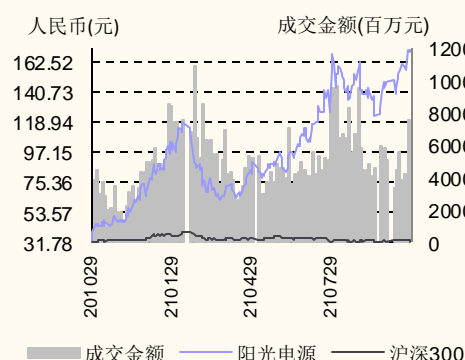


市场价格(人民币): 171.00元

目标价格(人民币): 227.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.85
已上市流通A股(亿股)	10.96
总市值(亿元)	2,539.72
年内股价最高最低(元)	172.54/32.31
沪深300指数	4864
创业板指	3278



相关报告

- 《龙头供应链优势放大，储能爆发释放业绩弹性-阳光电源2021年...》，2021.8.20
- 《逆变器驱动短期高增，平台优势打开成长空间-阳光电源深度报告》，2021.8.9

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

业绩符合预期，光储龙头继续高歌猛进

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,003	19,286	27,275	37,746	50,838
营业收入增长率	25.41%	48.31%	41.43%	38.39%	34.68%
归母净利润(百万元)	893	1,954	2,828	4,507	6,186
归母净利润增长率	10.24%	118.96%	44.68%	59.39%	37.25%
摊薄每股收益(元)	0.613	1.341	1.904	3.034	4.165
每股经营性现金流净额	1.42	2.02	3.08	4.18	5.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.39%	18.69%	21.67%	26.42%	27.41%
P/E	17.19	53.90	89.82	56.35	41.06
P/B	1.79	10.07	19.46	14.89	11.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日，公司发布2021年三季报，前三季度实现营业收入154亿元，同比增长29%；归母净利润15亿元，同比增长26%。其中Q3单季实现营业收入71.6亿元，同比增长44%，环比增长47%；归母净利润7.5亿元，同比下降0.19%，环比增长102%。

经营分析

- Q3 逆变器出货同环比保持增长，盈利能力依旧优秀：**公司前三季度公司光伏逆变器出货约31GW（去年全年出货约35GW），预估Q3出货11~12GW左右，环比增长约10~20%。公司Q3单季综合毛利率26.72%，同、环比分别下降4.2pct、0.3pct，考虑到Q3收入中较低毛利率的EPC业务收入占比环比大幅提升，同时根据国内外装机数据，预估公司三季度出货中户用、工商业分布式应用的小型机占比仍在提升，因此我们推测公司Q3逆变器整体毛利率表现依旧十分优秀。
- 储能市场成倍增长可期，储能系统集成业务单位价值量高，业绩弹性不可小觑：**随着国内外能源成本上涨，终端对光储系统的需求量呈现爆发式增长，即使在原材料成本大幅上涨的情况下，今年储能装机仍达到翻倍增长，随着明年原材料价格回落，储能市场需求有望超预期。公司储能业务主要为储能系统集成，按照1~1.5元/Wh的储能系统成本测算，该业务单位价值量约为逆变器的5~7倍。由于储能系统中的储能变流器、EMS等电力电子产品均为公司自研自产，毛利率可以达到20%以上，未来随着储能市场的爆发，公司储能业务带来的业绩弹性不可小觑。
- 存货再创历史新高，彰显龙头供应链优势：**截至三季度末，公司存货为93.6亿元，环比增加35.9亿元，继Q2后再创历史新高。公司凭借规模壁垒+供应链多年的布局，在今年IGBT等原材料紧缺的情况下，加大备货储备，保障业绩持续增长。

盈利调整与投资建议

- 维持公司2021-2023年净利润28.3、45.1、61.9亿元，对应EPS为1.90、3.03、4.16元，基于公司在今年芯片紧缺中体现的供应链优势，以及明年储能增长确定性的提高，参考可比公司估值，上调目标价至227元，对应2022年PE为75倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球新冠疫情恶化超预期；国际贸易环境恶化；新业务发展不及预期；人民币汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	10,369	13,003	19,286	27,275	37,746	50,838	货币资金	3,176	4,457	7,417	10,616	15,505	22,860
增长率		25.4%	48.3%	41.4%	38.4%	34.7%	应收款项	7,735	8,716	9,630	11,307	14,504	18,002
主营业务成本	-7,791	-9,907	-14,837	-20,671	-28,084	-37,902	存货	2,459	3,339	3,873	4,531	6,155	8,307
%销售收入	75.1%	76.2%	76.9%	75.8%	74.4%	74.6%	其他流动资产	1,095	1,917	2,332	2,185	2,647	3,236
毛利	2,578	3,096	4,449	6,604	9,663	12,936	流动资产	14,465	18,429	23,253	28,638	38,812	52,406
%销售收入	24.9%	23.8%	23.1%	24.2%	25.6%	25.4%	%总资产	78.2%	80.8%	83.0%	84.3%	87.0%	89.5%
营业税金及附加	-35	-47	-63	-82	-113	-153	长期投资	1,216	1,121	764	874	984	1,094
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,507	2,958	3,453	3,834	4,155	4,416
销售费用	-698	-918	-973	-1,227	-1,585	-2,034	%总资产	13.6%	13.0%	12.3%	11.3%	9.3%	7.5%
%销售收入	6.7%	7.1%	5.0%	4.5%	4.2%	4.0%	无形资产	108	127	163	196	226	254
管理费用	-295	-349	-396	-546	-717	-915	非流动资产	4,028	4,390	4,750	5,313	5,775	6,173
%销售收入	2.8%	2.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	%总资产	21.8%	19.2%	17.0%	15.7%	13.0%	10.5%
研发费用	-482	-636	-806	-1,255	-1,699	-2,237	资产总计	18,493	22,819	28,003	33,951	44,586	58,579
%销售收入	4.7%	4.9%	4.2%	4.6%	4.5%	4.4%	短期借款	722	516	396	260	260	260
息税前利润 (EBIT)	1,068	1,146	2,210	3,495	5,548	7,598	应付款项	7,315	9,601	12,326	15,170	20,608	27,808
%销售收入	10.3%	8.8%	11.5%	12.8%	14.7%	14.9%	其他流动负债	1,210	2,076	2,306	2,871	3,720	4,627
财务费用	-16	-8	-261	-228	-314	-341	流动负债	9,248	12,193	15,027	18,302	24,588	32,695
%销售收入	0.2%	0.1%	1.4%	0.8%	0.8%	0.7%	长期贷款	1,255	1,596	1,781	1,781	1,981	2,181
资产减值损失	-300	204	76	-115	-154	-233	其他长期负债	195	275	330	366	434	514
公允价值变动收益	0	-53	2	0	0	0	负债	10,698	14,064	17,138	20,449	27,003	35,390
投资收益	66	22	136	150	180	200	普通股股东权益	7,706	8,594	10,456	13,049	17,060	22,565
%税前利润	7.2%	2.2%	6.2%	4.5%	3.4%	2.8%	其中：股本	1,452	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457
营业利润	912	1,048	2,168	3,302	5,261	7,225	未分配利润	2,869	3,596	5,277	7,793	11,804	17,310
营业利润率	8.8%	8.1%	11.2%	12.1%	13.9%	14.2%	少数股东权益	89	161	409	454	524	624
营业外收支	10	-16	13	0	0	0	负债股东权益合计	18,493	22,819	28,003	33,951	44,586	58,579
税前利润	923	1,032	2,182	3,302	5,261	7,225	比率分析						
利润率	8.9%	7.9%	11.3%	12.1%	13.9%	14.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-105	-120	-206	-429	-684	-939	每股指标						
所得税率	11.4%	11.6%	9.4%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.558	0.613	1.341	1.904	3.034	4.165
净利润	817	912	1,976	2,873	4,577	6,286	每股净资产	5.309	5.898	7.175	8.786	11.486	15.193
少数股东损益	8	19	21	45	70	100	每股经营现金净流	0.139	1.422	2.015	3.080	4.179	5.993
归属于母公司的净利润	810	893	1,954	2,828	4,507	6,186	每股股利	0.060	0.070	0.140	0.213	0.340	0.467
净利率	7.8%	6.9%	10.1%	10.4%	11.9%	12.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.51%	10.39%	18.69%	21.67%	26.42%	27.41%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	4.38%	3.91%	6.98%	8.33%	10.11%	10.56%
净利润	817	912	1,976	2,873	4,577	6,286	投入资本收益率	9.66%	9.31%	15.33%	19.54%	24.33%	25.78%
少数股东损益	8	19	21	45	70	100	增长率						
非现金支出	447	22	167	546	648	789	主营业务收入增长率	16.69%	25.41%	48.31%	41.43%	38.39%	34.68%
非经营收益	-67	128	-53	-55	-36	-42	EBIT增长率	-15.60%	7.36%	92.80%	58.14%	58.75%	36.95%
营运资金变动	-996	1,011	847	1,126	901	1,701	净利润增长率	-20.95%	10.24%	118.96%	44.68%	59.39%	37.25%
经营活动现金净流	201	2,072	2,936	4,489	6,089	8,733	总资产增长率	13.81%	23.40%	22.72%	21.24%	31.32%	31.38%
资本开支	-839	-682	-953	-845	-845	-845	资产管理能力						
投资	189	-942	705	-110	-110	-110	应收账款周转天数	199.9	182.2	125.5	110.0	100.0	90.0
其他	96	19	134	150	180	200	存货周转天数	113.2	106.8	88.7	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-555	-1,605	-114	-805	-775	-755	应付账款周转天数	162.6	180.8	154.5	150.0	150.0	150.0
股权募资	37	40	76	76	0	0	固定资产周转天数	84.8	82.4	61.3	44.5	32.3	23.7
债权募资	744	132	-66	-116	215	215	偿债能力						
其他	-152	-183	-273	-446	-640	-839	净负债/股东权益	-15.38%	-42.63%	-54.43%	-68.49%	-79.26%	-90.96%
筹资活动现金净流	629	-11	-263	-486	-425	-624	EBIT利息保障倍数	67.1	144.8	8.5	15.3	17.7	22.3
现金净流量	275	456	2,560	3,198	4,889	7,355	资产负债率	57.85%	61.63%	61.20%	60.23%	60.56%	60.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	11	34	51	92
增持	1	6	16	21	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.35	1.32	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

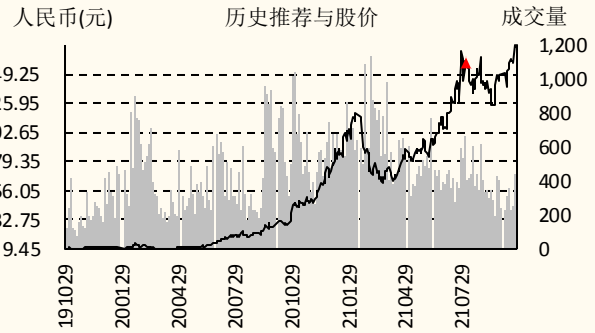
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-09	买入	159.76	192.00 ~ 192.00
2	2021-08-29	买入	149.18	192.00 ~ 192.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402