



阳光电源 (300274)

公司研究/点评报告

逆变器市占率稳步提升，储能持续高增长

—阳光电源 (300274) 2020 年中报点评

点评报告/电力设备及新能源

2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现营业收入 69.42 亿元，同比增长 55.57%，实现归母净利润 4.46 亿元，同比增长 34.13%。其中 2020Q2 实现营业收入 50.95 亿元，环比增长 175.93%，实现归母净利润 2.87 亿元，环比增长 79.70%。

二、分析与判断

➤ 逆变器同比大幅提升，加速全球市场布局

2020H1 公司逆变器营收 26.69 亿元，同比增长 60.35%，占营收 38.45%，毛利率 32.36%，同比提升 1.94pct。截至 6 月 30 日，公司逆变设备全球累计装机量突破 120GW，海外出货量集中式和组串式各占一半，是美洲最大的“组串+集中”逆变器供应商，在巴西分布式市场排名第一，在越南市场份额为 40%，泰国、马来西亚、菲律宾市场份额约 30%，均位列当地市场第一，在澳洲户用市占率超 20%，并逐渐扩张。

➤ 电站集成毛利率承压，规模优势进一步增强

2020H1 电站系统集成营收 36.27 亿元，同比增加 52.12%，占营收 52.24%，受电价下调、疫情影响，毛利率同比下降 16.26pct 至 7.27%。截至 6 月 30 日，公司累计开发建设光伏、风力电站超 12GW，覆盖全国 28 个省市区，平价项目、竞价项目累计开发建设规模分别超 3.5GW、2.5GW，阳光家庭光伏用户超 15 万。报告期内公司新增装机量及项目储备量保持领先地位，规模优势逐渐体现。

➤ 积极布局光储，储能业务持续高增长

2020H1 储能系统营收 2.5 亿元，同比增长 49.66%，占营收 3.61%。公司储能技术着眼于非电芯技术，截至 6 月 30 日，公司参与的全球重大储能系统项目超过 1000 个，公司在北美的工商业储能市场份额、澳洲的户用光储系统市占率均超 20%。海外储能主要与三星合作采用三星电池，订单已排到 2021 年；国内用户侧储能处于起步初期，公司已与多家磷酸铁锂供应商展开合作。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益 0.79、0.99 和 1.21 元，对应 PE 分别为 28、22 和 18 倍。参考 SW 光伏设备板块当前平均 42 倍 PE 水平，考虑公司逆变器龙头地位持续稳固，有望受益于国内光伏装机需求复苏，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期；储能板块拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,003	16,269	19,655	23,102
增长率（%）	25.4%	25.1%	20.8%	17.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	893	1,153	1,443	1,758
增长率（%）	10.2%	29.1%	25.2%	21.8%
每股收益（元）	0.61	0.79	0.99	1.21
PE（现价）	35.52	27.51	21.97	18.04
PB	1.79	3.25	2.83	2.45

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

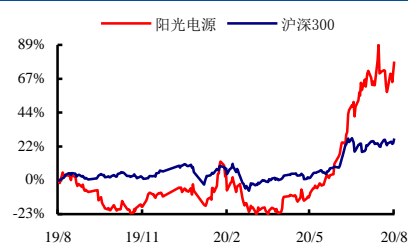
首次评级

当前价格： 21.75 元

交易数据 2020-8-28

近 12 个月最高/最低(元)	23.1/9.5
总股本（百万股）	1,456
流通股本（百万股）	1,084
流通股比例（%）	74.45
总市值（亿元）	317
流通市值（亿元）	236

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号： S0100519100001

电话： 021-60876731

邮箱： lijie@mszq.com

研究助理：任杰

执业证号： S0100120070029

电话： 021-60876731

邮箱： renjie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,003	16,269	19,655	23,102
营业成本	9,907	12,781	15,319	17,940
营业税金及附加	47	54	67	80
销售费用	918	1,064	1,332	1,570
管理费用	349	458	547	638
研发费用	636	776	949	1,109
EBIT	1,146	1,135	1,441	1,765
财务费用	8	7	10	22
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	22	28	34	40
营业利润	1,048	1,331	1,667	2,030
营业外收支	-16	0	0	0
利润总额	1,032	1,331	1,667	2,030
所得税	120	153	193	235
净利润	912	1,177	1,474	1,795
归属于母公司净利润	893	1,153	1,443	1,758
EBITDA	1,372	1,329	1,665	1,974
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,457	3,776	4,595	5,910
应收账款及票据	7,365	10,318	12,262	14,152
预付款项	260	304	383	438
存货	3,339	4,171	5,081	5,903
其他流动资产	3,009	3,193	3,321	3,490
流动资产合计	18,429	21,763	25,643	29,892
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	2,936	3,519	4,073	4,642
无形资产	108	119	134	147
非流动资产合计	4,390	4,984	5,553	6,135
资产合计	22,819	26,746	31,196	36,027
短期借款	333	333	333	333
应付账款及票据	9,338	11,810	14,297	16,661
其他流动负债	2,522	2,800	3,289	3,961
流动负债合计	12,193	14,943	17,919	20,954
长期借款	1,596	1,596	1,596	1,596
其他长期负债	275	275	275	275
非流动负债合计	1,871	1,871	1,871	1,871
负债合计	14,064	16,814	19,790	22,826
股本	1,457	1,457	1,457	1,457
少数股东权益	161	185	216	253
股东权益合计	8,755	9,932	11,406	13,201
负债和股东权益合计	22,819	26,746	31,196	36,027

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.4%	25.1%	20.8%	17.5%
EBIT 增长率	7.4%	-1.0%	27.0%	22.5%
净利润增长率	10.2%	29.1%	25.2%	21.8%
盈利能力				
毛利率	23.8%	21.4%	22.1%	22.3%
净利润率	7.0%	7.2%	7.5%	7.8%
总资产收益率 ROA	3.9%	4.3%	4.6%	4.9%
净资产收益率 ROE	10.4%	11.8%	12.9%	13.6%
偿债能力				
流动比率	1.51	1.46	1.43	1.43
速动比率	1.22	1.16	1.13	1.12
现金比率	0.37	0.25	0.26	0.28
资产负债率	61.6%	62.9%	63.4%	63.4%
经营效率				
应收账款周转天数	187.28	205.59	205.03	199.30
存货周转天数	123.03	119.11	121.07	120.09
总资产周转率	0.57	0.61	0.63	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.79	0.99	1.21
每股净资产	5.90	6.69	7.68	8.88
每股经营现金流	1.70	0.17	1.20	1.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	35.52	27.51	21.97	18.04
PB	1.79	3.25	2.83	2.45
EV/EBITDA	9.47	22.59	17.55	14.13
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	912	1,177	1,474	1,795
折旧和摊销	226	195	224	209
营运资金变动	1,011	-1,264	-85	101
经营活动现金流	2,480	247	1,746	2,234
资本开支	-682	-788	-794	-791
投资	-942	0	0	0
投资活动现金流	-1,605	-760	-760	-751
股权募资	40	0	0	0
债务募资	1,174	0	0	0
筹资活动现金流	-20	-168	-168	-168
现金净流量	864	-681	819	1,315

分析师与研究助理简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

任杰，民生证券基础化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，2020年7月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。