

2021年01月25日

业绩符合预期，市占率大幅提升，龙一地位稳固

买入（维持）

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	21,572	28,489	34,680
同比（%）	25.4%	65.9%	32.1%	21.7%
归母净利润（百万元）	893	1934	3257	4237
同比（%）	10.2%	116.7%	68.4%	30.1%
每股收益（元/股）	0.61	1.33	2.23	2.91
P/E（倍）	167.33	77.24	45.86	35.26

投资要点

- **20年公司业绩18.5-20.5亿元，同比增长107.4%-129.8%，符合预期。**20年公司业绩18.5-20.5亿元，同比增长107.4%-129.8%，符合预期。公司发布2020年度业绩预告，20年收入190.0-200.0亿元，同比增长46.12%-53.81%；20年全年归母18.5-20.5亿元，同增107.40%-129.82%。20年Q4收入70.91-80.91亿元，同增21.86%-39.04%，环增42.76%-62.90%；Q4归母6.54-8.54亿元，同增93.49%-152.66%，环比-12.68%-14.02%。20Q4中值来看，营收75.91亿元，同增30.5%，归母中值7.54亿元，同增123.1%，环增0.67%，符合预期。
- **疫情加速出海+国内装机超预期，市占率大幅提升。**公司全年逆变器业务出货量预计约35GW，19年17.1GW，同增100%+，市占率同比大幅提升10个百分点至24%。其中Q4出货16.5GW，环增接近100%。公司20年出货量市占率大幅提升主要原因在于：（1）**疫情加速国内逆变器企业出海：**今年疫情影响下，海外装机韧性极强，全年组件出口73.8GW，同增11.4%，预计全年海外装机约95GW，同比20年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；（2）**公司产品竞争力强叠加渠道布局：**公司产品竞争力强且多年来持续布局海外营销渠道，公司自16年起海外销售持续高速增长，从16年1.2GW成长至20年的23GW+；（3）**国内装机大超预期：**20年国内装机大超预期，全年新增装机48.2GW，同比增长约60%，公司作为国内逆变器龙头，充分受益。
- **海外逆变器超预期增长，驱动盈利快速提升。**分结构来看，20年海外占比约2/3，出货23-24GW，同比大增约160%；其中Q4国内海外出货占比约64%，约10-11GW，环增约80%，海外出货大幅超出市场预期。**海外高增主要原因在于：**公司提早布局全球渠道，同时今年欧洲、美国市场大爆发，公司在美国、东南亚、欧洲及澳洲等市场均有显著增长。受益于海外出货高增，结构优化毛利率提升，测算20年总体毛利率约34%左右，其中海外约40%，国内约23%，驱动盈利能力提升。
- **国内外均衡发展，全球逆变器龙头加冕。**疫情加速逆变器格局集中，公司国内外均衡发展，逆变器龙头加冕：1）全球看，公司20年出货35GW，按全球装机143GW测算，公司市占率在24%，同比提升10+pct，位列全球TOP1；2）海外看，公司20年海外出货23-24GW，按海外装机95GW测算，公司市占率在25%，同比提升约14pct；3）国内看，公司20年出货11-12GW，按国内装机48GW测算，市占率约24%。
- **储能厚积薄发，高增长亮眼。**预计公司2020年储能业务收入10.05亿元，同比增长85%+。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。根据调研机构HIS Markit公司的预测，全球储能市场会克服疫情带来的不利影响，预计20年全球储能系统的部署装机容量将超过5GW，25年全球储能装机容量达到19年2.7GW的5倍以上；2025年中国电池储能系统部署装机容量将达到6.5GW。
- **电站集成业务稳健增长。**公司2020年电站集成业务收入100亿元左右，同增25.96%，毛利率预计较19年15.89%稍有下降致使利润略有下降，21年恢复增长。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。今年风电装机大超预期，主机厂放宽变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，20年风电变流器业务实现飞跃式发展，预计2020年全年出货10GW左右，同比增长超6倍，21年预计有所下降。同时风电变流器约提前一季度交货，20Q3是风电变流器交货高峰，20Q4环比有所下降。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司20-22年业绩为：19.34、32.57、42.37亿元，同比116.7%、68.4%、30.1%，对应EPS为1.33、2.23、2.91元，目标价122.65元，对应21年55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)	102.50
一年最低/最高价	9.35/102.50
市净率(倍)	15.40
流通A股市值(百万元)	101462.28

基础数据

每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	61.84
总股本(百万股)	1456.94
流通A股(百万股)	1086.32

相关研究

- 1、《阳光电源（300274）点评：股权激励上马，逆变+储能龙头提速》2020-12-31
- 2、《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
- 3、《阳光电源（300274）：清洁能源转换 全球领跑者》2020-10-26

20 年公司业绩 18.5-20.5 亿元，同比增长 107.4%-129.8%，符合预期。公司发布 2020 年度业绩预告，20 年收入 190.0-200.0 亿元，同比增长 46.12%-53.81%；20 年全年归母 18.5-20.5 亿元，同增 107.40%-129.82%。20 年 Q4 收入 70.91-80.91 亿元，同增 21.86%-39.04%，环增 42.76%-62.90%；Q4 归母 6.54-8.54 亿元，同增 93.49%-152.66%，环比-12.68%-14.02%。20Q4 中值来看，营收 75.91 亿元，同增 30.5%，归母中值 7.54 亿元，同增 123.1%，环增 0.67%，符合预期。

图 1：阳光电源分季度业绩摘要与预算

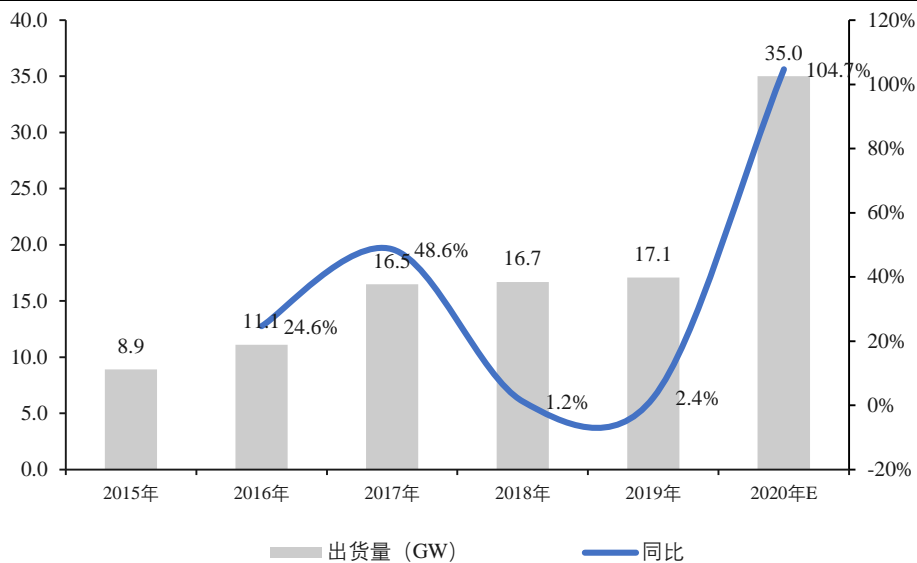
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4中值	20Q4E	2020E	2020E中值
营收(亿元)	22.19	22.43	27.22	58.19	18.47	50.95	49.67	75.91	70.91~80.91	190.00~200.00	195.00
同比(%)	30.1%	2.5%	55.6%	23.2%	-16.8%	127.2%	82.5%	30.5%	21.86%~39.04%	46.12%~53.81%	50%
归母净利润(亿元)	1.71	1.61	2.22	3.38	1.60	2.87	7.49	7.54	6.54~8.54	18.50~20.50	19.50
同比(%)	-15.6%	-10.4%	-1.1%	67.0%	-6.4%	78.3%	237.4%	123.1%	93.49%~152.66%	107.40%~129.82%	118.6%
扣非归母净利润(亿元)	1.48	1.39	1.78	4.41	1.47	2.64	6.73	6.26	5.26~7.26	16.10~18.10	17.10
同比(%)	-19.1%	-10.9%	-6.3%	157.9%	-0.7%	89.9%	278.1%	42.0%	195.51%~307.87%	77.70%~99.78%	88.7%
归母净利润/营收	7.7%	7.2%	8.2%	5.8%	8.7%	5.6%	15.1%	9.9%	8.62%~11.25%	9.49%~10.51%	10.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情加速出海+国内装机超预期，市占率大幅提升：公司全年逆变器业务出货量预计约 35GW，19 年 17.1GW，同增 100%+，市占率同比大幅提升 10 个百分点至 24%。其中 Q4 出货 16.5GW，环增接近 100%。公司 20 年出货市占率大幅提升主要原因在于：

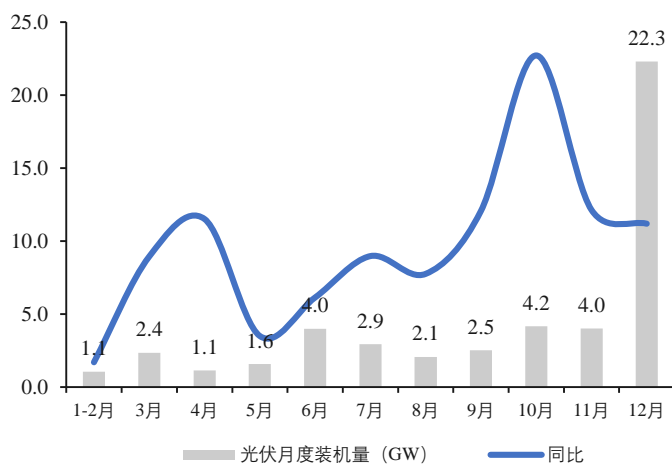
(1) 疫情加速国内逆变器企业出海：今年疫情影响下，海外装机韧性极强，全年组件出口 73.8GW，同增 11.4%，预计全年海外装机约 95GW，同比 20 年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；**(2) 公司产品竞争力强叠加渠道布局：**公司产品竞争力强且多年来持续布局海外营销渠道，公司自 16 年起海外销售持续高增增长，从 16 年 1.2GW 成长至 20 年的 23GW+；**(3) 国内装机大超预期：**20 年国内装机大超预期，全年新增装机 48.2GW，同比增长约 60%，公司作为国内逆变器龙头，充分受益。

图 2: 阳光电源逆变器出货量 (GW)



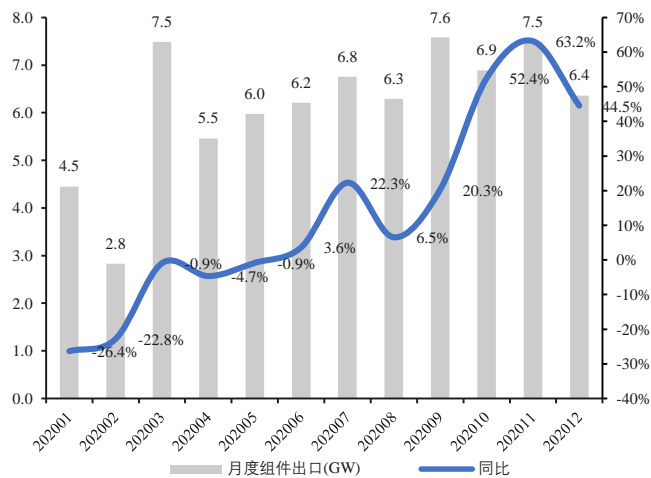
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2020 年国内光伏月度装机量 (GW)



数据来源: 中电联, 东吴证券研究所

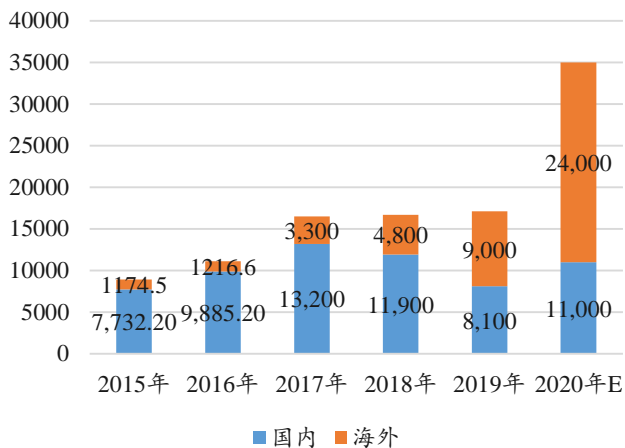
图 4: 2020 年组件海外出口数据 (GW)



数据来源: solarzoom, 东吴证券研究所

海外逆变器出货超预期, 驱动盈利能力提升: 分结构来看, 20 年海外占比约 2/3, 出货 23-24GW, 同比大增约 160%; 其中 Q4 国内海外出货占比约 64%, 约 10-11GW, 环增约 80%, 海外出货大幅超出市场预期。**海外高增主要原因在于:** 公司提早布局全球渠道, 同时今年欧洲、美国市场大爆发, 公司在美国、东南亚、欧洲及澳洲等市场均有显著增长。受益于海外出货高增, 结构优化毛利率提升, 测算 20 年总体毛利率约 34% 左右, 其中海外约 40%, 国内约 23%, 驱动盈利能力提升。

图 5: 公司海外逆变器占比大幅提升 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

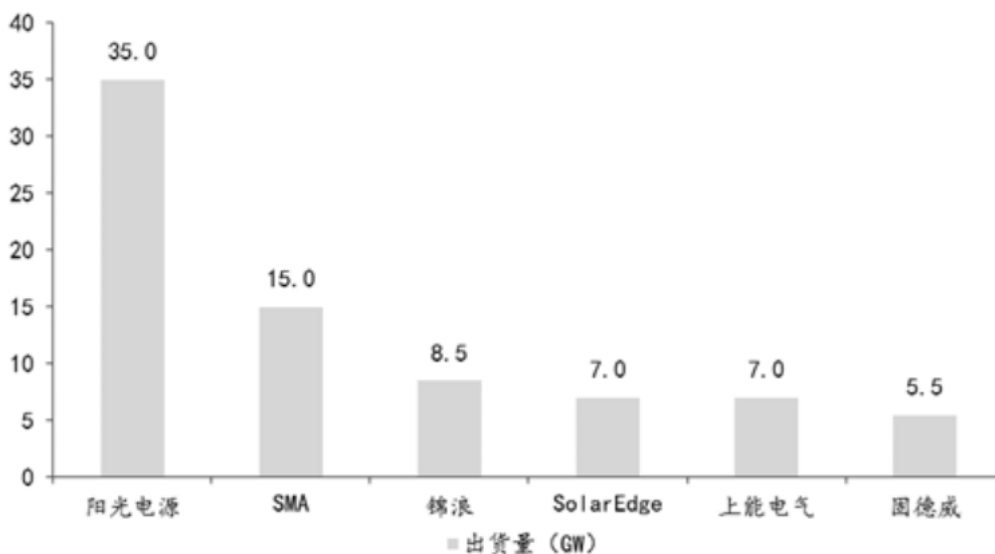
图 6: 公司逆变器国内外出口结构

出货 (GW)	20H	20Q3	20Q4	合计
国内	3	2.6	5.9	11.5
海外	7	5.9	10.6	23.5
合计	10	8.5	16.5	35
海外占比	70%	69%	64%	67%

数据来源: 东吴证券研究所

国内外均衡发展, 全球逆变器龙头加冕: 疫情加速逆变器格局集中, 公司国内外均衡发展, 逆变器龙头加冕: 1) 全球看, 公司 20 年出货 35GW, 按全球装机 143GW 测算, 公司市占率在 24%, 同比提升 10+ pct, 位列全球 TOP1; 2) 海外看, 公司 20 年海外出货 23-24GW, 按海外装机 95GW 测算, 公司市占率在 25%, 同比提升约 14 pct; 3) 国内看, 公司 20 年出货 11-12GW, 按国内装机 48GW 测算, 市占率约 24%。

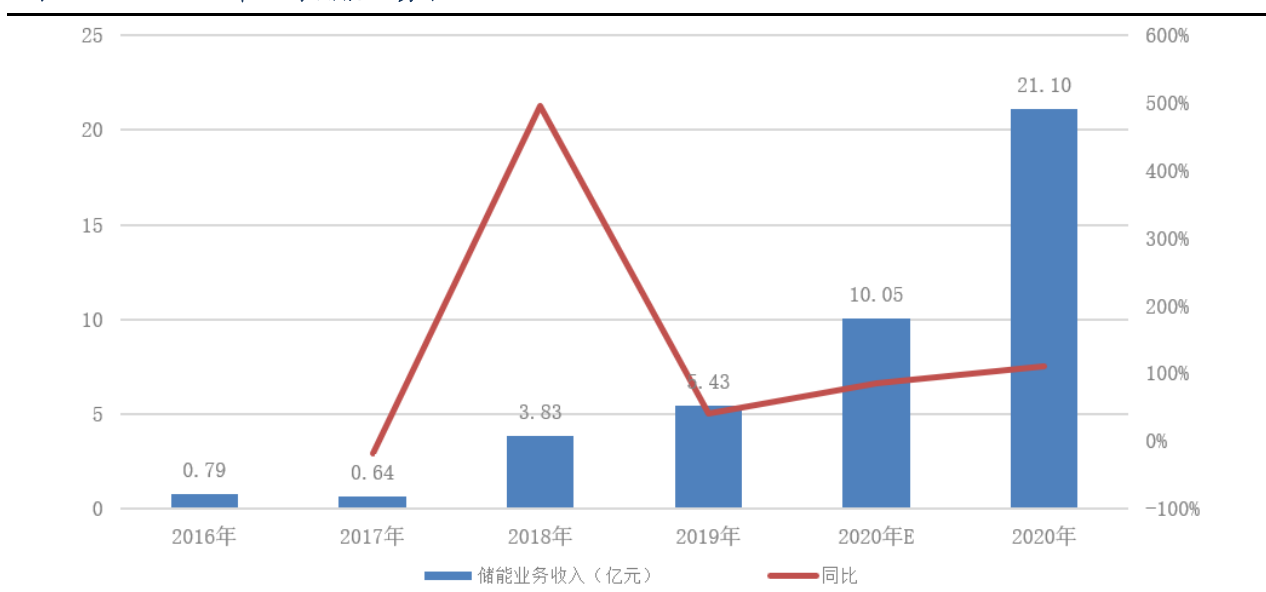
图 7: 2020 年全球逆变器龙头出货量 (预计)



数据来源: 东吴证券研究所测算

储能厚积薄发，高增长亮眼：预计公司 2020 年储能业务收入 10.05 亿元，同比增长 85%+。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。根据调研机构 HIS Markit 公司的预测，全球储能市场会克服疫情带来的不利影响，预计 20 年全球储能系统的部署装机容量将超过 5GW，25 年全球储能装机容量达到 19 年 2.7GW 的 5 倍以上；2025 年中国电池储能系统部署装机容量将达到 6.5GW。

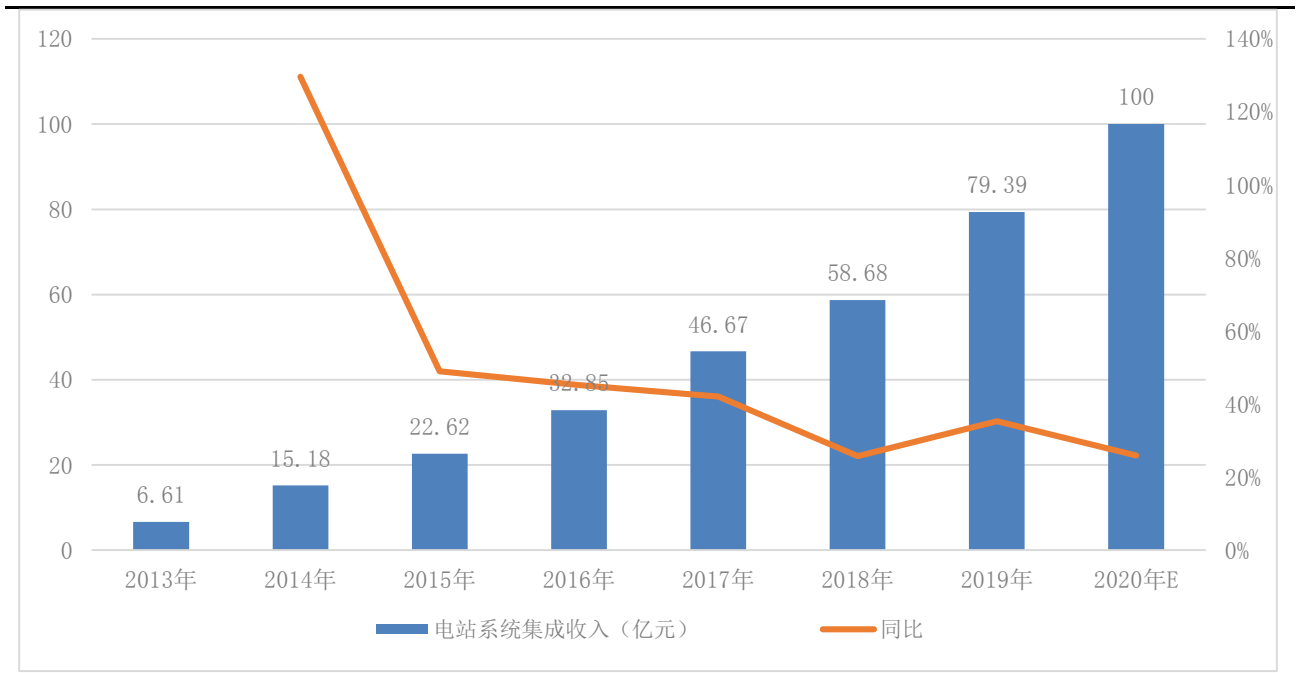
图 8：2016-2020 年公司储能业务收入



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 2020 年电站集成业务收入 100 亿元左右，同增 25.96%，毛利率预计较 19 年 15.89% 稍有下降致使利润略有下降，21 年恢复增长。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。

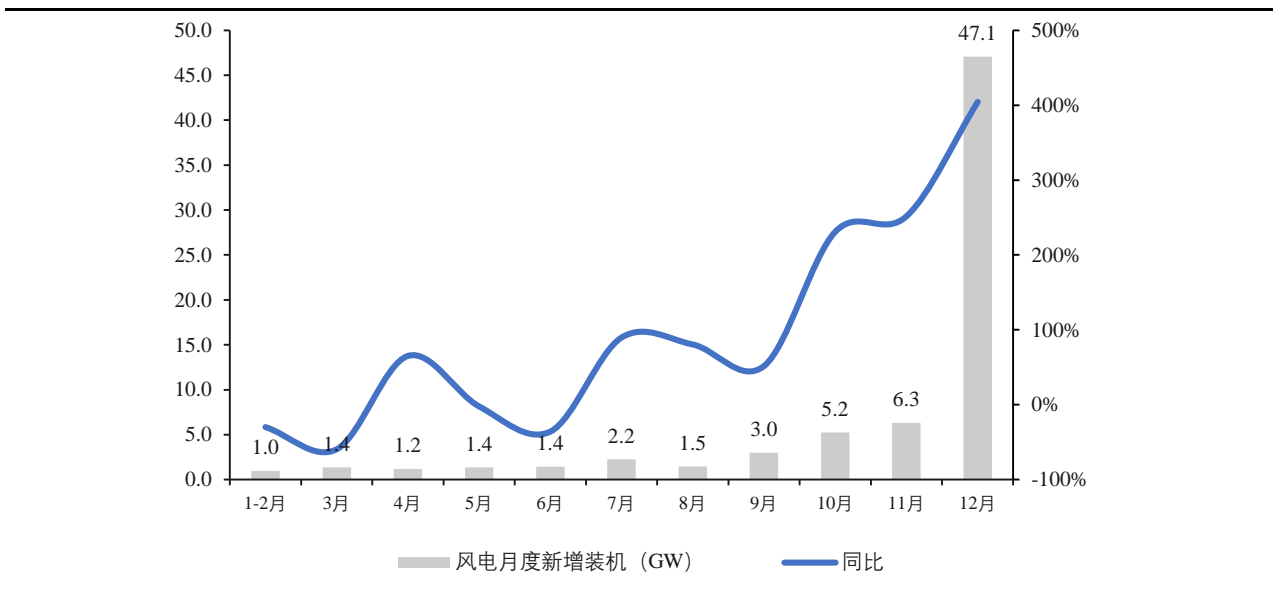
图 9：2013-2020 年公司电站系统集成收入



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。今年风电装机大超预期，主机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，20 年风电变流器业务实现飞跃式发展，预计 2020 年全年出货 10GW 左右，同比增长超 6 倍，21 年预计有所下降。同时风电变流器约提前一季度交货，20Q3 是风电变流器交货高峰，20Q4 环比有所下降。

图 10: 2020 年风电月度新增装机量 (GW)



数据来源：中电联，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：19.34、32.57、42.37 亿元，同比 116.7%、68.4%、30.1%，对应 EPS 为 1.33、2.23、2.91 元，目标价 122.65 元，对应 21 年 55 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	25520.9	33270.3	39425.1	营业收入	13003.3	21572.5	28488.8	34680.0
现金	4457.0	4929.7	7020.2	7870.1	减:营业成本	9906.8	16328.6	21188.4	25532.8
应收账款	7924.2	11820.5	15610.3	19002.7	营业税金及附加	46.5	64.7	85.5	104.0
存货	3339.4	5144.6	6385.5	7694.8	营业费用	918.4	1402.2	1709.3	2080.8
其他流动资产	2708.8	3626.0	4254.3	4857.5	管理费用	358.2	1578.4	1883.9	2275.1
非流动资产	4389.8	5122.3	5683.6	6230.7	财务费用	7.9	-34.3	-74.6	-99.0
长期股权投资	170.3	216.9	263.5	310.1	资产减值损失	22.5	20.0	12.0	13.8
固定资产	2958.4	3647.8	4166.2	4670.3	加:投资净收益	-740.0	-31.7	39.1	57.6
在建工程					其他收益	1047.8	2221.1	3747.4	4857.7
无形资产	108.1	104.5	100.9	97.3	营业利润	-16.1	10.0	10.0	30.0
其他非流动资产	1153.0	1153.0	1153.0	1153.0	加:营业外净收支	1031.7	2231.1	3757.4	4887.7
资产总计	22819.1	30643.2	38953.9	45655.8	利润总额	120.2	267.7	450.9	586.5
流动负债	12192.9	18498.1	24267.8	27172.0	减:所得税费用	19.0	29.5	49.6	64.5
短期借款	516.0	120.0	452.8	362.9	少数股东损益	892.6	1933.9	3256.9	4236.6
应付账款	9338.1	14762.9	19156.6	20985.9	归属母公司净利润	1828.7	2266.8	3710.8	4794.8
其他流动负债	2338.8	3615.2	4658.4	5823.2	EBIT	2048.5	2442.3	3919.1	5040.8
非流动负债	1871.4	1896.4	1921.4	2446.4	EBITDA	13003.3	21572.5	28488.8	34680.0
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					
负债合计	14064.3	20394.5	26189.2	29618.4	重要财务与估值指 标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	160.6	184.8	225.4	278.3	每股收益(元)	0.61	1.33	2.23	2.91
归属母公司股东权益	8594.2	10064.0	12539.2	15759.0	每股净资产(元)	5.90	6.91	8.60	10.81
负债和股东权益	22819.1	30643.2	38953.9	45655.8	发行在外股份(百万 股)	1457.1	1457.2	1457.2	1457.2
					ROIC(%)	16.8%	22.0%	36.6%	38.6%
					ROE(%)	10.4%	19.2%	26.0%	26.9%
					毛利率(%)	23.8%	24.3%	25.6%	26.4%
					销售净利率(%)	6.9%	9.0%	11.4%	12.2%
					资产负债率(%)	61.6%	66.6%	67.2%	64.9%
					收入增长率(%)	25.4%	65.9%	32.1%	21.7%
					净利润增长率(%)	10.2%	116.7%	68.4%	30.1%
					P/E	167.33	77.24	45.86	35.26
					P/B	17.38	14.84	11.91	9.48
					EV/EBITDA	79.77	69.50	44.79	35.50

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>