

公司研究

受益海外市占率大幅提升，光伏逆变器、储能高景气度延续

——阳光电源（300274.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：84.40 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebcn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebcn.com

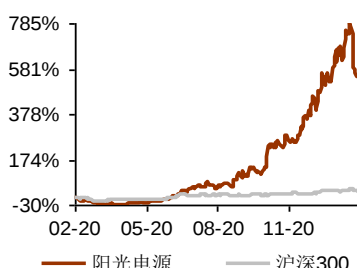
联系人：陈无忌

chenwuji@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.57
总市值(亿元):	1229.66
一年最低/最高(元):	9.39/122.67
近 3 月换手率:	241.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	28.62	-20.29	691.08
绝对	29.45	-19.47	691.91

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-02-04）

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

要点

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 192.86 亿元，同比增长 48.31%；归母净利润 19.54 亿元，同比增长 118.96%；实现扣非归母净利润 18.46 亿元，同比增长 103.93%。

公司发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营业收入 33.47 亿元，同比增长 81.24%；归母净利润 3.87 亿元，同比增长 142.45%；扣非归母净利润 3.78 亿元，同比增长 157%，主要由于电站业务及海外光储业务量增加。

点评：

分季度来看，公司 2020Q4 营业收入 73.77 亿元，同比增长 26.76%，环比增长 48.52%；归母净利润 7.59 亿元，同比增长 124.44%，环比增长 1.30%；扣非归母净利润 7.62 亿元，同比增长 72.72%，环比增长 13.24%。

21Q1 盈利能力超预期。盈利能力方面，公司 2020 年毛利率 23.07%，同比-0.74pcts；其中，20Q4 毛利率 20.29%，同比-1.04pcts。21Q1 盈利能力大幅提升，毛利率 29.56%，同/环比提升 1.19/9.27pcts，净利率 11.66%，同/环比提升 2.94/1.3pcts。

海外逆变器超预期增长，驱动业绩快速提升。公司 2020 年业绩增长主要由于光伏逆变器海外超预期增长，全年实现收入 75.15 亿元，同比+90.64%。据年报，2020 年公司全球出货量 35GW，其中国内 13GW，海外 22GW；我们估计 21Q1 光伏逆变器收入约 16 亿元，出货量约 8GW，同比翻番。

全球市占率提升至 27%，坚持大客户+渠道营销战略拓展市场。公司 2020 年全球市场份额进一步提升，在海外多个国家和地区市占率第一，全球市占率提升至 27%左右；据 Wood Mackenzie，公司 2019 年全球出货量市占率约 13%，2020 年同比提升 14pcts。公司定增项目拟募资 5 亿元加码全球营销服务体系建立，坚持大客户+渠道的营销战略，有利于公司加大欧洲、美洲市场布局力度，抢抓更多新兴市场的机会，公司全球市占率有望进一步提升。

受益于国内风电抢装，风电变流器业务高增长。据国家能源局，2020 年我国风电新增并网容量 71.67GW，同比增长 178%。2020 年，公司风电变流器发货 16GW，同比增长 351%，实现收入 14.15 亿元，同比增长 160.48%，毛利率 24.63%，公司与国内前十大风电整机厂均实现批量合作。21Q1 风电装机量我们估计约 2GW，同比翻番，维持高增长态势。

储能增长亮眼，碳中和背景下空间广阔。公司 2020 年储能系统收入 11.69 亿元，同比增长 246.67%，毛利率为 21.96%，同比-14.55pcts。公司正加速拓展储能逆变器市场，2020 年阳光电源储能系统全球发货 800MWh，同比增长约 220%；在北美，公司工商业储能市场份额超 20%；在澳洲，通过与分销商合作，户用光储市占率超 24%。21Q1 我们估计储能业务收入约 4 亿元，出货量约 360MWh。根据 Bloomberg 预计，储能累计装机规模预计由 2019 年的 22GWh 增长到 2050 年的 5,827GWh，年均复合增长率 18%以上，储能未来空间广阔。

募资扩产 100GW 逆变器产能，风光储电氢协同发力，构建能源平台型企业。公司 2 月发布的定增方案拟募资 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 年逆变器出货同比翻番至 35GW、产能超负荷运转的背景下，扩产提升生产资源利用效率，增强规模效应并提高市场份额，在装备业务方面形成风光储电氢的融合生态。

维持“买入”评级：受益于海外市场景气度提升，公司海外逆变器销量仍将维持上升态势，且储能将带来成长空间，上调 21-22 年净利润预测（上调 11%/13%），新增 23 年预测，预计 21-23 年归母净利润 28.53/37.15/47.59 亿元，当前股价对应 PE 为 43/33/26 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏装机、海外市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,003	19,286	27,493	33,190	40,127
营业收入增长率	25.41%	48.31%	42.56%	20.72%	20.90%
净利润（百万元）	893	1,954	2,853	3,715	4,759
净利润增长率	10.24%	118.96%	45.97%	30.24%	28.09%
EPS（元）	0.61	1.34	1.96	2.55	3.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.39%	18.69%	21.64%	22.40%	22.72%
P/E	138	63	43	33	26
P/B	14.3	11.8	9.3	7.4	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,003	19,286	27,493	33,190	40,127
营业成本	9,907	14,837	20,580	24,708	29,724
折旧和摊销	220	233	297	357	416
税金及附加	47	63	90	108	131
销售费用	918	973	1,650	1,925	2,247
管理费用	349	396	696	773	855
研发费用	636	806	1,237	1,560	1,926
财务费用	8	261	134	151	132
投资收益	22	136	136	136	136
营业利润	1,048	2,168	3,221	4,199	5,382
利润总额	1,032	2,182	3,234	4,212	5,396
所得税	120	206	350	456	585
净利润	912	1,976	2,884	3,756	4,811
少数股东损益	19	21	31	40	52
归属母公司净利润	893	1,954	2,853	3,715	4,759
EPS(按最新股本计)	0.61	1.34	1.96	2.55	3.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,480	3,089	3,105	4,220	5,443
净利润	893	1,954	2,853	3,715	4,759
折旧摊销	220	233	297	357	416
净营运资金增加	-842	1,067	2,732	1,599	1,948
其他	2,210	-166	-2,778	-1,451	-1,680
投资活动产生现金流	-1,605	-114	-864	-864	-864
净资本支出	-682	-953	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	170	406	0	0	0
其他资产变化	-1,093	433	136	136	136
融资活动现金流	-20	-193	916	-1,057	-176
股本变化	6	0	0	0	0
债务净变化	135	65	1,110	-645	300
无息负债变化	3,232	3,009	5,386	4,080	4,846
净现金流	864	2,712	3,157	2,299	4,403

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.8%	23.1%	25.1%	25.6%	25.9%
EBITDA 率	11.9%	13.7%	13.7%	14.3%	14.9%
EBIT 率	10.1%	12.4%	12.6%	13.2%	13.9%
税前净利润率	7.9%	11.3%	11.8%	12.7%	13.4%
归母净利润率	6.9%	10.1%	10.4%	11.2%	11.9%
ROA	4.0%	7.1%	7.7%	8.5%	9.0%
ROE (摊薄)	10.4%	18.7%	21.6%	22.4%	22.7%
经营性 ROIC	12.7%	20.0%	21.8%	23.9%	26.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	62%	61%	63%	61%	60%
流动比率	1.51	1.55	1.50	1.57	1.62
速动比率	1.24	1.29	1.25	1.30	1.35
归母权益/有息债务	4.07	4.80	4.01	6.28	7.12
有形资产/有息债务	10.66	12.62	11.18	16.51	18.08

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	22,819	28,003	37,254	44,136	53,690
货币资金	4,457	7,417	10,574	12,873	17,276
交易性金融资产	1,388	673	673	673	673
应收帐款	6,672	6,585	8,166	9,268	10,491
应收票据	693	815	1,162	1,403	1,696
其他应收款 (合计)	560	799	1,140	1,376	1,663
存货	3,339	3,873	5,398	6,493	7,824
其他流动资产	980	1,731	2,712	3,393	4,222
流动资产合计	18,429	23,253	31,802	38,040	47,011
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	170	406	406	406	406
固定资产	2,936	3,241	3,953	4,600	5,173
在建工程	23	212	159	111	78
无形资产	108	129	123	116	111
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	11	11	11	11
非流动资产合计	4,390	4,750	5,453	6,095	6,679
总负债	14,064	17,138	23,634	27,069	32,215
短期借款	333	135	945	0	0
应付账款	5,858	6,706	9,302	11,167	13,434
应付票据	3,480	5,386	7,471	8,970	10,791
预收账款	1,562	0	0	0	0
其他流动负债	68	192	192	192	192
流动负债合计	12,193	15,027	21,154	24,241	29,029
长期借款	1,596	1,781	2,081	2,381	2,681
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	203	255	325	373	431
非流动负债合计	1,871	2,111	2,480	2,828	3,186
股东权益	8,755	10,865	13,621	17,067	21,475
股本	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457
公积金	3,681	3,812	3,947	3,947	3,947
未分配利润	3,596	5,277	7,791	11,197	15,554
归属母公司权益	8,594	10,456	13,181	16,587	20,943
少数股东权益	161	409	440	480	532

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.06%	5.05%	6.00%	5.80%	5.60%
管理费用率	2.69%	2.05%	2.53%	2.33%	2.13%
财务费用率	0.06%	1.35%	0.49%	0.45%	0.33%
研发费用率	4.89%	4.18%	4.50%	4.70%	4.80%
所得税率	12%	9%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.07	0.14	0.21	0.28	0.35
每股经营现金流	1.70	2.12	2.13	2.90	3.74
每股净资产	5.90	7.18	9.05	11.38	14.37
每股销售收入	8.92	13.23	18.87	22.78	27.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	138	63	43	33	26
PB	14.3	11.8	9.3	7.4	5.9
EV/EBITDA	80.8	47.5	33.5	26.4	20.7
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE