

阳光电源 (300274.SZ) 海外业务扩张加速，储能贡献新增长点

2020 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

刘强（分析师）

李若飞（分析师）

liuqiang@kysec.cn

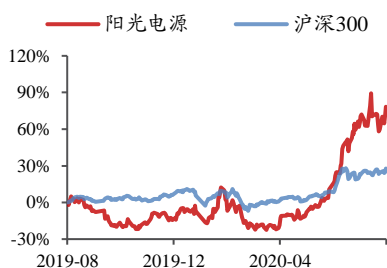
liruofei@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

证书编号：S0790520050004

日期	2020/8/28
当前股价(元)	21.75
一年最高最低(元)	23.57/9.39
总市值(亿元)	316.74
流通市值(亿元)	235.81
总股本(亿股)	14.56
流通股本(亿股)	10.84
近 3 个月换手率(%)	194.05

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩迎来拐点，未来乘势而上》-2020.7.22

《公司信息更新报告-2019 年现金流大幅改善，短期疫情影响不改业绩向上逻辑》-2020.4.29

《公司首次覆盖报告-光伏后周期龙头，将迎来新的成长》-2020.3.21

● 2020Q2 业绩反转向上，下半年有望继续高速增长

2020H1 实现营收 69.4 亿元 (+55.6%)，实现归母净利润 4.5 亿元 (+34.1%)，其中 Q2 实现营收 51.0 亿元 (+127.1%)，归母净利润 2.9 亿元 (+77.6%)。公司在 Q2 迎来业绩反转，符合前期的判断。我们认为公司 Q2 受益于国内及海外终端需求持续超预期，同时逆变器市占率快速提升，使得收入端保持较快增幅。看好公司在未来的发展：1) 全球光伏装机有望在 2020Q3 提速，公司有望保持业绩高增速；2) 储能和电站运维属于光伏后周期产品，公司布局将奠定长期成长基础。我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.89 (+0.06) / 1.19 (+0.12) / 1.36 (+0.13) 元，对应当前 PE 为 24.4/18.3/15.9 倍，维持“买入”评级。

● 销售渠道不断扩张，有望保持高速增长

公司稳固并加大欧洲、美洲市场布局力度，抢抓更多新兴市场的机会。公司上半年海外收入 19.88 亿元，同比增长 26.47%。受益于海外市场多点开花，上半年公司逆变器业务实现营收 36.23 亿元，同比增长 52%；实现毛利 8.63 亿元，同比增长 70.2%；毛利率为 32.4%，同比增长 1.9pcts。报告期内，受电价下调以及疫情等因素影响，公司国内电站集成业务业绩有所下滑，上半年实现营收 36.23 亿元，同比增长 52%；实现毛利 2.6 亿元，同比下降 53.7%；毛利率为 7.2%，同比下滑 16.4pct。受益光伏装机增速在未来三个季度逐季加速，公司有望保持业绩高增速。

● 积极谋划储能业务，公司中长期新增长极

公司以逆变器为核心，在国内和海外分布式市场的布局将在中短期逐步释放潜力，并用运维服务深度绑定客户。同时“储能+”模式是清洁能源“平价上网”时代的刚性需求，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。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%，储能业务长期将有望贡献可观的业绩增量。

● **风险提示：**新技术发展不及预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,369	13,003	18,660	24,098	26,858
YOY(%)	16.7	25.4	43.5	29.1	11.5
归母净利润(百万元)	810	893	1,297	1,728	1,988
YOY(%)	-20.9	10.2	45.3	33.2	15.1
毛利率(%)	24.9	23.8	25.0	27.2	28.0
净利率(%)	7.8	6.9	7.0	7.2	7.4
ROE(%)	10.5	10.4	13.1	15.0	14.9
EPS(摊薄/元)	0.56	0.61	0.89	1.19	1.36
P/E(倍)	39.1	35.5	24.4	18.3	15.9
P/B(倍)	4.1	3.7	3.2	2.8	2.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中报业绩超预期，市场份额有望进一步提升	3
2、 盈利预测与投资建议	5
3、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

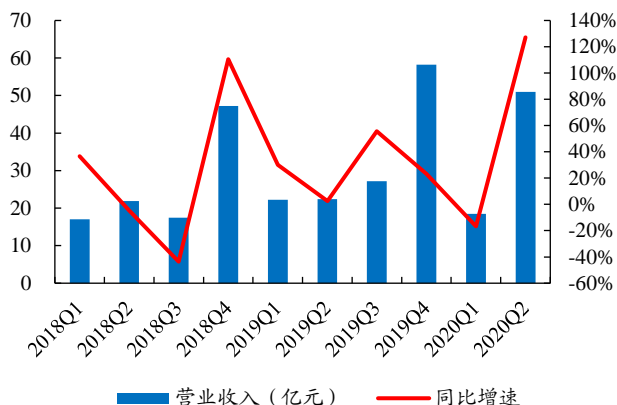
图表目录

图 1： 阳光电源 2020Q2 营收 50.95 亿元	3
图 2： 阳光电源 2020Q2 归母净利润 2.87 亿元	3
图 3： 阳光电源 2020Q2 毛利率 17.5%、净利率 5.8%	3
图 4： 阳光电源 2020H1 中国大陆/港澳台及海外地区实现营收分别为 49.54/19.88 亿元	3
图 5： 阳光电源 2020H1 光伏逆变器/电站系统集成分别实现营收 26.69 亿元/36.27 亿元	4
图 6： 阳光电源 2020H1 光伏逆变器/电站系统集成毛利率分别为 32.4%/7.3%	4
图 7： 预计国内光伏装机在未来三个季度逐步加速	4
图 8： 预计全球光伏装机在未来三个季度逐步加速	4
表 1： 公司 2020 年三季度有望继续保持高增速	5

1、中报业绩超预期，市场份额有望进一步提升

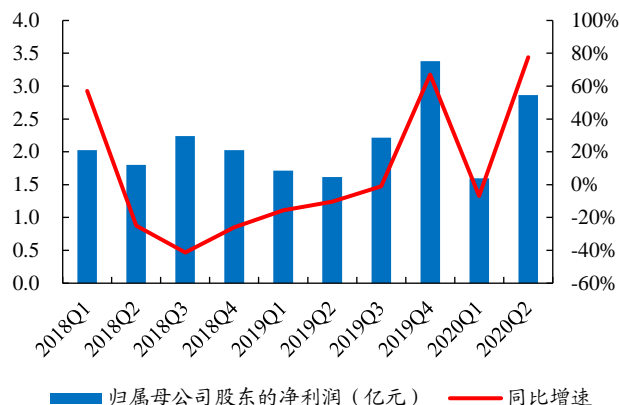
2020H1 业绩稳定增长，Q2 表现优异。2020H1 实现营收 69.4 亿元（+55.6%），实现归母净利润 4.5 亿元（+34.1%），其中 Q2 实现营收 51.0 亿元（+127.1%），归母净利润 2.9 亿元（+77.6%）。公司在 Q2 迎来业绩反转，符合前期的判断。我们认为公司 Q2 受益于国内及海外终端需求持续超预期，同时逆变器市占率快速提升，使得收入端保持较快增幅。

图1：阳光电源 2020Q2 营收 50.95 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

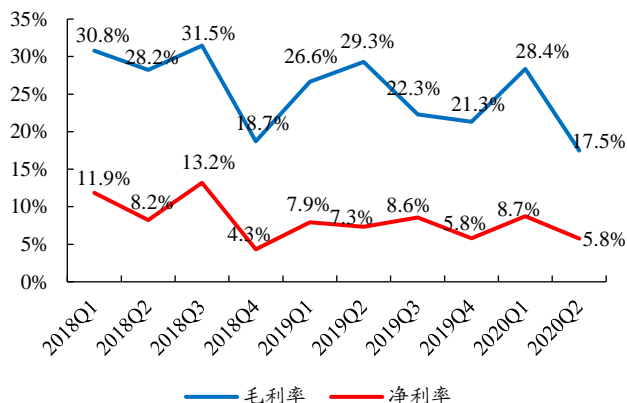
图2：阳光电源 2020Q2 归母净利润 2.87 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

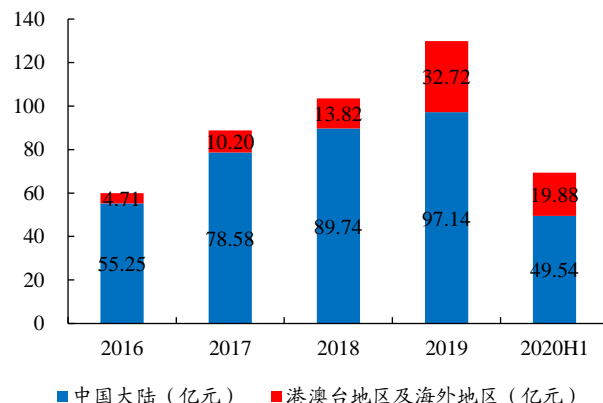
销售渠道不断扩张，财务表现优异。公司稳固并加大欧洲、美洲市场布局力度，抢抓更多新兴市场的机会。公司上半年海外收入 19.88 亿元，同比增长 26.47%。受益于海外市场多点开花，上半年公司逆变器业务实现营收 36.23 亿元，同比增长 52%；毛利率为 32.4%，同比增长 1.9pcts。报告期内，受电价下调以及疫情等因素影响，公司国内电站集成业务业绩有所下滑，上半年实现营收 36.23 亿元，同比增长 52%；毛利率为 7.2%，同比下滑 16.4pcts。

图3：阳光电源 2020Q2 毛利率 17.5%、净利率 5.8%



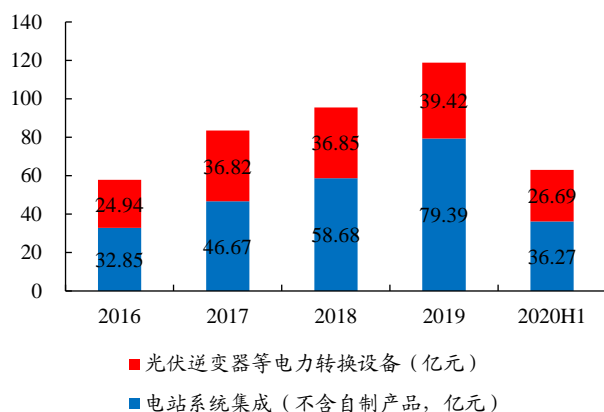
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：阳光电源 2020H1 中国大陆/港澳台及海外地区实现营收分别为 49.54/19.88 亿元



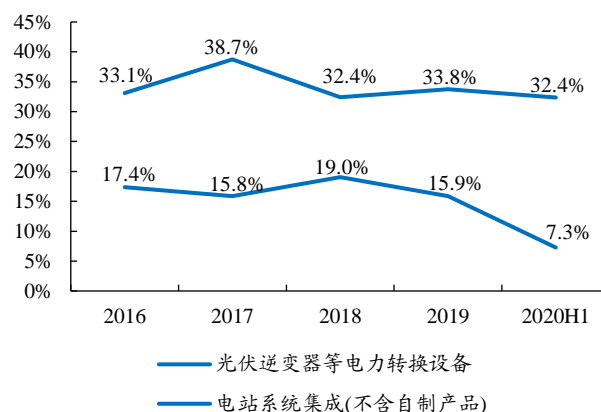
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：阳光电源 2020H1 光伏逆变器/电站系统集成分别实现营收 26.69 亿元/36.27 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：阳光电源 2020H1 光伏逆变器/电站系统集成毛利率分别为 32.4%/7.3%

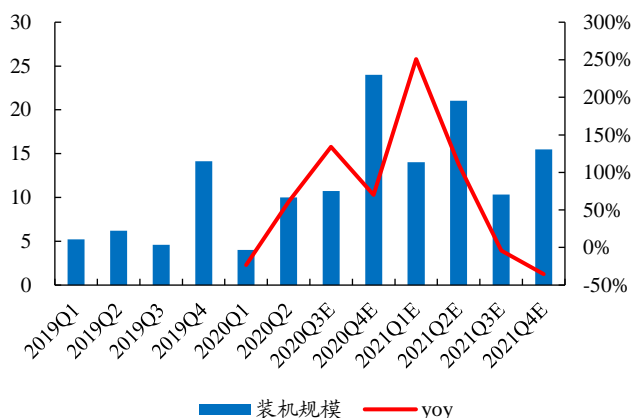


数据来源：公司公告、开源证券研究所

积极谋划储能业务，公司中长期新增长极。公司以逆变器为核心，在国内和海外分布式市场的布局将在中短期逐步释放潜力，并用运维服务深度绑定客户。同时“储能+”模式是清洁能源“平价上网”时代的刚性需求，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。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%，储能业务长期将有望贡献可观的业绩增量。

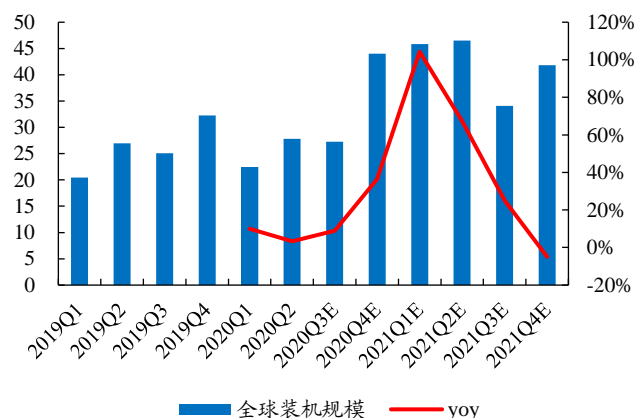
全球光伏装机增速有望逐季加速，公司有望维持高增长。我们预计随着全球光伏装机增速在未来三个季度逐季加速，产业格局进一步出清，龙头效应逐步体现，公司业绩将保持快速增长。

图7：预计国内光伏装机在未来三个季度逐步加速



数据来源：IEA、开源证券研究所

图8：预计全球光伏装机在未来三个季度逐步加速



数据来源：IEA、开源证券研究所

公司在 2020Q3 有望继续保持高增长。我们根据测算的国内及全球季度装机量，在假定公司市占率、单价的前提下，测算公司 2020 年 Q3-Q4 单季度收入。我们认为 2020 年 Q1 由于受疫情影响，公司收入端承压，而 2019 年竞价存量项目集中在二季度装机，同时受基数影响公司收入在 Q3 季度将继续保持较高增速。

表1: 公司 2020 年三季度有望继续保持高增速

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3E	2020Q4E
公司整体					
营业收入	千元	1,846,627.23	5,095,429.43	5,331,666.95	6,638,678.32
yoy		-16.78%	127.1%	95.9%	14.1%
光伏装机量					
2020 国内装机量	GW	2.71	10.48	12.72	24.00
2020 海外装机量	GW	19.65	17.80	18.00	22.00

资料来源: Wind、CPIA、开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

我们认为公司 Q2 受益于国内及海外终端需求持续超预期,同时逆变器市占率快速提升,使得收入端保持较快增幅。看好公司在未来的发展: 1) 全球光伏装机有望在 2020Q3 提速,公司有望保持业绩高增速; 2) 储能和电站运维属于光伏后周期产品,公司布局将奠定长期成长基础。我们上调盈利预测,预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.89 (+0.06) /1.19 (+0.12) /1.36 (+0.13) 元,对应当前 PE 为 24.4/18.3/15.9 倍,维持“买入”评级。

3、风险提示

新技术发展不及预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14465	18429	24160	26128	29474
现金	3176	4457	1960	3348	2821
应收票据及应收账款	7233	7365	13583	13470	16682
其他应收款	502	560	964	1004	1189
预付账款	166	260	352	438	442
存货	2459	3339	4852	5420	5890
其他流动资产	928	2449	2449	2449	2449
非流动资产	4028	4390	5487	6581	6955
长期投资	124	170	226	283	344
固定资产	2409	2936	3735	4589	4909
无形资产	89	108	117	116	116
其他非流动资产	1406	1176	1410	1593	1586
资产总计	18493	22819	29647	32710	36429
流动负债	9248	12193	17862	19336	21509
短期借款	423	333	1146	333	1261
应付票据及应付账款	7055	9338	13819	15221	16755
其他流动负债	1771	2522	2897	3782	3493
非流动负债	1450	1871	1833	1778	1418
长期借款	1255	1596	1557	1503	1142
其他非流动负债	195	275	275	275	275
负债合计	10698	14064	19695	21115	22927
少数股东权益	89	161	163	172	191
股本	1452	1457	1457	1457	1457
资本公积	3184	3243	3243	3243	3243
留存收益	3228	4033	5183	6725	8507
归属母公司股东权益	7706	8594	9789	11423	13311
负债和股东权益	18493	22819	29647	32710	36429

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	181	2480	-2016	3719	-233
净利润	817	912	1299	1737	2007
折旧摊销	147	226	233	304	363
财务费用	16	8	52	81	74
投资损失	-66	-22	-36	-42	-42
营运资金变动	-1029	977	-3577	1623	-2656
其他经营现金流	297	381	13	17	21
投资活动现金流	-555	-1605	-1309	-1373	-716
资本支出	840	683	1042	1037	313
长期投资	214	-927	-56	-63	-60
其他投资现金流	499	-1848	-323	-399	-463
筹资活动现金流	615	-20	14	-146	-506
短期借款	413	-90	0	0	0
长期借款	32	341	-39	-55	-360
普通股增加	3	6	0	0	0
资本公积增加	49	59	0	0	0
其他筹资现金流	118	-336	53	-91	-146
现金净增加额	255	864	-3310	2201	-1454

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10369	13003	18660	24098	26858
营业成本	7791	9907	13995	17550	19325
营业税金及附加	35	47	71	83	95
营业费用	698	918	1455	1952	2283
管理费用	295	349	597	940	1074
研发费用	482	636	1026	1542	1746
财务费用	16	8	52	81	74
资产减值损失	300	-29	0	0	0
其他收益	94	144	0	0	0
公允价值变动收益	0	-53	-13	-17	-21
投资净收益	66	22	36	42	42
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	912	1048	1486	1975	2282
营业外收入	14	17	27	20	20
营业外支出	4	33	11	13	15
利润总额	923	1032	1502	1981	2287
所得税	105	120	203	244	279
净利润	817	912	1299	1737	2007
少数股东损益	8	19	2	10	19
归母净利润	810	893	1297	1728	1988
EBITDA	1082	1249	1736	2301	2649
EPS(元)	0.56	0.61	0.89	1.19	1.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.7	25.4	43.5	29.1	11.5
营业利润(%)	-20.3	14.8	41.8	32.9	15.6
归属于母公司净利润(%)	-20.9	10.2	45.3	33.2	15.1
获利能力					
毛利率(%)	24.9	23.8	25.0	27.2	28.0
净利率(%)	7.8	6.9	7.0	7.2	7.4
ROE(%)	10.5	10.4	13.1	15.0	14.9
ROIC(%)	8.4	8.3	9.9	12.6	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	61.6	66.4	64.6	62.9
净负债比率(%)	-13.4	-24.6	13.3	-7.3	2.0
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.61	0.89	1.19	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.70	-1.38	2.55	-0.16
每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.90	6.72	7.84	9.14
估值比率					
P/E	39.1	35.5	24.4	18.3	15.9
P/B	4.1	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	28.4	22.7	18.3	12.9	11.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn