

股权激励上马，逆变+储能龙头提速  
买入（维持）

2020年12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

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	21,584	29,267	35,329
同比（%）	25.4%	66.0%	35.6%	20.7%
归母净利润（百万元）	893	2116	3327	4326
同比（%）	10.2%	137.0%	57.3%	30.0%
每股收益（元/股）	0.61	1.45	2.28	2.97
P/E（倍）	110.96	46.82	29.77	22.90

投资要点

- **事件：**阳光EPC子公司通过增资扩股的方式实施股权激励，激励对象为上市公司、子公司高管以及核心技术人员在内的员工持股平台。
- **股权激励绑定员工，利好长期发展：**EPC子公司20Q1-3归母净利2.25亿元，净利率41%，本次员工及持股平台注资5.7亿，占23%股本，投后公司估值24.8亿，投前公司估值19.1亿元，对应1.9倍PB。注资后董事长曹仁贤占4.1%、副董事长张许成占2.7%、高级副总裁顾亦磊占0.47%，核心高管合计占比7.27%，约占激励的1/3。本次交易的成功实施，有利于各版块协同，且能够有效调动管理层和核心骨干的工作积极性和主动性，强化其企业认同感，提升企业人才队伍的稳定性，进一步推动公司及阳光新能源稳健发展、做强做优。
- **中国龙头加速出海，组串崛起：**未来行业两大趋势：1）国内逆变器质优价廉（单价低30-50%），19年国内企业海外份额在55%（按GW），20年预计60%+，未来80%+，出口加速趋势明确；2）分布式发展+渗透电站，19年全球组串式占比60%，预计20年65%；3）毛利率：海外>国内、组串式>集中式
- **逆变器全球龙头，市占率加速提升：**公司是逆变器全球龙头，今年市占率加速提升，海外高占比高增速。逆变器出货约30GW（市占率24%，19年15%），其中海外21GW（市占率约25%，19年11%），国内9GW；明年全球装机高增长，预计公司出货50GW+，同增67%+，市占率27%，其中海外35GW（市占率32%），国内15GW。
- **国内最大储能龙头，放量在即：**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。公司是国内最大的储能逆变器龙头，储能系统装机已连续四年稳居全国第一，19年收入5.4亿元，20年预计10亿元，同增80%+，未来两年预计翻倍增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们上修过盈利预测，预计公司20-22年业绩为：21.2、33.3、43.3亿元（原预测19.83、28.05、36.67亿元），同比137%、57%、30%，对应EPS为1.45、2.28、2.97元，目标价91.2元，对应40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)	67.97
一年最低/最高价	9.39/76.58
市净率(倍)	10.52
流通A股市值(百万元)	73692.40

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）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》2020-10-30
- 2、《阳光电源（300274）：清洁能源转换 全球领跑者》2020-10-26
- 3、《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

**事件：**阳光 EPC 子公司通过增资扩股的方式实施股权激励，激励对象为上市公司、子公司高管以及核心技术人员在内的员工持股平台。

**股权激励绑定员工，利好长期发展：**EPC 子公司 20Q1-3 归母净利 2.25 亿元，净利率 41%，本次员工及持股平台注资 5.7 亿，占 23%股本，投后公司估值 24.8 亿，投前公司估值 19.1 亿元，对应 1.9 倍 PB。注资后董事长曹仁贤占 4.1%、副董事长张许成占 2.7%、高级副总裁顾亦磊占 0.47%，核心高管合计占比 7.27%，约占激励的 1/3。本次交易的成功实施，有利于各版块协同，且能够有效调动管理层和核心骨干的工作积极性和主动性，强化其企业认同感，提升企业人才队伍的稳定性，进一步推动公司及阳光新能源稳健发展、做强做优。

图 1：股权激励出资情况

股权激励对象	与公司的关系	股权激励出资金额 (万元)
曹仁贤	阳光电源董事长兼总裁	10,059.40
张许成	阳光电源副董事长	6,662.30
顾亦磊	阳光电源高级副总裁	1,150.00
月阳合伙	阳光电源员工持股平台	5,278.50
浩阳合伙	阳光电源员工持股平台	5,313.00
凤阳合伙	阳光新能源员工持股平台	8,809.00
星阳合伙	阳光新能源员工持股平台	9,855.50
泓阳合伙	阳光新能源员工持股平台	9,625.50
合计		56,753.20

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：本次股权激励前后股权结构

股东名称	股权激励前持股比例	股权激励后持股比例
阳光电源	100%	77.0%
曹仁贤	-	4.1%
张许成	-	2.7%
顾亦磊	-	0.5%
月阳合伙	-	2.1%
浩阳合伙	-	2.2%
凤阳合伙	-	3.6%
星阳合伙	-	4.0%
泓阳合伙	-	3.9%
合计	100%	100.0%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

**中国龙头加速出海，组串崛起：**未来行业两大趋势：1) 国内逆变器质优价廉 (单价低 30-50%)，19 年国内企业海外份额在 55% (按 GW)，20 年预计 60%+，未来 80%+，出口加速趋势明确；2) 分布式发展+渗透电站，19 年全球组串式占比 60%，预计 20 年 65%；3) 毛利率：海外>国内、组串式>集中式

图 3：逆变器海外市场空间测算

海外市场空间测算			
海外市场出货量 (GW)	2019年	2018年	同比
中国企业	51.9	32	62%
外国企业	41.7	26.7	56%
合计	93.6	58.7	59%
海外市场金额 (亿元)	2019年	2018年	同比
中国企业	162.9	125.9	29%
外国企业	371.2	284.5	30%
合计	534.1	410.4	30%
海外市场单价 (元/W)	2019年	2018年	同比
中国企业	0.31	0.39	-20%
外国企业	0.89	1.07	-16%
合计	0.57	0.70	-18%

数据来源：伍德麦肯锡，东吴证券研究所

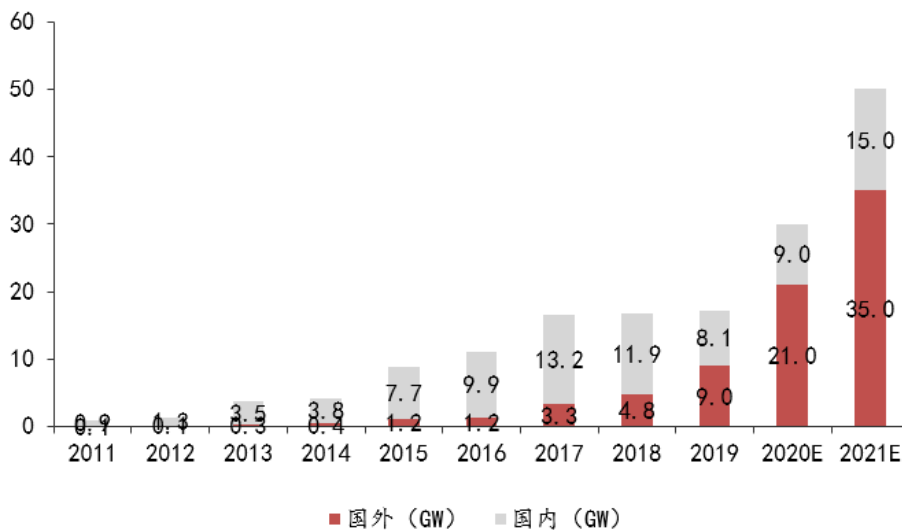
图 4：国内企业逆变器业务毛利率

毛利率		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
阳光电源	国内	44.37%	35.04%	23.51%	24.26%	22.50%	26.31%	25.50%	21.25%	18.14%
	海外	45.69%	13.55%	27.45%	39.39%	36.46%	3.25%	40.18%	48.49%	40.56%
锦浪科技	国内						28.18%	27.08%	22.83%	17.57%
	海外						42.01%	44.07%	42.42%	44.74%
固德威	国内							31.12%	25.45%	25.26%
	海外							42.84%	41.84%	49.43%
特变电工	国内	19.09%	17.01%	15.96%	16.81%	17.65%	18.19%	19.89%	17.79%	18.79%
	海外	21.16%	16.70%	18.56%	16.67%	19.25%	18.49%	28.81%	25.92%	26.16%
科华恒盛	国内	34.60%	34.02%	37.01%	31.99%	34.41%	36.27%	33.16%	29.56%	29.72%
	海外	22.55%	21.71%	24.54%	27.61%	28.98%	31.88%	31.85%	27.57%	29.79%
平均	国内	32.69%	28.69%	25.49%	24.35%	24.85%	27.24%	27.35%	23.38%	21.90%
	海外	29.80%	17.32%	23.52%	27.89%	28.23%	23.91%	37.55%	37.25%	38.14%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

**逆变器全球龙头，市占率加速提升：**公司是逆变器全球龙头，今年市占率加速提升，海外高占比高增速。逆变器出货约 30GW（市占率 24%，19 年 15%），其中海外 21GW（市占率约 25%，19 年 11%），国内 9GW；明年全球装机高增长，预计公司出货 50GW+，同增 67%+，市占率 27%，其中海外 35GW（市占率 32%），国内 15GW。

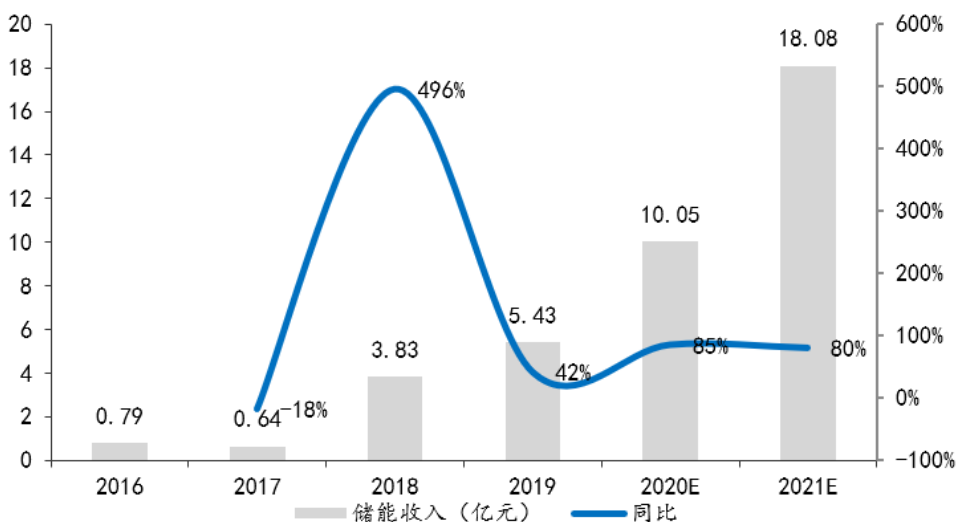
图 5: 公司逆变器出货(GW)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**国内最大储能龙头，放量在即：**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。公司是国内最大的储能逆变器龙头，储能系统装机已连续四年稳居全国第一，19 年收入 5.4 亿元，20 年预计 10 亿元，同增 80%+，未来两年预计翻倍增长。

图 6: 公司储能收入



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们上修过盈利预测, 预计公司 20-22 年业绩为: 21.2、33.3、43.3 亿元 (原预测 19.83、28.05、36.67 亿元), 同比 137%、57%、30%, 对应 EPS 为 1.45、2.28、2.97 元, 目标价 91.2 元, 对应 40 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
<b>流动资产</b>	<b>18429.3</b>	<b>25502.8</b>	<b>34006.9</b>	<b>40122.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>13003.3</b>	<b>21584.3</b>	<b>29266.6</b>	<b>35329.1</b>
现金	4457.0	4946.3	7117.6	8028.7	减:营业成本	9906.8	16194.2	21642.8	25930.6
应收账款	7924.2	11827.0	16036.5	19358.4	营业税金及附加	46.5	64.8	87.8	106.0
存货	3339.4	5102.3	6522.5	7814.7	营业费用	918.4	1403.0	1843.8	2190.4
其他流动资产	2708.8	3627.2	4330.3	4920.9	管理费用	358.2	1514.5	1993.7	2317.7
<b>非流动资产</b>	<b>4389.8</b>	<b>5122.3</b>	<b>5683.6</b>	<b>6230.7</b>	财务费用	7.9	-34.5	-76.3	-102.9
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	20.0	12.0	13.8
在建工程					其他收益	-740.0	-31.6	41.4	59.6
无形资产	108.1	104.5	100.9	97.3	<b>营业利润</b>	<b>1047.8</b>	<b>2430.7</b>	<b>3828.2</b>	<b>4960.6</b>
其他非流动资产	1153.0	1153.0	1153.0	1153.0	加:营业外净收支	-16.1	10.0	10.0	30.0
<b>资产总计</b>	<b>22819.1</b>	<b>30625.0</b>	<b>39690.5</b>	<b>46353.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>1031.7</b>	<b>2440.7</b>	<b>3838.2</b>	<b>4990.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>12192.9</b>	<b>18339.5</b>	<b>24809.9</b>	<b>27606.2</b>	减:所得税费用	120.2	292.9	460.6	598.9
短期借款	516.0	120.0	452.8	362.9	少数股东损益	19.0	32.2	50.7	65.9
应付账款	9338.1	14641.3	19567.4	21312.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>892.6</b>	<b>2115.6</b>	<b>3326.9</b>	<b>4325.9</b>
其他流动负债	2338.8	3578.2	4789.7	5930.4	EBIT	1828.7	2476.2	3789.9	4894.0
<b>非流动负债</b>	<b>1871.4</b>	<b>1896.4</b>	<b>1921.4</b>	<b>2446.4</b>	EBITDA	2048.5	2651.6	3998.2	5140.0
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					
<b>负债合计</b>	<b>14064.3</b>	<b>20236.0</b>	<b>26731.4</b>	<b>30052.6</b>	<b>重要财务与估值指 标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	160.6	187.0	228.6	282.6	每股收益(元)	0.61	1.45	2.28	2.97
归属母公司股东权益	8594.2	10202.1	12730.5	16018.2	每股净资产(元)	5.90	7.00	8.74	10.99
<b>负债和股东权益</b>	<b>22819.1</b>	<b>30625.0</b>	<b>39690.5</b>	<b>46353.4</b>	发行在外股份(百万 股)	1457.1	1457.2	1457.2	1457.2
					ROIC(%)	16.8%	24.0%	37.0%	39.0%
					ROE(%)	10.4%	20.7%	26.1%	27.0%
					毛利率(%)	23.8%	25.0%	26.0%	26.6%
					销售净利率(%)	6.9%	9.8%	11.4%	12.2%
					资产负债率(%)	61.6%	66.1%	67.3%	64.8%
					收入增长率(%)	25.4%	66.0%	35.6%	20.7%
					净利润增长率(%)	10.2%	137.0%	57.3%	30.0%
					P/E	110.96	46.82	29.77	22.90
					P/B	11.52	9.71	7.78	6.18
					EV/EBITDA	55.21	44.98	31.46	25.12

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>