

# 阳光电源 (300274.SZ)

投资评级

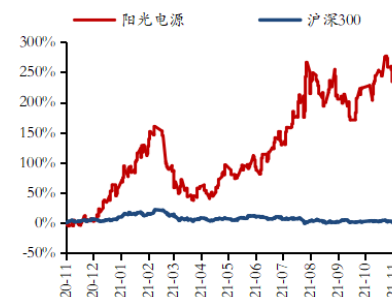
**增持**

首次评级

## 基本数据 (2021-11-03)

所属行业	电力设备   光伏设备
股价(元)	153.08
总市值(百万元)	227356.86
流通市值(百万元)	167797.48
总股本(百万股)	1485.22
流通股本(百万股)	1096.14
12个月价格区间(元)	41.33/180.16

## 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	4.13	-2.40	236.11
绝对收益	3.86	-4.68	238.24

资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 作者

**朱志强** 分析师  
 SAC 执业证书: S0380517030001  
 联系电话: 0755-82830333 (127)  
 邮箱: zhuzq@wanhesec.com

## 储能业务高速增长, 研发加大保障领先优势

### 投资要点

- ◆ **业绩总结:** 公司发布 2021 年第三季度报告, 前三季度实现营业收入 153.7 亿元, 同比增长 29.1%; 归属于上市公司股东的净利润 15.0 亿元, 同比增长 25.9%。报告期末, 公司总资产 376.8 亿元, 较年初增长 34.6%; 归属于上市公司股东的净资产为 154.7 亿元, 较年初增长 48.0%, 公司盈利能力持续向好。
- ◆ **海外及户用业务占比提升, 整体盈利能力持续向好。** 2021Q3 毛利率、净利率分别为 26.7% 和 11.4%, 毛利率环比减少 0.28 个百分点, 净利率环比上升 3.23 个百分点, 2021Q1-3 毛利率同比上升 2.64 个百分点至 27.4%, 净利率同比上升 0.28 个百分点至 10.45%, 整体盈利能力持续向好, 主要系公司海外高毛利市场及户用高毛利场景出货占比提升。高毛利业务占比提升一定程度上缓解了由于原材料涨价和海运费大幅上涨造成的成本压力。
- ◆ **积极布局海外市场, 逆变器龙头地位显著。** 作为国内最大的太阳能光伏逆变器制造企业之一, 公司核心产品光伏逆变器市场优势明显, 光伏逆变器业务在海外多个地区市占率稳居前列。从光储业务的收入结构看, 公司前三季度海外的收入占比达到 80%, 海外已成为公司重要出货市场。
- ◆ **政策利好叠加新能源高度景气, 储能业务有望持续增长。** 在储能方面, 公司主要从事储能系统集成, 从 2014 年即开始发力, 已形成 PACK、PCS、EMS、BMS 之间深度耦合性集成技术, 确保整个储能系统的安全运行。2021 年 8 月 31 日国家能源局发布公告, 明确新型储能和用户可调节负荷被正式列为并网主体, 意味着在并网运行和辅助服务上, 新型储能将获得独立的主体资格, 同时国内十余省份陆续出台“强配”政策, 储能将迎来快速发展的黄金时期。储能已成为公司快速增长的业务之一, 后续增长有望持续。
- ◆ **持续加大研发投入, 保持各业务领域技术领先。** 公司持续加大对研发人员薪酬以及研发原材料的相关投入, 2021Q1-3 研发费用 8.5 亿元, 同比增长 62.7%, 研发费用率同比上升 1.14 个百分点至 5.5%。公司上半年新增 169 项专利权, 均系原始取得, 截至年中公司累计获得专利权 1740 项。公司持续聚焦纵深方向技术研发, 推进光伏、储能、风电的转换融合以及产品创新, 针对整县推进分布式国家战略, 推出全场景解决方案, 引入“光储充一体化”模式, 全方位布局分布式光伏电站。未来公司有望在系统技术与市场开发上继续保持竞争优势。
- ◆ **投资建议: 首次给予公司“增持”评级。** 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.93 元、2.75 元、3.26 元, PE 分别为 79.3 倍、55.7 倍、46.9 倍。公司在国内市场保持领先地位, 海外市场稳步扩张、储能业务迎来快速发展, 看好公司未来发展前景。首次给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险提示:** 原料供应紧张程度加深、光伏风电装机不及预期、政策超预期变化。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,003	19,286	25,361	32,994	42,661
YoY(%)	25.4	48.3	31.5	30.1	29.3
归母净利润(百万元)	893	1,954	2,867	4,083	4,843
YoY(%)	10.2	119.0	46.7	42.4	18.6
毛利率(%)	23.8	23.1	27.0	26.8	26.5
EPS(摊薄/元)	0.60	1.32	1.93	2.75	3.26
ROE(%)	10.4	18.7	17.1	20.2	19.7
P/E(倍)	254.7	116.3	79.3	55.7	46.9
P/B(倍)	26.5	21.7	13.6	11.2	9.2
净利率(%)	6.9	10.1	11.3	12.4	11.4

资料来源: Wind, 万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 财务报表与财务指标

## 资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23,253	34,447	40,788	55,168
现金	7,417	5,579	15,661	13,583
应收票据及应收账款	9,172	19,959	15,664	28,630
预付款项	307	388	568	638
存货	3,873	6,565	6,600	10,072
其他流动资产	1,731	1,187	1,300	1,406
<b>非流动资产</b>	4,750	4,837	4,521	4,235
长期投资	406	406	406	406
固定资产	3,241	3,030	2,819	2,608
在建工程	212	212	212	212
无形资产	129	117	105	93
其他非流动资产	728	787	883	799
<b>资产总计</b>	28,003	39,283	45,309	59,403
<b>流动负债</b>	15,027	21,792	24,270	33,943
短期借款	135	0	0	0
应付票据及应付账款	12,092	17,740	20,182	28,169
预收账款	1,408	2,458	2,756	3,850
其他流动负债	898	669	694	754
<b>非流动负债</b>	2,111	267	291	296
长期借款	1,781	0	0	0
其他非流动负债	330	267	291	296
<b>负债合计</b>	17,138	22,059	24,561	34,238
少数股东权益	409	448	511	575
股本	1,457	1,485	1,485	1,485
资本公积	3,218	6,866	6,690	6,719
留存收益	5,871	8,425	12,062	16,385
归属母公司股东权益	10,456	16,776	20,238	24,589
<b>负债和股东权益总计</b>	28,003	39,283	45,309	59,403

## 现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3,089	-3,172	10,803	-2,153
净利润	1,976	2,867	4,083	4,843
折旧摊销	243	223	223	223
财务费用	261	-26	-123	-169
投资损失	-121	-75	-78	-96
营运资本变动	1,155	-6,214	6,406	-6,862
其他经营现金流	-425	53	291	-93
<b>投资活动现金流</b>	-114	-219	-204	382
<b>筹资活动现金流</b>	-193	1,552	-517	-307

## 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.32	1.93	2.75	3.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	-2.14	7.27	-1.45
每股净资产(最新摊薄)	7.04	11.30	13.63	16.56

## 利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19,286	25,361	32,994	42,661
营业成本	14,837	18,513	24,152	31,356
税金及附加	63	86	113	143
销售费用	973	1,471	1,848	2,389
管理费用	396	642	800	996
研发费用	806	1,402	1,815	2,346
财务费用	261	-26	-123	-169
资产减值损失	-29	-119	-59	-69
信用减值损失	-48	-74	-99	-74
公允价值变动收益	2	14	229	-157
投资净收益	136	75	78	96
其他收益	158	132	145	145
<b>营业利润</b>	2,168	3,300	4,684	5,540
营业外收入	36	22	25	28
营业外支出	22	20	25	23
<b>利润总额</b>	2,182	3,303	4,684	5,545
所得税	206	396	539	638
<b>税后利润</b>	1,976	2,906	4,145	4,908
少数股东损益	21	40	62	65
<b>归属母公司净利润</b>	1,954	2,867	4,083	4,843
<b>EBITDA</b>	2,662	3,497	4,785	5,595

## 主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	48.3	31.5	30.1	29.3
营业利润(%)	106.9	52.2	41.9	18.3
归母净利润(%)	119.0	46.7	42.4	18.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.1	27.0	26.8	26.5
净利率(%)	10.1	11.3	12.4	11.4
ROE(%)	18.7	17.1	20.2	19.7
ROIC(%)	58.1	70.1	40.2	142.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.2	56.2	54.2	57.6
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.5	2.0	2.1	2.1
应付账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.1
<b>估值比率</b>				
P/E	116.3	79.3	55.7	46.9
P/B	21.7	13.6	11.2	9.2
EV/EBITDA	37.2	63.1	44.0	38.0

资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

## 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>