

强烈推荐-A (首次)

阳光电源 300274.SZ

目标估值: 36-38 元

当前股价: 28.35 元

2020 年 09 月 17 日

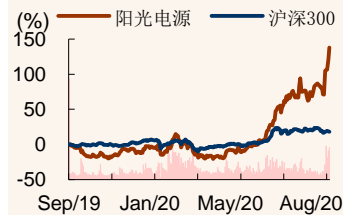
逆变器加速渗透海外, 储能有望成为新增长点

基础数据

上证综指	3270
总股本(万股)	145774
已上市流通股(万股)	108419
总市值(亿元)	413
流通市值(亿元)	307
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE (TM)	11.2
资产负债率	61.4%
主要股东	曹仁贤
主要股东持股比例	30.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	165	128
相对表现	39	140	109



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn
S1090520060001

赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn
S1090519120001

2020 年上半年公司业绩同比增长 55.57%，其中逆变器业务发展迅速，毛利率增长同比提升 1.94 个百分点至 32.36%。公司深耕逆变器领域多年，已在国内市场确立了行业地位，同时，公司产品相较国外更具竞争优势，有望加速渗透海外市场。公司基于电力电子变化核心技术加强在储能业务的布局，有成为公司未来新增长点。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 11.5、15.5 亿元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级，目标价为 36-38 元。

- **2020 年半年报简析。**2020 年上半年公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 69.42、4.46、4.11 亿元，同比分别增长 56%、34%、43%。其中 Q2 收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 50.95、2.87、2.64 亿元，同比分别增长 127%、78%、90%，基本每股收益 0.31 元。2020 年上半年公司综合毛利率为 20.37%，同比下降 7.59 个百分点，其中电站业务毛利率同比下降 15.81 个百分点至 7.27%，逆变器业务毛利率同比增长 1.94 个百分点至 32.36%。公司综合毛利率同比下滑系受电价下调影响，电站业务毛利率下降。
- **深耕行业多年，海外业务加速。**公司是国内逆变器行业先驱，2020 年上半年公司光伏逆变器等电力变换设备业务毛利率同比增长 1.94 个百分点至 32.36%，剔除风电与电控业务后，光伏逆变器实际毛利率提升幅度可能会更高。2019 年公司港澳台及海外地区收入占比同比提升 12 个百分点至 25%，出口呈加速趋势。从国内外企业逆变器单价来看，相较国外产品，公司逆变器产品在价格方面更具竞争优势、性价比更高，有望加速渗透海外市场。
- **电站毛利率下滑，储能业务有望成为公司新增长点。**受电价下调以及疫情影响开工率等影响，公司电站业务毛利率降至 7.27%。目前公司已获 2020 年光伏、风电平价上网项目 2.36GW 订单，位列民营企业第一位，充足的项目储备将支撑公司未来电站业务稳步增长。公司自 2006 年布局储能业务并发展成熟以锂电池系统、储能变流器、直流交换器等硬件+能量管理系统软件为核心科技的第三方储能系统集成商。2020 年上半年公司储能业务实现收入 2.50 亿元，同比增长 49.7%，预计储能业务将在未来贡献较为可观的业绩增量。
- **投资建议：**2020 年上半年公司业绩同比增长 55.57%，其中逆变器业务发展迅速，毛利率增长同比提升 1.94 个百分点至 32.36%。同时，公司基于电力电子变化核心技术加强在储能业务的布局，有望进一步公司未来新增长点。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 11.5、15.5 亿元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级，目标价为 36-38 元。
- **风险提示：**国内下游需求不及预期，海外需求不及预期，逆变器毛利率大幅下降。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	10369	13003	17149	20761	23468
同比增长	17%	25%	32%	21%	13%
营业利润(百万元)	912	1048	1326	1785	2230
同比增长	-20%	15%	27%	35%	25%
净利润(百万元)	810	893	1153	1549	1933
同比增长	-21%	10%	29%	34%	25%
每股收益(元)	0.56	0.61	0.79	1.06	1.33
PE	50.8	46.3	35.8	26.7	21.4
PB	5.3	4.8	4.3	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、2020 半年报简析.....	4
二、深耕行业多年，海外业务加速	7
2.1 深耕逆变器领域多年，逆变器业务毛利率提升	7
2.2 加速出口海外，已打开国际市场	8
三、电站毛利率下滑，储能业务有望成为公司新增长点	11
3.1 电站业务毛利率有所下滑	11
3.2 储能业务有望成为公司新增长点	11
投资建议	13
风险提示	14

图表目录

图 1 公司产品一览.....	7
图 2 公司研发费用与同比增速.....	8
图 3 公司研发费用占比.....	8
图 4 逆变器业务收入与同比增速	8
图 5 逆变器业务毛利率.....	8
图 6: 中国逆变器在主要光伏市场出货量占比提升	9
图 7: 海外逆变器市场单价更高（元/W）	10
图 8 电站业务收入与同比增速.....	11
图 9 电站业务毛利率	11
图 10 2019 年中国储能系统集成商排名.....	12
图 11: 阳光电源历史 PE Band.....	14
图 12: 阳光电源历史 PB Band.....	14
表 1: 年度业绩摘要.....	4
表 2: 年度主要比率	4
表 3: 单季度业绩摘要	5
表 4: 单季度主要比率	5
表 5: 业务拆分	5
表 6: 公司发展历程.....	7

表 7：国内逆变器企业全球出货量占比维持高位 9

表 8：阳光电源出口收入占比提升 9

表 9：公司部分重点储能项目 11

表 10：盈利预测 13

附：财务预测表 15

一、2020 半年报简析

业绩摘要。2020 年上半年公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 69.42、4.46、4.11 亿元，同比分别增长 56%、34%、43%。其中 Q2 收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 50.95、2.87、2.64 亿元，同比分别增长 127%、78%、90%，基本每股收益 0.31 元。

上半年毛利率略有下降，逆变器业务毛利率提升。2020 年上半年公司综合毛利率为 20.37%，同比下降 7.59 个百分点，其中电站业务毛利率同比下降 15.81 个百分点至 7.27%，逆变器业务毛利率同比增长 1.94 个百分点至 32.36%。公司综合毛利率同比下滑系受电价下调影响，电站业务毛利率下降。

费用率同比下降。2020 年上半年公司销售、管理、财务费用率分别为 6.81%、2.81%、-0.14%，分别同比下降 0.50、下降 0.56、下降 0.08 个百分点。报告期内公司对费用控制的实施效果较好，费用率同比下降 1.14 个百分点至 9.48%。

表 1：年度业绩摘要

百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2019H1	2020H1	同比变化 (%)
营业收入	8886	10369	13003	4462	6942	55.57
营业成本	6464	7791	9907	3215	5528	71.95
毛利润	2422	2578	3096	1248	1414	13.35
销售税金	28	35	47	14	21	44.14
毛利润（扣除销售税金）	2394	2543	3050	1233	1394	12.99
销售费用	518	698	918	326	473	44.99
管理费用	611	295	349	150	195	29.78
经营利润	1265	1550	1782	757	726	-4.13
资产减值损失	214	300	-29	0	0	-
财务费用	55	16	8	-3	-10	268.86
投资收益	42	66	22	21	9	-56.51
资产处置收益	1	0	0	0	0	-362.06
其他收益	106	94	144	48	70	46.52
营业外收入	21	14	17	8	9	12.46
营业外支出	4	4	33	20	6	-70.46
利润总额	1162	923	1032	377	484	28.20
所得税	147	105	120	37	29	-21.38
税后净利润	1014	817	912	340	455	33.60
少数股东损益	-10	8	19	8	8	10.22
归母净利润	1024	810	893	333	446	34.13
非经常性损益	102	110	-13	46	35	-23.32
扣非归母净利润	922	700	905	286	411	43.40

资料来源：Wind、招商证券

表 2：年度主要比率

%	2017 年	2018 年	2019 年	2019H1	2020H1	百分点变化 (%)
毛利率	27.26	24.86	23.81	27.96	20.37	-7.59
销售费用率	5.83	6.73	7.06	7.31	6.81	-0.50
管理费用率	6.87	2.85	2.69	3.37	2.81	-0.56
财务费用率	0.62	0.15	0.06	-0.06	-0.14	-0.08
经营利润率	14.24	14.95	13.71	16.97	10.46	-6.51

%	2017 年	2018 年	2019 年	2019H1	2020H1	百分点变化 (%)
所得税率	12.69	11.42	11.65	9.82	6.02	-3.80
净利率	11.53	7.81	6.86	7.45	6.43	-1.03
扣非净利率	10.37	6.75	6.96	6.42	5.92	-0.50

资料来源: Wind、招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q2 同比 百分点变化	20Q2 环比 百分点变化
营业收入	1749	4724	2219	2243	2722	5819	1847	5095	127.1	175.9
营业成本	1199	3840	1628	1587	2114	4578	1323	4205	165.0	217.9
销售费用	144	265	140	186	223	369	197	276	48.5	40.5
管理费用	126	9	69	81	89	110	94	101	24.6	7.5
财务费用	-23	35	41	-44	-35	45	18	-28	-36.0	-253.7
所得税	12	45	26	11	15	68	16	13	24.1	-15.1
归母净利润	224	202	171	161	222	338	160	287	77.6	79.7

资料来源: Wind、招商证券

表 4: 单季度主要比率

百万元	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q2 同比 百分点变化	20Q2 环比 百分点变化
毛利率	31	19	27	29	22	21	28	17	-11.80	-10.89
销售费用率	8	6	6	8	8	6.35	10.65	5.42	-2.87	-5.22
管理费用率	7	0	3	4	3	1.90	5.09	1.98	-1.63	-3.10
财务费用率	-1	1	2	-2	-1	0.78	0.99	-0.55	1.41	-1.54
净利率	13	4	8	7	8	5.81	8.64	5.63	-1.57	-3.01

资料来源: Wind、招商证券

表 5: 业务拆分

百万元	2016A	2017A	2018A	2019A
电站系统集成	营业收入	3285	4667	5868
	YoY	45%	42%	26%
	营业成本	2714	3928	476
	毛利率	17%	16%	19%
光伏逆变器等电力转换设备	营业收入	2494	3804	3685
	YoY	47%	53%	-3%
	营业成本	1669	2256	2490
	毛利率	33%	39%	32%
光伏电站发电	营业收入	25	249	199
	YoY	1121%	880%	-20%
	营业成本	9	79	87
	毛利率	63%	68%	57%
储能系统	营业收入	79	64	383
	YoY	0%	-18%	496%
	营业成本	66	46	272
	毛利率	17%	29%	29%
其他	营业收入	8	10	234
	YoY	121%	27%	2325%

营业成本	1	2	192	162
毛利率	93%	76%	21%	22%

资料来源：wind、招商证券

二、深耕行业多年，海外业务加速

2.1 深耕逆变器领域多年，逆变器业务毛利率提升

国内逆变器行业先驱。公司成立于 1997 年，初期主业为光伏逆变器研发与销售，2003 年公司成功研制国内首台具备自主知识产权的光伏逆变器，并在此后逐步确立行业地位。公司是国内最早进入光伏逆变器领域的企业，也是少数拥有户用、组串式、集中式和集散式逆变器四种产品类型的企业，可全方位支撑各类光伏项目并网需求。

高度重视研发投入。公司持续重视研发投入，2020 年上半年研发费为 3.01 亿元，同比增长 23%，自 2018 年以来，公司加大研发投入，研发费用占比维持在 4% 以上，2020 年上半年公司研发费用占比达 4.34%。

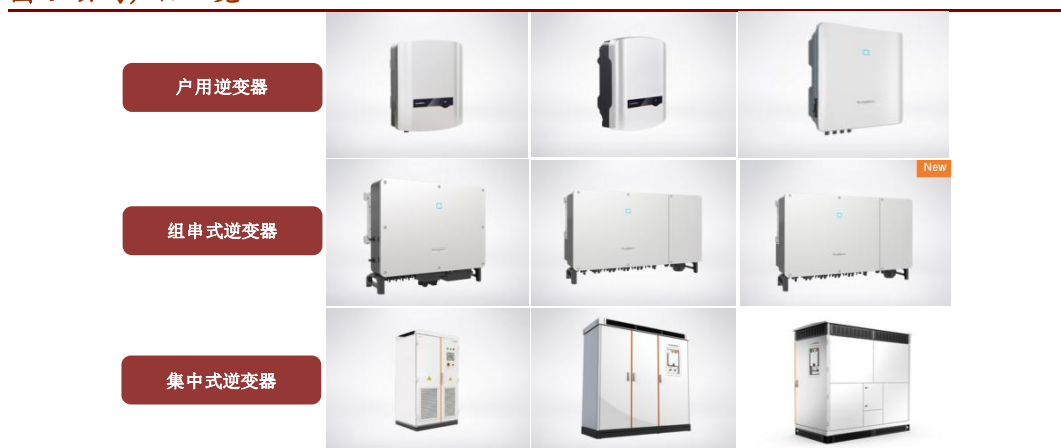
上半年逆变器业务毛利率提升。2020 年上半年公司光伏逆变器等电力变换设备业务毛利率同比增长 1.94 个百分点至 32.36%，公司光伏逆变器等电力换设备业务包含部分毛利率相对较低的风电与电控产品，剔除这部分产品后，光伏逆变器实际毛利率提升幅度可能会更高。上半年公司加快欧、美市场布局，进一步加强欧洲销售服务网络并成为美洲最大的“组串+集中”逆变器供应商。此外，公司在部分新兴市场持续保持优势：公司在越南市场份额以超 40% 稳居第一；泰国、马来西亚、菲律宾市场份额约 30% 左右，均位列当地市场第一；在澳洲户用市占率超 20%。

表 6：公司发展历程

		事件
1997 年	阳光电源创立	
1999 年	国内首台用于电力系统的正弦波逆变器在公司诞生	
2003 年	研制国内首台光伏并网逆变器在上海并网发电，打破国外垄断	
2009 年	光伏并网逆变器通过欧洲 DK5940 认证	
2011 年	公司在深交所成功挂牌上市	
2013 年	主持起草的光伏逆变器国家标准正式发布实施；开始介入电站系统集成业务	
2015 年	公司整体变更登记为深圳市盛弘电器股份有限公司。	
2019 年	公司全球逆变器设备出货超 1 亿千瓦	

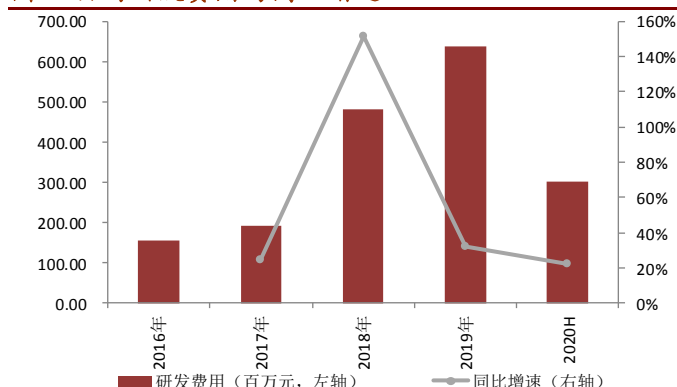
资料来源：公司公告，招商证券

图 1 公司产品一览



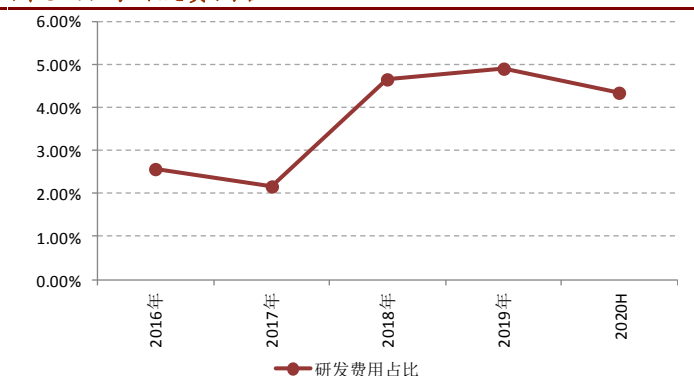
资料来源：公司官网，招商证券

图 2 公司研发费用与同比增速



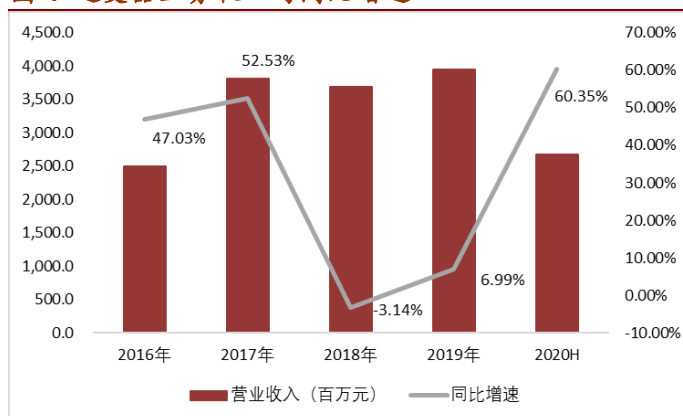
资料来源：Wind，招商证券

图 3 公司研发费用占比



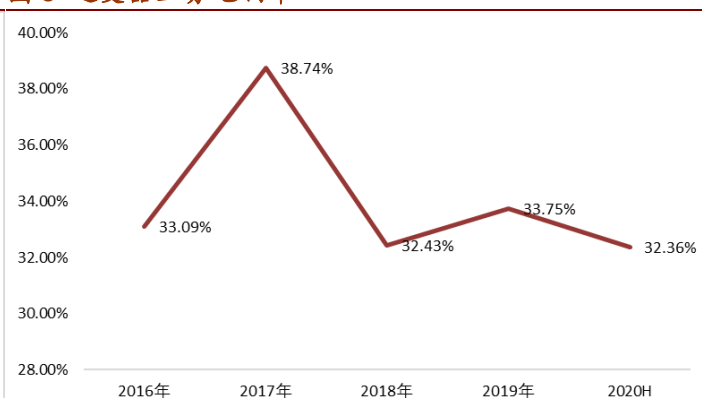
资料来源：Wind，招商证券

图 4 逆变器业务收入与同比增速



资料来源：Wind，招商证券

图 5 逆变器业务毛利率



资料来源：Wind，招商证券

2.2 加速出口海外，已打开国际市场

2012 年之前，逆变器市场欧洲一家独大。2012 年之前欧洲光伏市场蓬勃发展，新增装机占全球比重超 60%，受此影响，欧洲企业在光伏逆变器领域一家独大。2012、2013 年欧洲 SMA 光伏逆变器出货量占据全球比重分别为 22%、14%。

中国逆变器企业后来居上。自 2013 年我国出台光伏标杆电价政策之后，国内光伏启动，继硅料、硅片、电池片与组件之后，我国光伏逆变器领域的领军企业也在不断提升其国际主要市场的市占率：2019 年我国逆变器企业在欧洲、印度、拉美、美国、日本出货量市占率已分别达到 77%、61%、58%、34%、23%，出货量同比提升 11、27、10、15、14 个百分点。

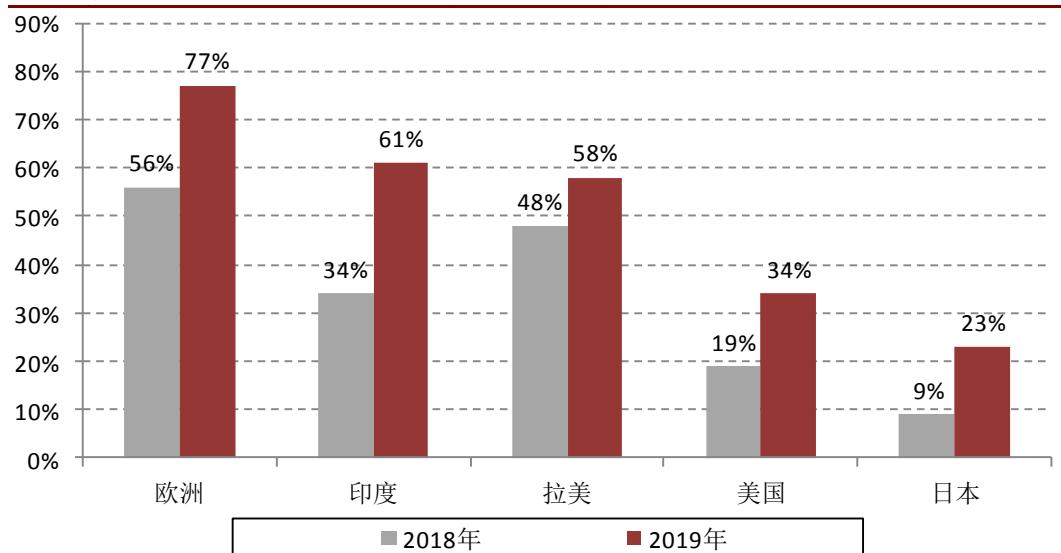
公司逆变器业务出口加速。2019 年公司港澳台及海外地区收入占比同比提升 12 个百分点至 25%，出口呈加速趋势。从国内外企业逆变器单价来看，相较国外产品，公司逆变器产品在价格方面更具竞争优势、性价比更高，有望加速渗透海外市场。

表 7：国内逆变器企业全球出货量占比维持高位

		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华为	中国	0%	0%	10%	15%	22%	25%	22%	22%
阳光电源	中国	4%	10%	10%	15%	13%	16%	16%	13%
上能电气	中国	0%	3%	4%	4%	5%	4%	5%	5%
固德威	中国	0%	1%	1%	1%	2%	5%	4%	3%
特变电工	中国	1%	3%	4%	3%	4%	4%	3%	3%
正泰	中国	1%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%
古瑞瓦特	中国	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	4%
科士达	中国	1%	2%	2%	2%	3%	2%	1%	2%
锦浪科技	中国	0%	0%	1%	1%	1%	2%	3%	3%
台达	中国	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	—
SMA	德国	22%	14%	12%	12%	10%	8%	8%	8%
Power Electronics	西班牙	1%	2%	2%	2%	3%	3%	6%	6%
ABB	瑞士	7%	8%	10%	7%	6%	5%	5%	—
Ingeteam	西班牙	2%	2%	3%	2%	1%	1%	4%	3%
施耐德	法国	2%	3%	4%	3%	2%	2%	2%	—
Fronius	奥地利	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%
SolarEdge	美国	1%	1%	1%	2%	2%	2%	4%	4%
General Electric	美国	0%	1%	1%	2%	4%	2%	1%	—
TMEIC	日本	1%	3%	5%	6%	5%	3%	3%	3%
国内企业占比		9%	23%	36%	45%	53%	62%	58%	57%

资料来源：麦肯锡，招商证券

图 6：中国逆变器在主要光伏市场出货量占比提升



资料来源：CPIA，招商证券

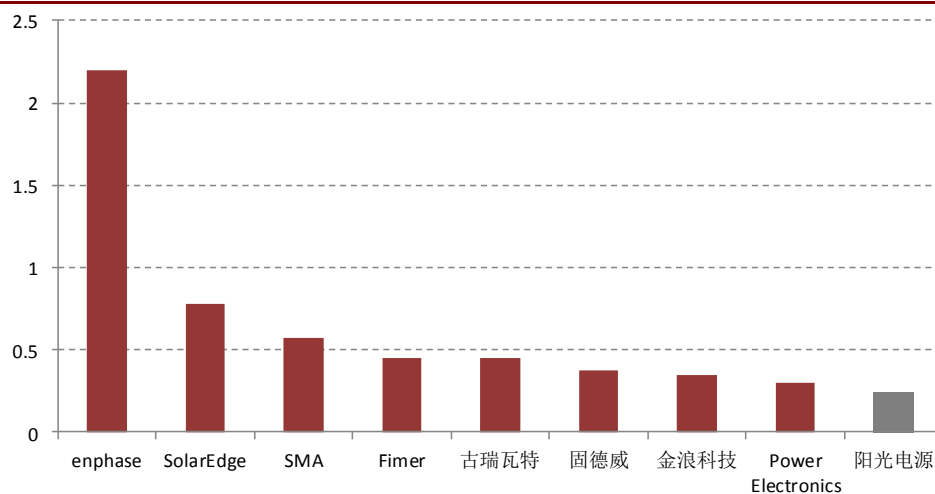
表 8：阳光电源出口收入占比提升

		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
收入占比	国内大陆地区	90%	92%	91%	94%	92%	92%	89%	87%	75%
	港澳台地区与海外地区	10%	8%	9%	6%	8%	8%	11%	13%	25%
毛利率	国内大陆地区	44%	35%	24%	24%	23%	26%	26%	21%	18%
	港澳台地区与海外地区	46%	14%	27%	39%	36%	3%	40%	48%	41%

海外地区

资料来源：Wind，招商证券

图 7：海外逆变器市场单价更高（元/W）



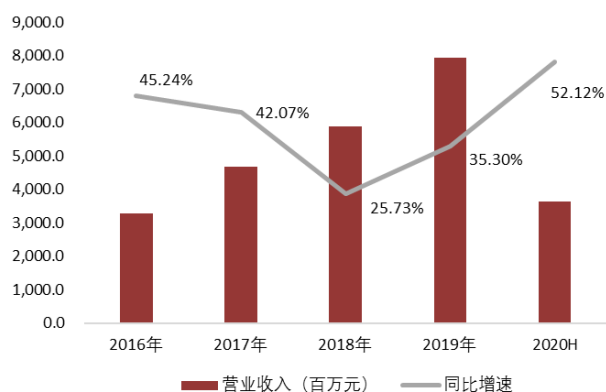
资料来源：公司公告，麦肯锡，招商证券

三、电站毛利率下滑，储能业务有望成为公司新增长点

3.1 电站业务毛利率有所下滑

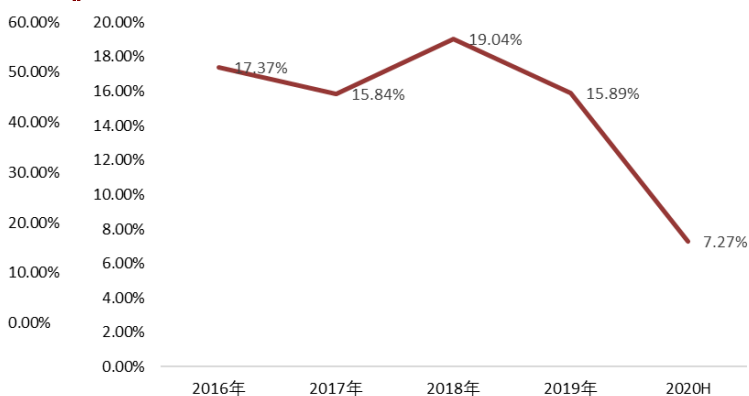
2020 年上半年公司电站业务营业收入 36.27 亿元，同比增长 52.12%，受电价下调以及疫情影响开工率等影响，上半年公司电站系统集成毛利率降至 7.27%。截至报告期末，公司累计开发建设光伏、风力电站超 12GW，其中平价项目累计规模超 3.5GW，竞价项目超 2.5GW，阳光家庭光伏用户超 15 万。2020 年上半年公司持续获取项目资源，新增装机量及项目储备量保持领先地位：2020 年光伏、风电平价上网项目名单中，公司中标项目总规模为 2.36GW，位列民营企业第一位，充足的项目储备将支撑公司未来电站业务稳步增长。

图 8 电站业务收入与同比增速



资料来源：Wind，招商证券

图 9 电站业务毛利率



资料来源：Wind，招商证券

3.2 储能业务有望成为公司新增长点

公司自 2006 年布局储能变流器，目前已发展成以锂电池系统、储能变流器、直流交换器等硬件+能量管理系统软件为核心科技的第三方储能系统集成商，2016 年以来公司已连续四年位居中国储能系统集成市场出货量排行榜榜首。2020 年上半年公司储能业务实现收入 2.50 亿元，同比增长 49.7%，预计储能业务将在未来贡献较为可观的业绩增量。

公司储能业务产品广泛应用于中国、美国、英国、加拿大、德国、日本等众多国家，其中在北美地区公司工商业储能市场份额已超过 20%、澳洲地区公司户用光储系统市占率超 20%。截至 2020 年上半年，公司已参与全球重大储能系统项目超过 1000 个。

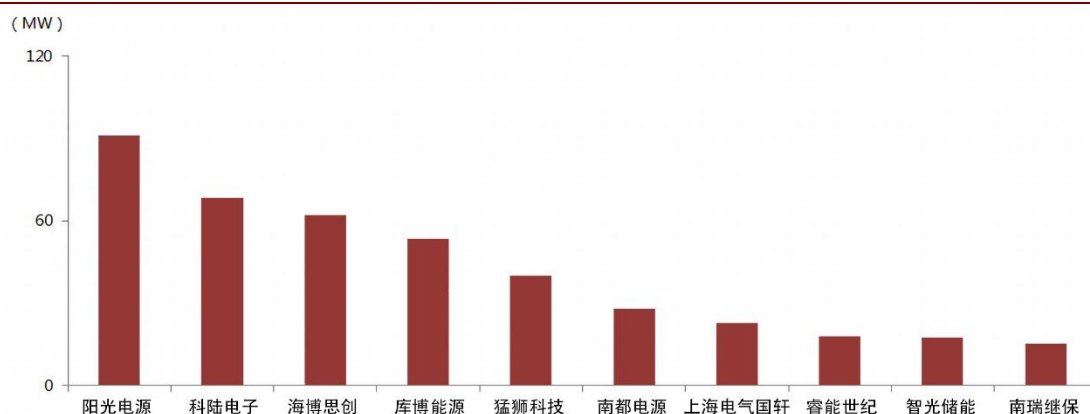
表 9：公司部分重点储能项目

序号	项目名称	提供服务	项目介绍	项目进度
1	青海省海南州特高压外送基地 202.86MW/202.86MWh 电源配置项目	定制化光储融合一体化解决方案，包括磷酸铁锂电池储能集成系统和全球最大功率 1500V 组串逆变器 SG225HX		中标

2	新疆柯坪县 4MW/8MWh 和洛浦县 10MW/20MWh 发电侧储能电站	提供 35kV 高压交流侧耦合方案	西北地区发布储能政策后首批落地的光储项目	6 月正式并网运行
3	山东省莱州市土山镇一期 120MW+6MW/12MWh 光储融合项目	提供全套光伏和储能系统	华东最大光储融合项目	并网发电
4	广东佛山恒益电厂 20MW/10MWh 火储调频项目	提供储能系统	广东省最优质 AGC 调频电站	投运

资料来源：公司公告，招商证券

图 10 2019 年中国储能系统集成商排名



资料来源：CNESA，招商证券

投资建议

2020 年上半年公司业绩同比增长 55.57%，其中逆变器业务发展迅速，毛利率增长同比提升 1.94 个百分点至 32.36%。同时，公司基于电力电子变化核心技术加强在储能业务的布局，有望进一步公司未来新增长点。

预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 11.5、15.5 亿元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级，目标价为 36-38 元。

表 10：盈利预测

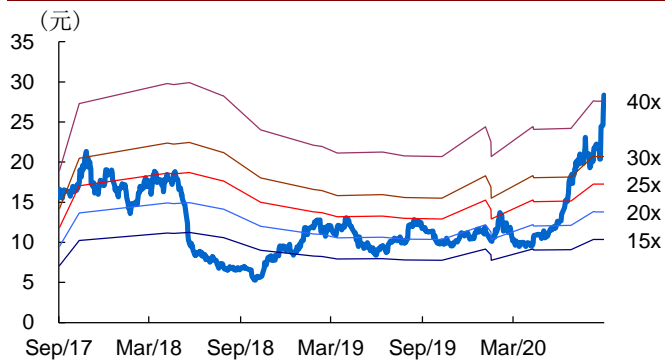
百万元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
光伏逆变器	营业收入	3,685	3,942	6,600	8,100	9,540
	YOY	(3)	7	67	23	15
转换设备	毛利率	32	34	35	36	37
电站系统	营业收入	5,868	7,939	9,130	10,500	11,550
	YOY	26	35	15	15	10
集成	毛利率	19	16	10	10	10
光伏电站	营业收入	199	337	404	647	712
	YOY	(20)	69	20	60	10
发电	毛利率	57	67	66	67	67
储能系统	营业收入	383	543	652	1043	1147
	YOY	496	42	20	60	10
	毛利率	29	37	38	39	40
其他	营业收入	234	242	363	472	519
	YOY	2325	3	50	30	10
	毛利率	21	22	20	20	20
合计	营业收入	10,369	13,003	17,149	20,761	23,468
	YOY	17	25	32	21	13
	毛利率	25	24	22	23	24

资料来源：wind，招商证券

风险提示

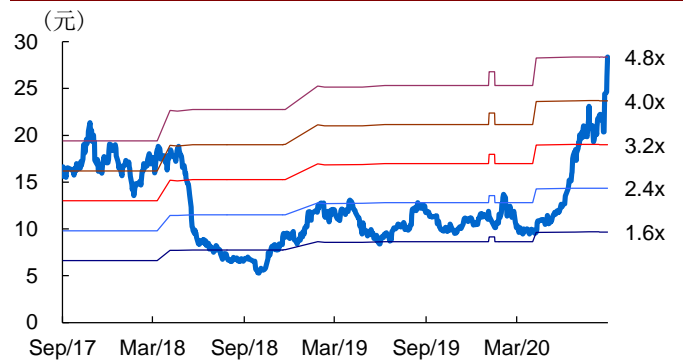
- 1) **国内下游需求不及预期**: 虽然国内竞价项目有建造时间的限制, 即每拖后一个季度电价相应有所下降, 但下游运营商依然有可能不在期限内建设并网, 进而影响国内装机。
- 2) **海外需求不及预期**: 如果海外经济持续疲软, 可能导致海外需求不及预期。
- 3) **逆变器毛利率大幅下降**: 公司逆变器业务具备较强竞争力, 但这一市场集中度不是很高, 有价格战风险, 毛利率可能会大幅下降进而影响公司业绩。

图 11: 阳光电源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 12: 阳光电源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14465	18429	23212	26834	29956
现金	3176	4457	5164	5368	5956
交易性投资	0	1388	1388	1388	1388
应收票据	920	693	914	1106	1250
应收款项	6313	6672	8773	10621	12005
其它应收款	502	560	738	893	1010
存货	2459	3339	4485	5347	5966
其他	1095	1321	1750	2112	2381
非流动资产	4028	4390	4841	5208	5497
长期股权投资	124	170	170	170	170
固定资产	2409	2936	3402	3781	4081
无形资产	89	108	97	88	79
其他	1406	1176	1172	1169	1166
资产总计	18493	22819	28053	32042	35453
流动负债	9248	12193	16351	19106	21009
短期借款	423	333	850	750	600
应付账款	7055	9338	12573	14988	16725
预收账款	617	1562	2104	2508	2798
其他	1153	959	824	860	886
长期负债	1450	1871	1871	1871	1871
长期借款	1255	1596	1596	1596	1596
其他	195	275	275	275	275
负债合计	10698	14064	18223	20978	22880
股本	1452	1457	1457	1457	1457
资本公积金	3027	3111	3111	3111	3111
留存收益	3227	4026	5077	6280	7749
少数股东权益	89	161	184	216	255
归属于母公司所有者权益	7706	8594	9646	10849	12318
负债及权益合计	18493	22819	28053	32042	35453

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	181	2480	960	1087	1593
净利润	810	893	1153	1549	1933
折旧摊销	147	226	246	281	309
财务费用	16	76	5	7	10
投资收益	(44)	13	(220)	(220)	(220)
营运资金变动	(715)	1274	(260)	(572)	(487)
其它	(33)	(1)	35	41	47
投资活动现金流	(555)	(1605)	(480)	(430)	(380)
资本支出	(840)	(683)	(700)	(650)	(600)
其他投资	285	(921)	220	220	220
筹资活动现金流	615	(20)	227	(453)	(625)
借款变动	616	(94)	334	(100)	(150)
普通股增加	3	6	0	0	0
资本公积增加	69	84	0	0	0
股利分配	(116)	(87)	(102)	(346)	(465)
其他	42	71	(5)	(7)	(10)
现金净增加额	241	856	707	204	588

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10369	13003	17149	20761	23468
营业成本	7791	9907	13339	15901	17743
营业税金及附加	35	47	61	74	84
营业费用	698	918	1218	1661	1877
管理费用	295	349	480	830	939
研发费用	482	636	840	623	704
财务费用	16	8	5	7	10
资产减值损失	(300)	(204)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	(53)	10	10	10
其他收益	94	144	160	160	160
投资收益	66	23	50	50	50
营业利润	912	1048	1326	1785	2230
营业外收入	14	17	25	25	25
营业外支出	4	33	20	20	20
利润总额	923	1032	1331	1790	2235
所得税	105	120	154	209	262
少数股东损益	8	19	24	32	39
归属于母公司净利润	810	893	1153	1549	1933

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	17%	25%	32%	21%	13%
营业利润	-20%	15%	27%	35%	25%
净利润	-21%	10%	29%	34%	25%
获利能力					
毛利率	24.9%	23.8%	22.2%	23.4%	24.4%
净利率	7.8%	6.9%	6.7%	7.5%	8.2%
ROE	10.5%	10.4%	12.0%	14.3%	15.7%
ROIC	8.3%	8.6%	9.5%	11.8%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	61.6%	65.0%	65.5%	64.5%
净负债比率	10.7%	9.3%	8.7%	7.3%	6.2%
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	3.2	3.4	3.4	3.2	3.1
应收帐款周转率	1.6	1.8	2.0	1.9	1.9
应付帐款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
每股资料 (元)					
EPS	0.56	0.61	0.79	1.06	1.33
每股经营现金	0.12	1.70	0.66	0.75	1.09
每股净资产	5.31	5.90	6.62	7.45	8.45
每股股利	0.06	0.07	0.24	0.32	0.40
估值比率					
PE	50.8	46.3	35.8	26.7	21.4
PB	5.3	4.8	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	51.0	42.9	34.5	26.2	21.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。