

公司研究

光伏逆变器销量高增，储能高景气度延续

——阳光电源（300274.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布2021年半年报，2021H1实现营业收入82.10亿元，同比增长18.27%，实现归母净利润7.57亿元，同比增长69.68%。

海外逆变器销量维持高增，2021年全球市占率有望提升至30%。2021H1公司实现光伏逆变器出货约20GW，海外占比达75%；其中户用逆变器上半年实现出货15万台，海外占比达40%；出货高增带动公司光伏逆变器业务营业收入同比增长54.51%至35.91亿元。与此同时，盈利能力较好的海外项目和户用项目占比均有所提升，从而带动逆变器业务毛利率同比增长3.83个pct至38.15%。展望全年，我们预计公司市占率有望从2020年的27%进一步提升至30%。

电站投资开发业务短期承压，重视项目质量保障盈利能力。2021H1公司电站投资开发业务实现营业收入26.89亿元，同比减少25.86%，主要系硅料价格处于高位从而使得组件价格高企，进而影响部分项目的建设和交付进度；而在公司持续加大研发力度的背景下，营业收入的下降使得EPC建设业务2021H1有所亏损（约3000万元亏损）。此外，公司在上半年持续提升自身的项目管理和风控能力，同时有针对性的选择优质电站项目，毛利率同比提升5.73个pct至13%。

储能增长亮眼，碳中和背景下空间广阔。2021H1公司储能业务实现营业收入9.20亿元，同比高增267.38%；收入规模提升后公司储能系统出货占比提升，从而带动毛利率同比下降12.16个pct至21.23%，但是和2020年全年毛利率水平基本一致（21.96%）。根据《储能产业研究白皮书2021》，公司储能出货量连续五年位居第一，未来公司一方面将持续开发家庭和工商业储能系统产品的研发和推广，另一方面将利用公司在发电侧储能端和新能源协同的经验和存量市场优势，进而实现储能业务收入和盈利规模的持续快速增长。

维持“买入”评级：综合考虑公司2021年计提减值等因素影响，以及2021年硅料价格处于高位导致的部分项目建设延后，我们下调公司2021年盈利预测，上调22/23年盈利预测，预计公司21-23年实现归母净利润26.08/39.50/51.99亿元（下调9%/上调6%/上调9%），对应EPS为1.79/2.71/3.57元，当前股价对应22年PE为55倍。公司海外逆变器销量仍将维持高速增长态势，叠加储能业务带来的成长空间，我们仍看好公司长远发展，**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。

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	23,453	29,847	39,534
营业收入增长率	25.41%	48.31%	21.61%	27.26%	32.46%
净利润（百万元）	893	1,954	2,608	3,950	5,199
净利润增长率	10.24%	118.96%	33.42%	51.48%	31.63%
EPS（元）	0.61	1.34	1.79	2.71	3.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.39%	18.69%	20.16%	23.79%	24.33%
P/E	244	111	83	55	42
P/B	25.3	20.8	16.8	13.1	10.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

买入（维持）

当前价：149.18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

haopian@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)	2173.25
一年最低/最高(元)	19.91/181.17
近3月换手率	175.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.45	63.42	580.03
绝对	-4.93	53.95	581.33

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-04-29）

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	23,453	29,847	39,534
营业成本	9,907	14,837	17,550	22,218	29,368
折旧和摊销	220	233	354	528	673
税金及附加	47	63	77	97	129
销售费用	918	973	1,173	1,283	1,700
管理费用	349	396	493	537	633
研发费用	636	806	1,173	1,194	1,581
财务费用	8	261	148	215	248
投资收益	22	136	136	136	136
营业利润	1,048	2,168	2,943	4,442	5,859
利润总额	1,032	2,182	2,956	4,478	5,894
所得税	120	206	320	485	639
净利润	912	1,976	2,636	3,993	5,256
少数股东损益	19	21	28	43	56
归属母公司净利润	893	1,954	2,608	3,950	5,199
EPS(元)	0.61	1.34	1.79	2.71	3.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,480	3,089	3,498	4,620	6,177
净利润	893	1,954	2,608	3,950	5,199
折旧摊销	220	233	354	528	673
净营运资金增加	-842	1,067	608	1,939	3,090
其他	2,210	-166	-73	-1,796	-2,785
投资活动产生现金流	-1,605	-114	-2,864	-2,864	-1,864
净资本支出	-682	-953	-3,000	-3,000	-2,000
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	970	703	-587
股本变化	6	0	0	0	0
债务净变化	135	65	1,211	1,147	8
无息负债变化	3,232	3,009	2,880	4,547	6,693
净现金流	864	2,712	1,603	2,459	3,726

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.8%	23.1%	25.2%	25.6%	25.7%
EBITDA 率	11.9%	13.7%	15.1%	17.7%	17.7%
EBIT 率	10.1%	12.4%	13.6%	16.0%	16.0%
税前净利润率	7.9%	11.3%	12.6%	15.0%	14.9%
归母净利润率	6.9%	10.1%	11.1%	13.2%	13.2%
ROA	4.0%	7.1%	7.6%	9.1%	9.5%
ROE (摊薄)	10.4%	18.7%	20.2%	23.8%	24.3%
经营性 ROIC	12.7%	20.0%	20.2%	23.1%	24.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	62%	61%	61%	61%	61%
流动比率	1.51	1.55	1.45	1.42	1.46
速动比率	1.24	1.29	1.20	1.17	1.20
归母权益/有息债务	4.07	4.80	3.82	3.66	4.71
有形资产/有息债务	10.66	12.62	10.06	9.59	12.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	22,819	28,003	34,602	44,006	55,534
货币资金	4,457	7,417	9,020	11,479	15,205
交易性金融资产	1,388	673	673	673	673
应收帐款	6,672	6,585	6,815	8,154	10,113
应收票据	693	815	991	1,261	1,671
其他应收款 (合计)	560	799	972	1,237	1,639
存货	3,339	3,873	4,591	5,830	7,729
其他流动资产	980	1,731	2,229	2,994	4,152
流动资产合计	18,429	23,253	27,207	34,139	44,340
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	5,796	8,172	9,438
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	7,396	9,867	11,195
总负债	14,064	17,138	21,230	26,924	33,624
短期借款	333	135	1,046	1,893	1,601
应付账款	5,858	6,706	7,932	10,042	13,273
应付票据	3,480	5,386	6,371	8,066	10,662
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	18,784	24,124	30,443
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	291	344	426
非流动负债合计	1,871	2,111	2,446	2,800	3,181
股东权益	8,755	10,865	13,373	17,083	21,910
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	7,546	11,213	15,984
归属母公司权益	8,594	10,456	12,936	16,603	21,374
少数股东权益	161	409	437	480	536

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.06%	5.05%	5.00%	4.30%	4.30%
管理费用率	2.69%	2.05%	2.10%	1.80%	1.60%
财务费用率	0.06%	1.35%	0.63%	0.72%	0.63%
研发费用率	4.89%	4.18%	5.00%	4.00%	4.00%
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	0.19	0.29	0.39
每股经营现金流	1.70	2.12	2.40	3.17	4.24
每股净资产	5.90	7.18	8.88	11.40	14.67
每股销售收入	8.92	13.23	16.10	20.49	27.14

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	244	111	83	55	42
PB	25.3	20.8	16.8	13.1	10.2
EV/EBITDA	142.1	83.4	62.3	41.9	31.7
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

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