

阳光电源（300274）：海外收入占比过半，储能业务大增

——中报及业务动态点评

2021年08月31日

推荐/维持

阳光电源 公司报告

财报要点：2021上半年，公司营业收入同比增长18.27%至82.10亿元，综合毛利率同比提高7.67个百分点至28.04%，归母净利润同比增长69.68%至7.57亿元。其中，电站投资开发、光伏逆变器等电力转换设备的收入占比分别为32.75%、43.74%；海外地区业务实现收入41.62亿元，在营业收入中占比50.70%，较2020全年占比（34.23%）提高16.47个百分点。

储能业务增长最快，上半年收入同比增长2.67倍至9.20亿元，收入占比同比提高7.59个百分点至11.2%，相继为英国门迪100MW/100MWh储能电站、青海特高压外送基地电源配置项目、内蒙最大的光伏竞价配套储能项目、湖南10MW/10MWh风储融合等多个项目提供整体解决方案。我们认为，公司储能业务技术积淀深厚，与光伏逆变器、电站开发等业务协同性较高，过往项目安全性好，且营销策略得当，未来有望持续维持行业领先地位。

借增发积极扩产。据公告，公司拟增发募集不超过363,758.52万元，其中约24.18亿元将投入年产100GW新能源发电装备制造基地项目。如建成投产，公司光伏逆变器、风电变流器、储能逆变器产品产能将分别新增70GW、15GW、15GW，较现有产能有大幅度提升。本次增发申请已获证监会注册批复。我们认为，如实施顺利，将有效解决产能瓶颈问题，助力主业发展。

看好公司主业长期发展。1) 赛道选取好，光伏等下游行业发展潜力大。据中国光伏行业协会预测，2021~2025年全球将新增光伏装机210~260GW，较2020年（约130GW）明显提高。2) 公司具备研发实力强、业务协同性高、境内境外营销策略得当等竞争优势，且积极扩产并开展海外第二工厂布局，有望长期分享行业发展红利。我们预计，公司光伏逆变器、储能系统有望保持行业领先地位，技术、营销等方面的协同将支持各项主业共同发展，海外市场将贡献重要业务增量。

维持“推荐”评级：暂不考虑增发，我们预计公司2021-23年归母净利润分别为28.82亿元、36.83亿元和43.71亿元，对应当前股本下EPS 1.98元、2.53元和3.00元，对应21.8.27收盘价82.1倍、64.2倍和54.1倍P/E。

风险提示：光伏行业发展或不达预期；公司业务发展与成本管控或低预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,003.33	19,285.64	23,456.25	28,638.82	33,226.13
增长率（%）	25.41%	48.31%	21.63%	22.09%	16.02%
归母净利润（百万元）	892.55	1,954.31	2,881.86	3,683.18	4,371.15
增长率（%）	10.24%	118.96%	47.46%	27.81%	18.68%
净资产收益率（%）	10.95%	20.52%	24.43%	24.80%	23.48%
每股收益（元）	0.61	1.34	1.98	2.53	3.00
P/E	265.03	121.04	82.08	64.23	54.12
P/B	27.52	22.62	18.01	14.28	11.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

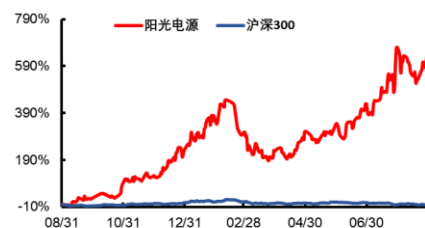
公司简介：

据2020年年报披露，公司主要产品与业务有光伏逆变器、风电变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏设备、智慧能源运维服务等，是国内最大的光伏逆变器制造商。

交易数据

52周股价区间（元）	167.80-20.21
总市值（亿元）	2365.55
流通市值（亿元）	1778.81
总股本/流通A股（万股）	145,680/109,546
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	4.57

52周股价走势图



资料来源：同花顺iFind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070001

分析师：沈一凡

010-66554108 shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520090001

分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110001

分析师：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521070001

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	4,456.96	7,417.44	6,633.31	7,386.23	6,752.47	营业收入	13,003.33	19,285.64	23,456.25	28,638.82	33,226.13
交易性金融资产	1,387.60	673.05	950.00	950.00	950.00	营业成本	9,906.84	14,836.77	16,888.02	20,566.80	23,879.52
应收票据	692.82	815.03	991.28	1,210.30	1,404.17	营业税金及附加	46.54	62.91	76.51	93.42	108.38
应收账款	6,671.83	6,585.49	8,009.63	9,779.33	11,345.76	营业费用	918.44	973.41	1,183.91	1,445.49	1,609.95
应收款项融资	791.55	1,429.89	1,200.00	1,465.14	1,699.82	管理费用	349.34	396.10	481.76	588.20	655.12
预付款项	259.74	307.05	348.88	425.64	494.20	财务费用	7.92	261.23	210.83	263.14	266.76
其他应收款合计	559.51	799.33	972.19	1,187.00	1,377.13	研发费用	635.87	806.35	1,360.46	1,540.77	1,787.57
存货	3,339.37	3,873.43	4,401.11	5,369.36	6,234.21	加：其他收益	144.50	157.86	120.00	146.51	169.98
合同资产	0.00	972.13	1,182.36	1,443.59	1,674.82	投资收益	22.49	135.58	100.00	85.00	97.75
一年内到期非流动资产	81.17	78.83	80.00	79.41	79.71	公允价值变动收益	-53.37	1.91	21.86	0.00	0.00
其他流动资产	188.76	301.37	325.23	384.68	420.34	减：资产及信用减值损失	204.32	76.14	200.00	120.00	139.22
流动资产合计	18,429.30	23,253.04	25,094.00	29,680.68	32,432.63	资产处置收益	0.14	0.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,389.82	4,749.89	5,509.78	6,161.81	6,944.30	营业利润	1,047.82	2,168.34	3,326.61	4,252.51	5,047.35
资产总计	22,819.13	28,002.93	30,603.78	35,842.48	39,376.92	营业外收入	17.15	35.62	38.00	40.00	42.00
短期借款	333.16	135.13	385.00	469.70	545.36	营业外支出	33.26	22.42	21.94	20.40	19.26
应付票据	3,480.50	5,386.30	5,750.00	5,568.15	4,500.00	利润总额	1,031.70	2,181.54	3,342.67	4,272.11	5,070.09
应付账款	5,857.57	6,705.67	5,600.00	6,832.01	6,500.00	所得税	120.18	206.03	429.53	548.97	651.51
预收款项	1,562.35	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	911.53	1,975.51	2,913.14	3,723.15	4,418.58
合同负债	0.00	1,408.03	1,712.52	2,090.89	2,425.81	少数股东损益	18.97	21.21	31.27	39.97	47.43
应付职工薪酬	184.03	259.99	316.22	386.09	447.93	归属母公司净利润	892.55	1,954.31	2,881.86	3,683.18	4,371.15
应交税费	191.40	325.84	396.30	483.87	561.37	主要财务比率					
其他应付款	262.86	233.73	265.57	324.00	376.19	单位：百万元					
持有待售负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
一年内到期非流动负债	182.88	260.70	221.79	221.79	234.76	成长能力					
其他流动负债	138.14	312.01	354.51	432.51	502.17	营业收入增速	25.41%	48.31%	21.63%	22.09%	16.02%
流动负债合计	12,192.89	15,027.39	15,001.92	16,809.00	16,093.58	营业利润增速	14.84%	106.94%	53.42%	27.83%	18.69%
非流动负债合计	1,871.43	2,110.85	1,952.51	1,816.06	1,809.29	归母净利润增速	10.24%	118.96%	47.46%	27.81%	18.68%
负债合计	14,064.32	17,138.24	16,954.43	18,625.06	17,902.86	获利能力					
股本	1,457.09	1,457.24	1,456.80	1,456.80	1,456.80	毛利率(%)	23.81%	23.07%	28.13%	28.19%	28.13%
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	7.01%	10.24%	12.42%	13.00%	13.30%
资本公积	3,243.32	3,218.42	3,252.85	3,252.85	3,252.85	总资产净利率(%)	4.41%	7.77%	9.94%	11.21%	11.75%
减：库存股	131.89	76.13	19.30	19.30	19.30	偿债能力					
其他综合收益	-7.72	-14.39	-7.20	-7.20	-7.20	资产负债率(%)	61.63%	61.20%	55.40%	51.96%	45.47%
盈余公积	437.65	593.88	593.88	593.88	593.88	流动比率	1.51	1.55	1.67	1.77	2.02
未分配利润	3,595.76	5,276.89	7,858.75	11,292.58	15,389.05	速动比率	1.24	1.29	1.38	1.45	1.63
归属所有者权益合计	8,594.20	10,455.90	13,135.79	16,569.61	20,666.08	营运能力					
少数股东权益	160.61	408.79	513.57	647.82	807.98	总资产周转率	0.63	0.76	0.80	0.86	0.88
所有者权益合计	8,754.81	10,864.70	13,649.35	17,217.43	21,474.06	应收账款周转率	2.00	2.91	3.21	3.22	3.15
负债和所有者权益总计	22,819.13	28,002.93	30,603.78	35,842.48	39,376.92	应付账款周转率	2.02	2.36	2.74	3.31	3.58
现金流量表						每股指标(元)					
单位：百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益(摊薄)	0.61	1.34	1.98	2.53	3.00
经营活动产生净现金流	2,480.42	3,088.66	1,266.27	1,561.97	1,881.35	每股净现金流(摊薄)	0.59	1.86	0.63	0.50	0.97
投资活动产生净现金流	-1,604.55	-113.82	-1,210.00	-925.89	-755.31	每股净资产(摊薄)	5.90	7.18	9.02	11.37	14.19
筹资活动产生净现金流	-20.20	-193.31	895.09	99.30	287.19	估值比率					
汇率变动影响	8.70	-69.33	-39.02	0.00	0.00	P/E	265.03	121.04	82.08	64.23	54.12
现金及等价物净增加额	864.38	2,712.19	912.34	735.44	1,413.23	P/B	27.52	22.62	18.01	14.28	11.45
期初现金及等价物余额	3,176.11	4,040.49	6,752.69	7,665.03	8,400.47						
期末现金及等价物余额	4,040.49	6,752.69	7,665.03	8,400.47	9,813.70						

注：表中“资产及信用减值损失”项目，损失为正。

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA, 2019 年 5 月加入东兴证券研究所, 任电力设备与新能源行业首席分析师, 2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜, 如: 金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师(电气设备行业)评选, 今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师(电气设备行业)评选, 《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师(电气设备行业)评选, 第一财经 2016 最佳卖方分析师(电气设备行业)评选, 以及中国证券业 2013 年金牛分析师(高端装备行业)评选。曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版; 受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

沈一凡

康奈尔大学硕士, 纽约大学学士, 曾供职于中国能建华东电力设计院, 5 年基础设施建设经验, 参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计, 2018 年 7 月加盟东兴证券研究所。

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 4 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

张阳

中国人民大学经济学硕士, 北京科技大学材料科学与工程专业学士, 2019 年加入东兴证券, 从事电力设备与新能源行业研究, 主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526