

增持

——维持

日期：2021 年 04 月 29 日

行业：电气设备和新能源



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

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 04 月 28 日)

报告日股价 (元)	84.40
12mth A 股价格区间 (元)	9.39-122.18
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)	91685.40
每股净资产 (元)	7.46

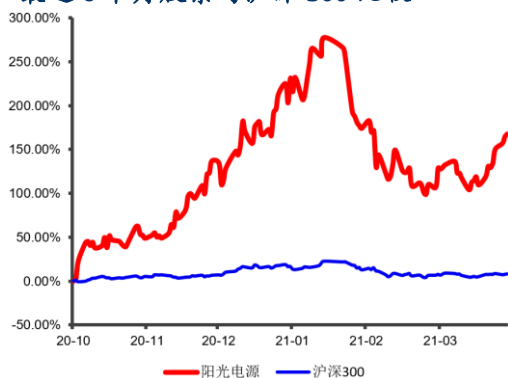
主要股东 (2021Q1)

曹仁贤	30.96%
-----	--------

收入结构 (2020A)

电站系统集成	42.66%
光伏逆变器	38.97%
储能	6.06%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY21-SUNGROW02

首次报告日期:

相关报告:

阳光电源 (300274)

证券研究报告/公司研究/公司动态

逆变器市占率提升，储能爆发式增长

——2020 年年报及 21 年一季报点评

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报。2020年全年公司实现营业收入192.86亿元，同比增长48.31%；实现归母净利润19.54亿元，同比增长118.96%；全年经营性现金流净额30.89亿元，同比增长24.52%。

公司发布2021年一季度报告。2021年一季度公司营业总收入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%。

■ 事项点评

光伏逆变器出货高增长，市场份额有望持续提升

2020 年公司光伏逆变器业务收入 75.15 亿元，同比增长 106%，业务毛利率 35% 以上。公司全年光伏逆变器全球发货量 35GW，同比增长 105%，其中国内 13GW，同比增 60%，海外 22GW，同比增 144%。受益于公司产品质量过硬，品牌力及渠道力优势突出，公司逆变器市场份额显著提升，海外多个国家和地区市占率第一，全球市场份额提升至 27% 左右。21 年 Q1 公司光伏逆变器出货约 8GW，同比翻番，预计公司 21 年全年出货有望超过 50GW，全球市占率进一步提升至 30% 以上。公司积极布局上游核心原材料，保障半导体芯片及功率器件供应，为全年产销高增保驾护航。

储能业务爆发式增长，公司核心优势突出

2020 年阳光电源储能变流器、系统集成市场出货量均位列中国第一，同时也是中国储能企业出海冠军。公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场，不断强化风光储深度融合。在北美，阳光电源的工商业储能市场份额就超过了 20%；在澳洲，通过与分销商的深度合作，阳光电源户用光储系统市占率超过 24%。2020 年阳光电源储能系统全球发货 800MWh，同比 2019 增长 300%。全年储能业务收入 11.69 亿元，同比增长 115%。21 年公司储能业务保持高速增长，一季度储能系统出货预计 365MWh，比去年同期大幅增长，业务收入 3.83 亿元，同比 20Q1 大幅增长 345%。公司储能业务采用无电芯战略，持续关注系统集成技术优化及提质降本工作。国内电网侧储能需求有望率先爆发，需求主体与公司传统业务客户存在协同效应，公司下游渠道优势显著。公司全年储能出货目标 3-4GWh，对应营业收入超过 50 亿元，市占率预计提升至 10% 左右。

风电变流器、电站开发稳定贡献，新能源车业务拓展

受益于 2020 年风电抢装，全年公司风电变流器业务收入 14.15 亿元，同比大幅增长 382%，出货量达 16GW，同比增长 351%。21Q1

出货约 2GW，同比 20Q1 保持高速增长。20 年公司电站投资开发业务收入 82.27 亿元，同比增长 3.62%，业务毛利率 9.49%，同比下滑 6.4 个百分点，主要系疫情影响及年底组件价格上涨导致 EPC 利润受挤压所致。阳光新能源开发体系持续优化，国内地面电站全年获取投资建设指标规模超 3GW，海外新增项目储备近 1.4GW，国际化步伐加速。另外，公司将逆变技术和传动技术拓展应用至电动汽车产业，为新能源汽车提供高品质的电机驱动系统。阳光新能源汽车驱动系统适用于纯电动大、中、小型商用车及乘用车、物流专用车等，产品采用模块化设计，21 年出货量有望实现翻倍增长。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 280.36 亿元、354.77 亿元和 428.79 亿元，增速分别为 45.37%、26.54% 和 20.87%；归属于母公司股东净利润分别为 29.08 亿元、40.81 亿元和 51.32 亿元，增速分别为 48.81%、40.33% 和 25.76%；全面摊薄每股 EPS 分别为 2.00 元、2.80 元和 3.52 元，对应 PE 为 42.28 倍、30.13 倍和 23.96 倍。未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

光伏、储能行业需求增长不达预期，行业竞争加剧等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19285.64	28036.42	35476.56	42879.36
增长率(%)	48.31%	45.37%	26.54%	20.87%
归属母公司股东净利润	1954.31	2908.26	4081.13	5132.49
增长率(%)	118.96%	48.81%	40.33%	25.76%
每股收益(元)	1.34	2.00	2.80	3.52
市盈率(X)	62.92	42.28	30.13	23.96

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2021 年 04 月 28 日收盘价)

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7417	11090	13767	16829
应收和预付款项	7708	11261	14203	17185
存货	3873	5590	6972	8380
其他流动资产	3582	4385	5069	5749
长期股权投资	406	406	406	406
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	3453	4187	5011	5928
无形资产和开发支出	129	149	170	190
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	614	671	768	893
资产总计	28003	38503	47032	56102
短期借款	135	0	0	0
应付和预收款项	12092	19007	23547	27654
长期借款	1781	1966	2152	2337
其他负债	315	315	315	315
负债合计	17138	25422	30839	35984
股本	1457	1457	1457	1457
资本公积	3218	3218	3218	3218
留存收益	5277	7102	9649	12874
归属母公司股东权益	10456	12717	15876	19872
少数股东权益	409	449	511	580
股东权益合计	10865	13166	16388	20452
负债和股东权益合计	28003	38503	47032	56102

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	3089	5257	4415	5107
投资活动产生现金流量	-114	-651	-580	-561
融资活动产生现金流量	-193	-934	-1158	-1484
现金流量净额	2712	3673	2677	3062

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19286	28036	35477	42879
营业成本	14837	21412	26704	32100
营业税金及附加	63	95	121	144
营业费用	973	1556	1987	2358
管理费用	396	576	729	881
财务费用	261	82	62	-25
研发费用	806	1430	1809	2187
资产减值损失	-29	-51	-62	-72
投资收益	136	123	202	216
其他收益	158	229	290	351
营业利润	2168	3281	4608	5782
营业外收支净额	13	13	13	13
利润总额	2182	3295	4622	5795
所得税	206	346	478	594
净利润	1976	2948	4144	5201
少数股东损益	21	40	62	68
归属母公司股东净利润	1954	2908	4081	5132

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.07%	23.63%	24.73%	25.14%
EV/EBITDA	40.80	35.49	25.54	19.94
销售净利率	10.24%	10.52%	11.68%	12.13%
ROE	18.69%	22.87%	25.71%	25.83%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.55	1.43	1.43	1.47
速动比率	1.29	1.10	1.10	1.13
总资产周转率	0.69	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	2.93	3.43	4.75	4.34
存货周转率	3.83	3.83	3.83	3.83

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。