦）

省（区、市）	普通光伏电站		全额上网工商业分布式光伏		自发自用、余电上网工商业分布式光伏		合计	
	申报	补贴	申报	补贴	申报	补贴	申报	补贴
北京	0.0		2.0		6.8		8.8	
天津	30.8		0.3		6.6		37.7	
河北	365.3	357.3	1.4	1.1	5.3	0.0	372.0	358.3
内蒙古	140.0	140.0	0.0	0.0	0.0	0.0	140.0	140.0
辽宁	0.0		3.0		5.3		8.3	
上海	15.4	11.0	1.0	1.0	9.5	0.0	25.9	12.0
江苏	0.0		0.0		3.6		3.6	
浙江	254.1	252.1	14.2	9.8	169.1	0.0	437.4	261.9
安徽	47.3	47.3	0.8	0.8	17.3	0.0	65.3	48.1
江西	253.2	216.2	8.0	7.8	38.5	0.0	299.6	224.0
山东	99.6	94.6	8.8	8.8	29.4	0.0	137.8	103.4
河南	26.2	22.7	1.6	1.6	14.5	0.0	42.3	24.3
湖南	0.0		1.1		16.5		17.6	
广东	113.5		4.5		42.6		160.6	
广西	54.0	54.0	0.1	0.0	8.8	0.0	62.9	54.0
重庆	9.0	3.0	1.4	1.4	0.1	0.0	10.5	4.4
贵州	566.0	522.0	0.0	0.0	0.0	0.0	566.0	522.0
陕西	161.5	146.5	0.9	0.9	12.4	0.0	174.8	147.5
甘肃	0.0		0.3		5.2		5.5	
青海	200.0	200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	200.0	200.0
宁夏	472.0	407.0	0.1	0.0	3.0	0.8	475.1	407.8
新疆自治区	60.0		0.0		0.0		60.0	
新疆兵团	39.2		0.0		0.0		39.2	
合计	2907.1	2562.9	49.5	33.0	394.3	0.8	3350.9	2596.7

数据来源：能源局，东吴证券研究所

EPC 以量补价，储能高增长亮点：公司今年 EPC 项目规划 2~3GW，虽然受到竞价政策的影响，毛利率会有一定压力，但项目规模同比增长 33%~100%。截至 2019 年底，公司累计开发建设光伏、风力电站超 9GW，是系统集成技术隐形冠军。储能业务未来三年高速增长，今年储能业务收入预计同比增长 100%，随着平价后全球光伏渗透率提

升，储能平滑发电的重要性凸显，看好公司储能业务持续增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：12.20、15.07、18.16 亿元，同比+36.7%、+23.5%、+20.5%，对应 EPS 为 0.84/1.03/1.25。目标价 23.69 元，对应 21 年 23 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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18429.3	22681.1	25978.1	28626.2	营业收入	13003.3	18380.5	21047.9	24260.0
现金	4457.0	4804.0	5990.9	5830.3	减:营业成本	9906.8	14278.7	16350.1	18792.2
应收账款	7924.2	10071.5	11533.1	13293.2	营业税金及附加	46.5	55.1	63.1	72.8
存货	3339.4	4498.8	4927.4	5663.4	营业费用	918.4	1286.6	1452.3	1649.7
其他流动资产	2708.8	3306.8	3526.7	3839.3	管理费用	358.2	1418.9	1582.2	1823.1
非流动资产	4389.8	5122.3	5683.6	6230.7	财务费用	7.9	-32.4	-57.2	-53.0
长期股权投资	170.3	216.9	263.5	310.1	资产减值损失				
固定资产	2958.4	3647.8	4166.2	4670.3	加:投资净收益	22.5	30.0	34.5	39.7
在建工程					其他收益	-740.0	-41.3	16.7	26.4
无形资产	108.1	104.5	100.9	97.3	营业利润	1047.8	1362.2	1708.7	2041.3
其他非流动资产	1153.0	1153.0	1153.0	1153.0	加:营业外净收支	-16.1	30.0	10.0	30.0
资产总计	22819.1	27803.4	31661.7	34856.9	利润总额	1031.7	1392.2	1718.7	2071.3
流动负债	12192.9	16209.4	18878.8	20146.3	减:所得税费用	120.2	153.1	189.1	227.8
短期借款	516.0	120.0	452.8	362.9	少数股东损益	19.0	18.6	22.9	27.7
应付账款	9338.1	12909.6	14782.3	15445.7	归属母公司净利润	892.6	1220.5	1506.7	1815.8
其他流动负债	2338.8	3179.8	3643.7	4337.7	EBIT	1828.7	1399.8	1666.9	1998.6
非流动负债	1871.4	1896.4	1921.4	2446.4	EBITDA	2048.5	1575.2	1875.3	2244.6
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	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	14064.3	18105.8	20800.2	22592.7	每股收益(元)	0.61	0.84	1.03	1.25
少数股东权益	160.6	175.9	194.7	217.3	每股净资产(元)	5.90	6.53	7.32	8.27
归属母公司股东权益	8594.2	9521.7	10666.8	12046.8	发行在外股份(百万股)	1457.1	1457.1	1457.1	1457.1
负债和股东权益	22819.1	27803.4	31661.7	34856.9	ROIC(%)	16.8%	13.9%	17.7%	18.2%
					ROE(%)	10.4%	12.8%	14.1%	15.1%
					毛利率(%)	23.8%	22.3%	22.3%	22.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.9%	6.6%	7.2%	7.5%
经营活动现金流	2480.4	1839.6	2035.3	708.2	资产负债率(%)	61.6%	65.1%	65.7%	64.8%
投资活动现金流	-1604.5	-803.6	-819.6	-843.1	收入增长率(%)	25.4%	41.4%	14.5%	15.3%
筹资活动现金流	-20.2	-688.9	-28.8	-25.6	净利润增长率(%)	10.2%	36.7%	23.5%	20.5%
现金净增加额	864.4	347.0	1186.9	-160.5	P/E	30.40	22.23	18.01	14.94
折旧和摊销	219.8	175.4	208.3	246.0	P/B	3.16	2.85	2.54	2.25
资本开支	-561.9	-757.0	-773.1	-796.5	EV/EBITDA	20.11	28.72	25.56	22.15
营运资本变动	2012.4	328.4	251.5	-1426.2					

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>