

阳光电源 (300274.SZ) 季度业绩超预期加速, 看好其长期竞争力

2020年10月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

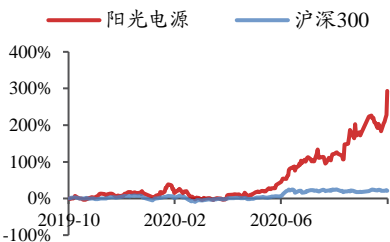
刘强 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

日期	2020/10/30
当前股价(元)	38.83
一年最高最低(元)	38.83/9.39
总市值(亿元)	565.85
流通市值(亿元)	420.99
总股本(亿股)	14.57
流通股本(亿股)	10.84
近3个月换手率(%)	243.45

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-海外业务扩张加速, 储能贡献新增长点》-2020.8.29

《公司信息更新报告-业绩迎来拐点, 未来乘势而上》-2020.7.22

《公司信息更新报告-2019年现金流大幅改善, 短期疫情影响不改业绩向上逻辑》-2020.4.29

● 海外高毛利逆变器继续放量, 公司业绩持续超预期

公司公布2020年三季报, 2020Q3实现营收49.67亿元, 同增82.5%, 毛利率31%, 环比提升17.5PCT, 实现归母净利润7.49亿元, 同增237.79%, 公司业绩继续超预期。公司2020Q3业绩同比增长加速, 毛利率达到近两年单季最高值, 主要受益于海外高毛利产品放量以及电站业务增长, 公司收入继续较高速增长, 而海外高毛利逆变器出货占比提升叠加价格降幅趋缓, 公司毛利率不断改善, 推动利润加速增长。公司围绕电力电子和新能源主线, 多业务协同发展, 单业务齐头并进, 我们看好公司的长期竞争力, 且随着光伏平价大周期到来, 我们上调盈利预测, 预计公司2020~2022年归母净利润为20.55(+7.58)、29.16(+11.88)、36.96(+17.08)亿元, EPS为1.41(+0.52)/2.00(+0.81)/2.54(+1.18)元, 当前股价对应PE为27.5/19.4/15.3倍, 维持“买入”评级。

● 疫情支撑逆变器价格, 海外占比进一步提升盈利性

前三季度估计逆变器贡献利润近10亿, 其中光伏逆变器7亿以上, 前三季度出货约21GW, 海外近15GW, 海外占比从上半年的65%左右提升至71%左右。受疫情影响, 海外逆变器供给受限, 2020Q3降价幅度有限, 而公司持续降本, 拉升2020Q3逆变器毛利率。预计2020Q4逆变器业务依然维持较高盈利水平, 且市场份额有望进一步提升, 支撑2020全年业绩。公司远期规划市占率达到30%以上, 加大产能建设力度, 迎接全球新能源盛宴。

● 电站业务盈利好转, 储能有望高速增长

公司上半年受疫情影响, 电站业务盈利较低, 而2020Q3盈利恢复, 电站累计实现利润约3亿。EPC项目差异化大, 公司是全球EPC企业里唯一有研发中心的企业, 在EPC上不断积累经验, 努力降低成本, 对EPC项目进行质量把控, 实现该业务盈利加速。公司看好储能业务, 在全球加码新能源业务时, 储能成为新能源发电重要平滑手段, 2021年储能收入有望翻倍。

● **风险提示:** 新技术发展不及预期、疫情反复影响光伏需求、光伏市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,369	13,003	17,606	23,829	28,975
YOY(%)	16.7	25.4	35.4	35.4	21.6
归母净利润(百万元)	810	893	2,055	2,916	3,696
YOY(%)	-20.9	10.2	130.3	41.9	26.7
毛利率(%)	24.9	23.8	27.0	27.7	28.5
净利率(%)	7.8	6.9	11.7	12.2	12.8
ROE(%)	10.5	10.4	19.2	21.6	21.7
EPS(摊薄/元)	0.56	0.61	1.41	2.00	2.54
P/E(倍)	69.9	63.4	27.5	19.4	15.3
P/B(倍)	7.3	6.6	5.4	4.2	3.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14465	18429	22073	29743	33029
现金	3176	4457	1849	5500	4411
应收票据及应收账款	7233	7365	12400	14352	18176
其他应收款	502	560	878	1068	1298
预付账款	166	260	317	464	486
存货	2459	3339	4180	5910	6209
其他流动资产	928	2449	2449	2449	2449
非流动资产	4028	4390	5268	6554	7456
长期投资	124	170	226	283	344
固定资产	2409	2936	3553	4564	5365
无形资产	89	108	117	116	116
其他非流动资产	1406	1176	1372	1591	1631
资产总计	18493	22819	27341	36297	40484
流动负债	9248	12193	14856	20951	21679
短期借款	423	333	367	333	333
应付票据及应付账款	7055	9338	11920	16607	17657
其他流动负债	1771	2522	2569	4011	3690
非流动负债	1450	1871	1774	1796	1624
长期借款	1255	1596	1498	1520	1349
其他非流动负债	195	275	275	275	275
负债合计	10698	14064	16629	22747	23304
少数股东权益	89	161	164	180	215
股本	1452	1457	1457	1457	1457
资本公积	3184	3243	3243	3243	3243
留存收益	3228	4033	5856	8458	11771
归属母公司股东权益	7706	8594	10548	13370	16966
负债和股东权益	18493	22819	27341	36297	40484

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	181	2480	-1524	5240	363
净利润	817	912	2059	2932	3731
折旧摊销	147	226	227	296	376
财务费用	16	8	26	25	-1
投资损失	-66	-22	-36	-42	-42
营运资金变动	-1029	977	-3814	2011	-3723
其他经营现金流	297	381	13	17	21
投资活动现金流	-555	-1605	-1083	-1557	-1257
资本支出	840	683	822	1229	841
长期投资	214	-927	-56	-63	-60
其他投资现金流	499	-1848	-317	-392	-476
筹资活动现金流	615	-20	-34	2	-195
短期借款	413	-90	0	0	0
长期借款	32	341	-98	22	-172
普通股增加	3	6	0	0	0
资本公积增加	49	59	0	0	0
其他筹资现金流	118	-336	64	-20	-24
现金净增加额	255	864	-2641	3684	-1089

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10369	13003	17606	23829	28975
营业成本	7791	9907	12847	17240	20707
营业税金及附加	35	47	67	83	103
营业费用	698	918	1092	1501	1912
管理费用	295	349	458	620	753
研发费用	482	636	775	1048	1275
财务费用	16	8	26	25	-1
资产减值损失	300	-29	0	0	0
其他收益	94	144	0	0	0
公允价值变动收益	0	-53	-13	-17	-21
投资净收益	66	22	36	42	42
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	912	1048	2364	3338	4246
营业外收入	14	17	27	20	20
营业外支出	4	33	11	13	15
利润总额	923	1032	2380	3344	4251
所得税	105	120	321	412	519
净利润	817	912	2059	2932	3731
少数股东损益	8	19	3	16	35
归母净利润	810	893	2055	2916	3696
EBITDA	1082	1249	2585	3601	4546
EPS(元)	0.56	0.61	1.41	2.00	2.54

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.7	25.4	35.4	35.4	21.6
营业利润(%)	-20.3	14.8	125.6	41.2	27.2
归属于母公司净利润(%)	-20.9	10.2	130.3	41.9	26.7
获利能力					
毛利率(%)	24.9	23.8	27.0	27.7	28.5
净利率(%)	7.8	6.9	11.7	12.2	12.8
ROE(%)	10.5	10.4	19.2	21.6	21.7
ROIC(%)	8.4	8.3	15.7	18.2	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	61.6	60.8	62.7	57.6
净负债比率(%)	-13.4	-24.6	5.4	-22.0	-11.6
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.61	1.41	2.00	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.70	-1.05	3.60	0.25
每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.90	7.24	9.17	11.64
估值比率					
P/E	69.9	63.4	27.5	19.4	15.3
P/B	7.3	6.6	5.4	4.2	3.3
EV/EBITDA	51.4	42.6	21.6	14.5	11.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn