

公司研究

碳中和背景下储能市场前景广阔，定增扩产保障未来业绩高增

——阳光电源（300274.SZ）向特定对象发行 A 股股票预案点评

要点

事件：公司日前发布定增预案，拟向特定对象发行 A 股股票募集资金总额不超过 41.46 亿元，在扣除发行费用后将用于年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目、研发创新中心扩建项目、全球营销服务体系建设项目、以及补充流动资金。

拟募资 24 亿元扩产 100GW 逆变器产能，行业景气度提升背景下保障出货量。公司拟募资 24 亿元扩产 100GW 产能（其中 70GW 光伏逆变设备、15GW 风电变流器、15GW 储能变流器产能），在公司 2020 年逆变器出货超 30GW（我们预计）、逆变器设备产能利用率持续超过 100%超负荷运转的背景下，通过扩产提升生产资源的利用效率，增强规模化效应并保障出货量，进一步提升市场份额并巩固行业龙头地位。

拟募资 5 亿元加码全球营销服务体系建立，助力公司海外市场市占率进一步提升。公司海外逆变器销售业务在美国抢装、欧洲回暖、竞争对手拓展受阻等多因素影响下，2020 年前三季度海外逆变器销量达 15GW，保持了全球逆变器销售市占率第一的地位，且价格的下跌幅度亦有所放缓。本次公司拟募资 5 亿美元加码全球营销服务体系建立，通过营销体系推动公司出口规模持续提升，抓住海外销售盈利能力强于国内的特点在海外市场实现进一步扩展，也能确保全球市场的市占率在 21%（截至 2020 年 6 月末）的基础上实现稳步提升。

储能市场空间广阔，碳中和背景下有望加速放量。碳中和背景下新能源装机量将维持高速增长，而新能源发电量占比的持续提升也对发电侧储能配置提出了新的要求。公司正加速拓展储能逆变器市场，在北美的工商业储能市场和澳洲的光储系统市占率均超过 20%（截至 2020 年 6 月末）；未来随着我国加大对储能行业的支持和建设力度，公司储能逆变器业务有望成为公司新的盈利增长点。我们预计公司 2020 年储能业务营业收入约 10 亿元，本次定增抓住逆变器市场景气期机遇加大扩产力度，目前投运产能约 30GW，计划未来总产能达 100GW，为公司储能龙头地位提供有力支撑。

维持“买入”评级：受益于海外市场（欧洲、美国）景气度提升，公司海外逆变器销量未来两年仍将维持持续上升态势，且储能市场空间的逐步打开将给公司带来更大市场空间，我们维持原盈利预测，预计公司 20-22 年实现归母净利润 19.17/25.60/32.90 亿元，对应 20-22 年 EPS1.32/1.76/2.26 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 83/62/48 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示：全球光伏装机不及预期的风险，EPC 和储能订单不及预期，竞争加剧导致盈利能力下降的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,369	13,003	18,718	22,204	26,356
营业收入增长率	16.69%	25.41%	43.95%	18.62%	18.70%
净利润（百万元）	810	893	1,917	2,560	3,290
净利润增长率	-20.95%	10.24%	114.80%	33.54%	28.51%
EPS（元）	0.56	0.61	1.32	1.76	2.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.51%	10.39%	18.19%	19.87%	20.72%
P/E	196	179	83	62	48
P/B	20.6	18.6	15.1	12.4	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-04

买入（维持）

当前价：109.50 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

联系人：陈无忌

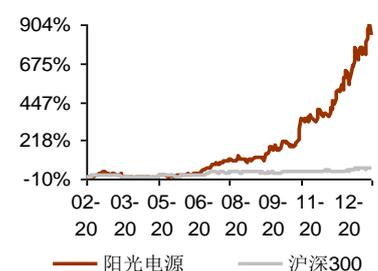
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.57
总市值(亿元):	1595.35
一年最低/最高(元):	9.39/114.07
近 3 月换手率:	236.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	38.63	126.95	936.44
绝对	42.54	140.66	981.04

资料来源：Wind

相关研报

业绩超预期，海外市场逆变器销量高增——阳光电源（300274.SZ）2020 年三季度点评（2020-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,369	13,003	18,718	22,204	26,356
营业成本	7,791	9,907	13,449	15,784	18,549
折旧和摊销	144	220	247	275	304
税金及附加	35	47	67	79	94
销售费用	698	918	1,322	1,554	1,845
管理费用	295	349	518	577	685
研发费用	482	636	917	1,044	1,239
财务费用	16	8	138	176	151
投资收益	66	22	22	22	22
营业利润	912	1,048	2,232	2,975	3,819
利润总额	923	1,032	2,216	2,959	3,803
所得税	105	120	258	345	443
净利润	817	912	1,958	2,615	3,360
少数股东损益	8	19	41	54	70
归属母公司净利润	810	893	1,917	2,560	3,290
EPS(按最新股本计)	0.56	0.61	1.32	1.76	2.26

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	181	2,480	740	2,414	3,464
净利润	810	893	1,917	2,560	3,290
折旧摊销	144	220	247	275	304
净营运资金增加	901	-960	3,509	1,815	1,740
其他	-1,673	2,328	-4,933	-2,237	-1,869
投资活动产生现金流	-555	-1,605	-478	-478	-478
净资本支出	-839	-682	-500	-500	-500
长期投资变化	124	170	0	0	0
其他资产变化	161	-1,093	22	22	22
融资活动现金流	615	-20	1,645	-751	-1,047
股本变化	3	6	0	0	0
债务净变化	744	135	1,810	-356	-770
无息负债变化	729	3,232	4,029	2,721	3,384
净现金流	255	864	1,907	1,185	1,940

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	24.9%	23.8%	28.1%	28.9%	29.6%
EBITDA 率	9.7%	11.9%	15.4%	16.5%	17.1%
EBIT 率	8.3%	10.1%	14.1%	15.3%	16.0%
税前净利润率	8.9%	7.9%	11.8%	13.3%	14.4%
归母净利润率	7.8%	6.9%	10.2%	11.5%	12.5%
ROA	4.4%	4.0%	6.4%	7.4%	8.2%
ROE (摊薄)	10.5%	10.4%	18.2%	19.9%	20.7%
经营性 ROIC	8.3%	13.6%	18.7%	20.7%	22.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	62%	65%	63%	61%
流动比率	1.56	1.51	1.47	1.55	1.66
速动比率	1.30	1.24	1.21	1.28	1.37
归母权益/有息债务	3.90	4.07	2.69	3.61	5.68
有形资产/有息债务	9.23	10.66	7.74	9.85	14.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	18,493	22,819	30,646	35,407	41,089
货币资金	3,176	4,457	6,364	7,549	9,489
交易性金融资产	0	1,388	1,388	1,388	1,388
应收帐款	6,313	6,672	10,478	12,630	14,754
应收票据	920	693	997	1,183	1,404
其他应收款 (合计)	502	560	805	955	1,134
存货	2,459	3,339	4,556	5,358	6,308
其他流动资产	844	980	980	980	980
流动资产合计	14,465	18,429	26,003	30,539	36,025
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	124	170	170	170	170
固定资产	2,409	2,936	3,175	3,385	3,565
在建工程	98	23	17	12	8
无形资产	89	108	103	98	93
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	54	11	11	11	11
非流动资产合计	4,028	4,390	4,643	4,868	5,064
总负债	10,698	14,064	19,904	22,268	24,883
短期借款	423	333	1,926	1,170	0
应付账款	3,957	5,858	7,952	9,333	10,967
应付票据	3,098	3,480	4,725	5,545	6,517
预收账款	617	1,562	2,249	2,668	3,167
其他流动负债	104	68	68	68	68
流动负债合计	9,248	12,193	17,703	19,668	21,716
长期借款	1,255	1,596	1,996	2,396	2,796
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	181	203	203	203	369
非流动负债合计	1,450	1,811	2,201	2,601	3,167
股东权益	7,795	8,755	10,743	13,138	16,206
股本	1,452	1,457	1,457	1,457	1,457
公积金	3,544	3,681	3,873	3,972	3,972
未分配利润	2,869	3,596	5,219	7,461	10,459
归属母公司权益	7,706	8,594	10,541	12,882	15,880
少数股东权益	89	161	201	256	326

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6.73%	7.06%	7.06%	7.00%	7.00%
管理费用率	2.85%	2.69%	2.77%	2.60%	2.60%
财务费用率	0.15%	0.06%	0.74%	0.79%	0.57%
研发费用率	4.65%	4.89%	4.90%	4.70%	4.70%
所得税率	11%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.06	0.07	0.15	0.20	0.26
每股经营现金流	0.12	1.70	0.51	1.66	2.38
每股净资产	5.31	5.90	7.23	8.84	10.90
每股销售收入	7.14	8.92	12.84	15.24	18.09

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	196	179	83	62	48
PB	20.6	18.6	15.1	12.4	10.0
EV/EBITDA	159.6	104.2	56.4	44.3	35.7
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------