

增持

——维持

阳光电源 (300274)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2021年02月05日

行业: 电气设备和新能源



分析师: 孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870520010001

基本数据 (2021年02月02日)

报告日股价 (元)	98.40
12mth A 股价格区间 (元)	9.39-113.62
总股本 (百万股)	1456.94
无限售 A 股/总股本	74.56%
流通市值 (百万元)	106893.88
每股净资产 (元)	6.65

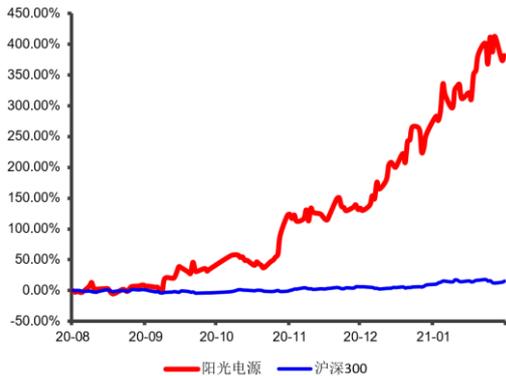
主要股东 (2020Q3)

曹仁贤	30.95%
-----	--------

收入结构 (2020H1)

电站系统集成	52.24%
光伏逆变器	38.45%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

业绩高速增长, 定增扩产夯实龙头地位

■ 公司动态事项

2月2日晚间, 公司发布2021年向不超过35名特定对象发行A股股票预案。本次发行股票数量不超过本次发行前上市公司总股本的30%, 即4.37亿股, 募集资金不超过41.56亿元。

1月25日晚间, 公司发布2020年业绩预告。2020年预计实现营业收入190亿元-200亿元, 同比增长46%-54%; 归母净利润18.5亿元-20.5亿元, 同比增长107%-130%。

■ 主要观点

20年逆变器出货高增长, 定增扩产缓解产能瓶颈

根据公司产能及全年业绩情况, 我们预计公司2020年光伏逆变器全球出货约34GW, 全球市占率预计较20年上半年继续提升, 其中Q4出货约15GW, 超出市场预期。随着海外市场需求的爆发, 我们预计公司逆变器海外出货占比超6成, 毛利率预计维持在35%左右。公司本次定增募集资金总额不超过41.56亿元, 其中24.18亿元将投向年产100GW新能源发电装备制造基地项目, 其中新增70GW光伏逆变设备、15GW风电变流器、15GW储能变流器产能, 项目达产后投资内部收益率约为36.3%。公司现有产能20-30GW, 产能利用率持续超过100%, 处于超负荷状态, 产能远无法满足市场需求, 扩张迫在眉睫。本项目的实施, 我们预计21年公司产能有望提升至50GW以上, 增强规模效应, 进一步提升全球市场份额。

海外市场深耕多年, 渠道布局持续深化

随着低碳经济逐步成为全球共识, 新能源迎来蓬勃发展的新机遇。公司布局海外市场已超十年, 在下游认证、品牌价值、客户渠道等层面优势显著。公司前期布局逐步迈入收获期, 全球市占率显著提升, 中期目标提升至40%, 成长空间巨大。今年前三季度海外业务利润贡献达到7成以上, 外销逆变器毛利率较国内平均水平高5-10个百分点。公司此次定增募集资金中约4.98亿元加码全球营销服务体系, 公司拟于上海设立全球影响服务中心总部, 并于德国及荷兰新建营销网点, 同时对原有欧洲地区、美洲地区、亚太地区、南部非洲区、中东地区以及国内6大区域营销网点进行升级。此举有利于公司拓展营销渠道、提升销售和客户服务能力、增强品牌影响力, 最终为公司提升市占率和可持续发展奠定基础。

公司核心竞争力突出, 研发中心扩建夯实竞争优势

公司在电力电子转换设备的技术层面优势突出, 主要源于公司对研发一向高度重视, 历年研发投入很高, 三分之一的员工是研发人员。

公司此次定增募集资金中约6.5亿元将用于公司研发创新中心的扩建。为了继续开拓市场，公司须有强大的技术创新和转化能力，设计、开发出符合国际新能源发电领域实际需求的高端产品，从而进一步提高企业核心竞争力。

■ 盈利预测与估值

考虑到公司2020年逆变器出货超预期，以及定增扩产规划，我们上调公司盈利预测。我们预计公司2020年、2021年和2022年公司营业收入分别为197.45亿元、269.72亿元和339.84亿元，增速分别为51.85%、36.60%和26.00%；归属于母公司股东净利润分别为19.93亿元、29.62亿元和40.30亿元，增速分别为123.29%、48.60%和36.09%；全面摊薄每股EPS分别为1.37元、2.03元和2.77元，对应PE为71.93倍、48.41倍和35.57倍。未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

全球光伏装机不及预期，国际贸易形势变化，行业竞争加剧等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13003.33	19745.46	26972.21	33983.67
增长率(%)	25.41%	51.85%	36.60%	26.00%
归属母公司股东净利润	892.55	1992.96	2961.51	4030.24
增长率(%)	10.24%	123.29%	48.60%	36.09%
每股收益(元)	0.61	1.37	2.03	2.77
市盈率(X)	161.31	71.93	48.41	35.57

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2021年02月02日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4557	9873	13486	16992
应收和预付款项	8184	12006	18001	19793
存货	3339	5315	6179	8117
其他流动资产	1658	1658	1658	1658
长期股权投资	170	270	370	470
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	2958	2550	2101	1605
无形资产和开发支出	108	93	79	64
其他非流动资产	288	278	269	269
资产总计	22819	32043	42143	48967
短期借款	333	3488	7309	6987
应付和预收款项	11163	17140	20402	26236
长期借款	1596	1916	2287	0
其他负债	449	449	449	449
负债合计	14064	22993	30447	33671
股本	1457	1457	1457	1457
资本公积	3111	3111	3111	3111
留存收益	4026	5790	8412	11980
归属母公司股东权益	8594	10359	12980	16548
少数股东权益	161	176	200	231
股东权益合计	8755	9050	11696	15295
负债和股东权益合计	22819	32043	42143	48967

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2480	2696	51	6841
投资活动产生现金流量	-1605	-130	-145	-161
融资活动产生现金流量	-20	3201	3707	-3174
现金流量净额	856	5766	3613	3506

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13003	19745	26972	33984
营业成本	9907	14787	19638	24425
营业税金及附加	47	66	90	114
营业费用	918	1224	1713	2158
管理费用	349	1362	1848	2321
财务费用	8	36	136	93
资产减值损失	-29	198	238	285
投资收益	22	100	100	100
其他收益	145	0	0	0
营业利润	1048	2322	3471	4738
营业外收支净额	-16	4	4	4
利润总额	1032	2326	3474	4741
所得税	120	317	489	679
净利润	912	2009	2985	4062
少数股东损益	19	16	23	32
归属母公司股东净利润	893	1993	2962	4030

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.81%	25.11%	27.19%	28.13%
EBIT/销售收入	8.33%	12.01%	13.42%	14.25%
销售净利率	7.01%	10.17%	11.07%	11.95%
ROE	10.39%	19.24%	22.82%	24.35%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.51	1.38	1.40	1.39
速动比率	1.24	1.11	1.17	1.14
总资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.69
应收账款周转率	2.00	1.87	1.65	1.93
存货周转率	3.42	2.78	3.18	3.01

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。