

阳光电源（300274）：逆变器+EPC龙头，剑指光储大时代

2020年05月08日

推荐/下调

阳光电源

公司报告

业务布局符合新能源大趋势，协同效用强。公司专注于光伏逆变器，经过多年发展已经完成“逆变器+EPC+储能”业务布局，致力于成为新能源系统解决方案提供商。电站系统集成（EPC）将成为平价关键环节，同时“新能源+储能”将解决新能源发电的不稳定性，是未来光伏、风电等成为主力电源的必选方案，同时逆变器也是电力交互的重要元件。因此我们认为公司的业务布局符合新能源大趋势，协同效应凸显，综合竞争力强。2019年公司实现营业收入130.03亿元，同比增长25.41%，归母净利润为8.93亿元，同比增长10.24%，其中电站系统集成业务收入79亿元，同比增长35%，逆变器收入39亿元，同比增长7%，储能业务5.43亿元，同比增长42%，逆变器稳定，EPC+储能快速增长，公司已经成为优秀的新能源系统解决方案提供商。

逆变器领军企业，海外市场快速发展。逆变器国内市占率30%左右，连续多年保持第一，国外市占率15%，排名第二，2019年海外出货量9GW，同比增长87.5%，2020年2月，公司出口金额0.12亿美元（不含印度工厂），排名第一。受疫情影响2020Q1公司营收同比下降17%、归母净利润下降7%，但是光伏长期成长属性不变，公司逆变器和EPC具有核心竞争力，长期看好。

积极布局储能业务，拓展新经济增长点。根据IHS Markit预测，到2025年，预计储能电池年装机容量将达到10.6GW以上，而年度并网储能的设备营收预计将增长到8.4亿美元。随着储能技术的快速发展，储能装备性能不断提升、成本不断下，在电网中的安装容量将大幅增加，市场前景广阔。公司拥有全球领先的储能系统集成能力，2015年公司牵手三星SDI成立两家储能合资公司。截至目前，累计完成全球储能项目超900个，覆盖各类储能应用场景需求，且均安全高效运行。

盈利预测：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为10.01亿元、11.79亿元和13.88亿元，对应当前股本EPS分别为0.69、0.81和0.95元。对应2020.05.07收盘价16.09、13.66和11.60倍P/E。给予“推荐”评级。

风险提示：光伏全球装机不及预期，竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,368.93	13,003.33	15,422.67	18,272.95	22,149.52
增长率（%）	16.69%	25.41%	18.61%	18.48%	21.21%
归母净利润（百万元）	809.63	892.55	1,000.56	1,178.83	1,388.18
增长率（%）	-20.95%	10.24%	12.10%	17.82%	17.76%
净资产收益率（%）	10.51%	10.39%	9.90%	11.02%	12.18%
每股收益（元）	0.56	0.61	0.69	0.81	0.95
PE	19.73	18.04	16.09	13.66	11.60
PB	2.08	1.87	1.59	1.50	1.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

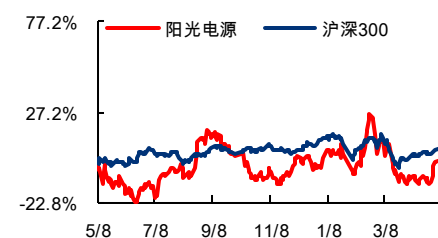
公司是一家专注于太阳能、风能、储能、电动汽车等新能源电源设备及系统解决方案的研发、生产、销售和服务的高新技术企业。主要产品有光伏逆变器、风能变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏浮体、智慧能源运维服务等，并致力于提供全球一流的光伏电站解决方案。公司先后承担多项国家重大科技计划项目，主持起草了多项国家标准，并取得了多项重要成果和专利。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间（元）	13.75-8.45
总市值（亿元）	160.98
流通市值（亿元）	118.75
总股本/流通A股（万股）	145,681/107,463
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.63

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

研究助理：张阳

010-66554033

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 业务布局符合新能源大趋势，协同效用强	4
2. 逆变器领军企业，海外市场快速发展	6
2.1 疫情短期影响，全球光伏成长属性不变	6
2.2 领跑全国逆变器市场，海外市场业绩靓丽	8
2.3 依托高质量逆变器，电站业务快速发展	10
3. 积极布局储能业务，拓展新经济增长点	11
3.1 储能行业未来市场广阔	11
3.2 公司积极布局储能业务，加码利润增长	13
4. 盈利与估值分析	14
5. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

图 1：阳光电源发展历程	4
图 2：公司营业收入变动趋势	4
图 3：公司归母净利润变动趋势	4
图 4：公司毛利率及净利率	5
图 5：公司费用率	5
图 6：公司营收构成（亿元）	5
图 7：公司研发支出及占比	6
图 8：公司研发人员及占比	6
图 9：彭博社 2020 年全球光伏需求预测	7
图 10：我国光伏新增装机容量及累计数	7
图 11：光伏逆变器应用示意	8
图 12：2019 年全球逆变器出货量排名	8
图 13：公司国内外出货量	8
图 14：2019 年逆变器出口情况	9
图 15：2019 年出货量份额对比	9
图 16：2020 年 2 月出货量份额对比	9
图 17：2020 年 2 月逆变器出口情况	9
图 18：CPIA 预测逆变器转化效率趋势	10
图 19：公司电站业务营业收入	11
图 20：公司电站毛利及毛利率	11
图 21：2008-2018 年全球电化学储能项目累计装机规模（MW）	12
图 22：中国已投运储能项目累计装机规模	13
图 23：中国已投运化学储能项目累计装机规模	13
图 24：光储项目累计装机规模	13

图 25： 2018 年储能逆变器供应商全球排名	14
图 26： 2018 年储能系统集成商全球排名	14

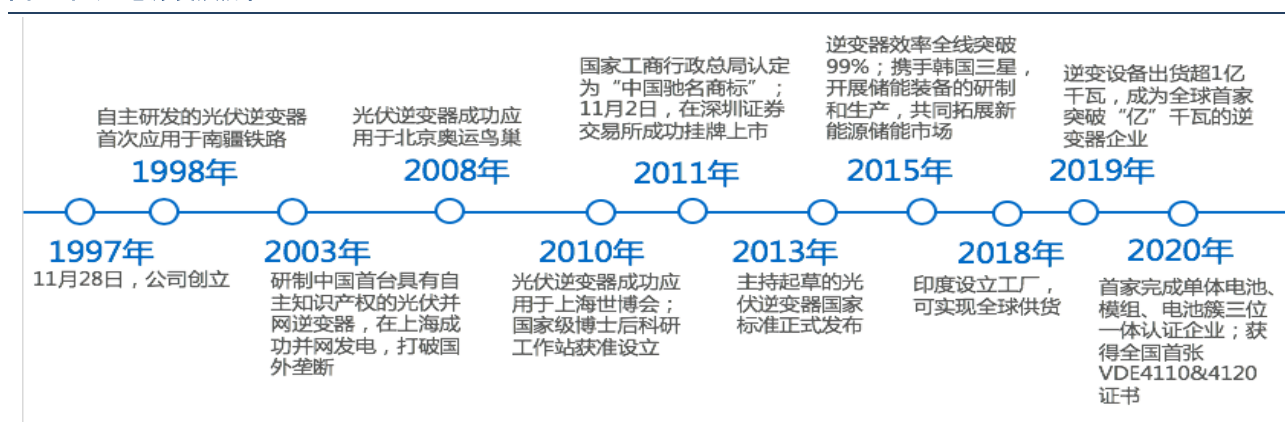
表格目录

表 1： 各国光伏装机政策支持.....	6
表 2： 2019 储能补贴政策.....	11

1. 业务布局符合新能源大趋势, 协同效用强

阳光电源成立于 2007 年, 于 2011 年于深圳创业板上市。公司是一家专注于太阳能、风能、储能、电动汽车等新能源电源设备及系统解决方案的研发、生产、销售和服务的高新技术企业。公司是中国目前较大的光伏逆变器制造商、国内领先的风能变流器企业, 拥有完全自主知识产权。主要产品有光伏逆变器、风能变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏浮体、智慧能源运维服务等, 并致力于提供全球一流的光伏电站解决方案。公司先后承担多项国家重大科技计划项目, 主持起草了多项国家标准, 并取得了多项重要成果和专利。

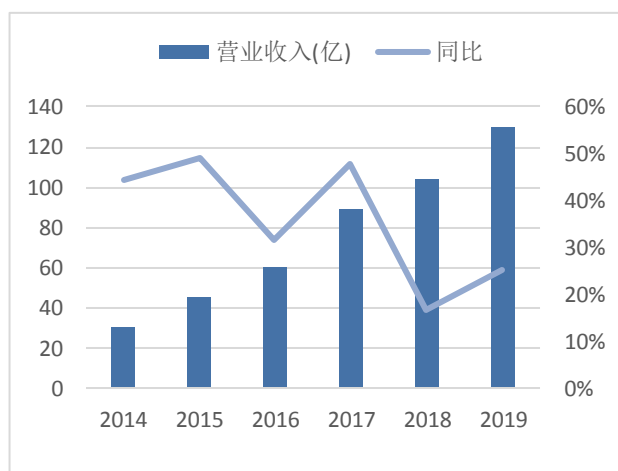
图1: 阳光电源发展历程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

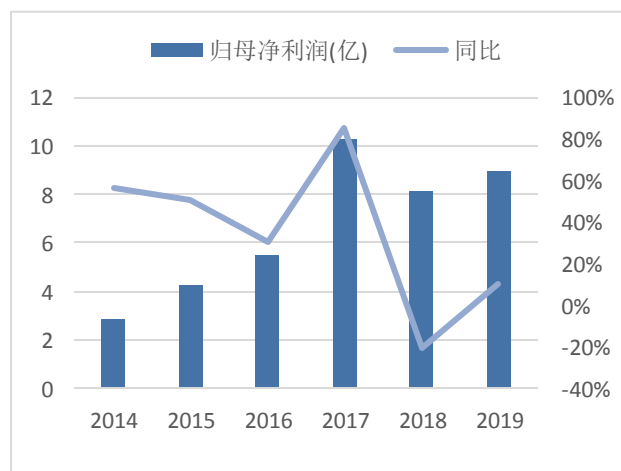
营收保持上升通道, 净利润恢复增长。在 531 光伏政策影响下, 2018 年公司归母净利润出现负增长。2019 年公司净利润恢复高速增长, 营收继续稳步上升, 公司 2019 年实现营收 130.03 亿元, 同比增长 25.41%, 归母净利润为 8.93 亿元, 同比增长 10.24%, 这得利于公司在继续发展国内市场的同时, 还加大了海外市场的开拓力度。

图2: 公司营业收入变动趋势



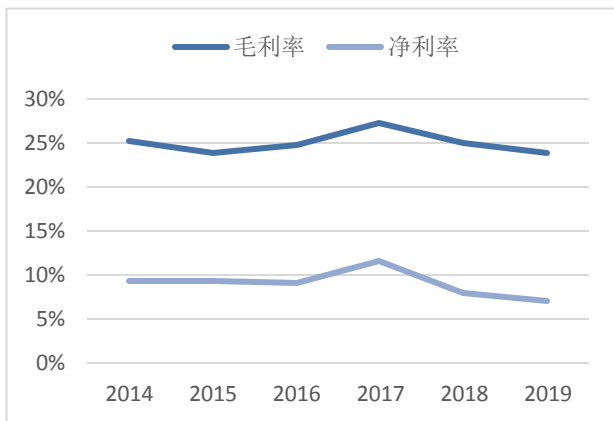
资料来源: wind, 公司财报, 东兴证券研究所

图3: 公司归母净利润变动趋势

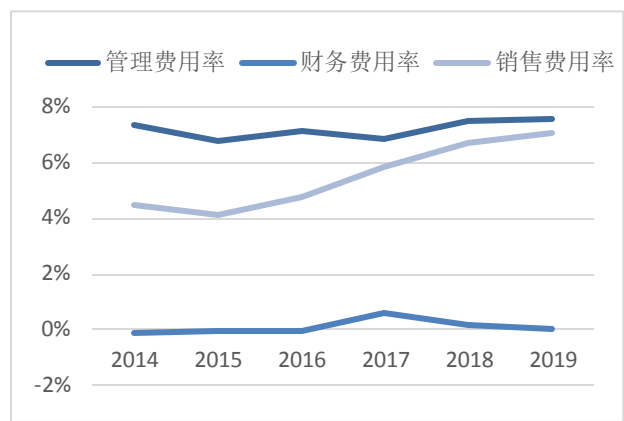


资料来源: wind, 公司财报, 东兴证券研究所

公司毛利率净利率近年来小幅波动，2019 年毛利率达到 23.81%，净利率达到 7.01%。公司销售和管理费用大幅增长，主要原因是销售人员薪酬及相关的办公费、差旅费等费用增加较多所致，管理费用增长幅度较大主要源于研发支出的增加。

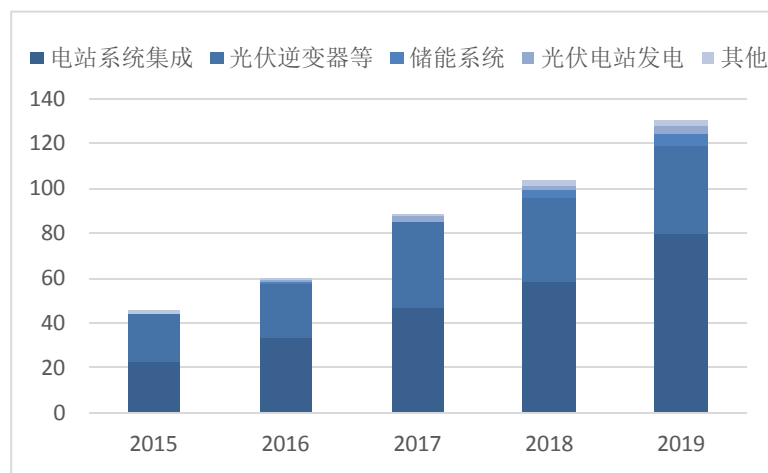
图4：公司毛利率及净利率


资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

图5：公司费用率


资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

电站系统集成和逆变器业务为公司主要收入来源。根据 2019 年年报，电站系统集成和逆变器业务收入分别为 79.39 亿元、39.42 亿元，在收入中占比分别为 61.06%、30.32%，二者也是公司毛利主要贡献者，毛利分别为 12.62 亿元、13.3 亿元。储能业务也逐年递增，2019 贡献 1.98 亿元，随着后续储能市场的发展，储能业务有望成为未来收入主要贡献业务。

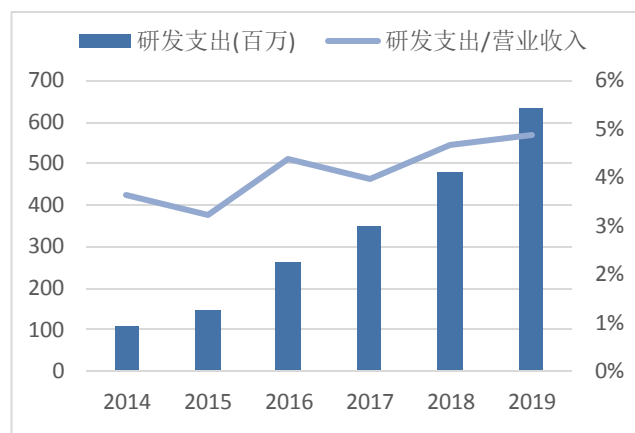
图6：公司营收构成（亿元）


资料来源：wind，东兴证券研究所

持续投入高研发，打造核心竞争力。自 1997 年成立以来，公司始终专注于新能源发电领域，研发人员占比超过 35%，先后承担了 20 余项国家重大科技计划项目，主持起草了多项国家标准，是行业内为数极少的掌握多项自主核心技术的企业之一。截至 2019 年底，公司累计获得专利权 1232 项，其中发明 477 件、

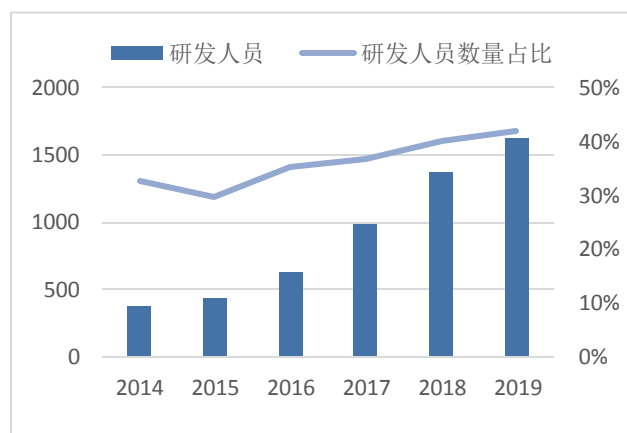
实用新型 655 件、外观设计 100 件，并且依托领先的技术储备，公司积极推动行业内相关标准的制定和优化，已先后组织起草了多项中国国家标准。

图7：公司研发支出及占比



资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

图8：公司研发人员及占比



资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

2. 逆变器领军企业，海外市场快速发展

2.1 疫情短期影响，全球光伏成长属性不变

全球光伏市场空间巨大。欧盟的《可再生能源指令》要求欧盟范围内到 2020、2030 年年实现可再生能源在能源消费中占比分别达到至少 20%、32%，而据 ETIPPV 研究分析，光伏发电是欧洲目前最便宜的电力形式，是可再生能源发电的首选，各国均对光伏发展给予政策支持。

表1：各国光伏装机政策支持

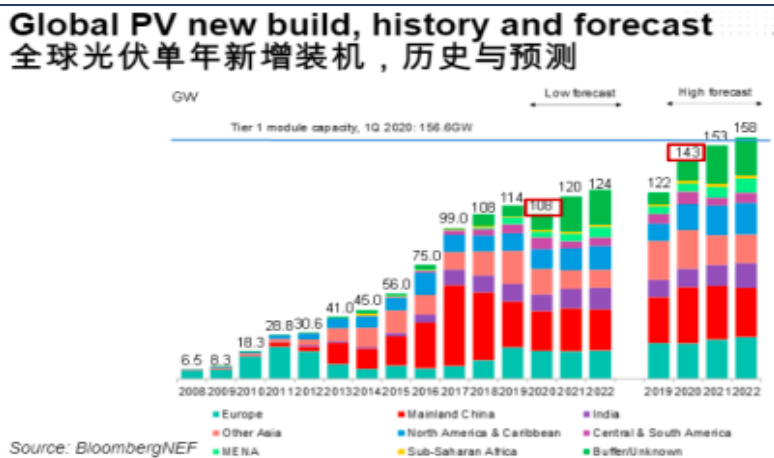
国家/地区	建筑工程
欧盟	原版《可再生能源指令》(RED2009/28/EC)要求欧盟范围内到 2020 年实现可再生能源在能源消费中占比达到至少 20%，新版《可再生能源指令》(RED2018/2001/EU)要求这一比例在 2030 年达到至少 32%。
美国	美国 ITC 政策颁布于 2006 年，获得 ITC 支持的太阳能项目可享受最高 30% 的税收抵免优惠，这一政策原定于 2016 年底到期。2015 年美国国会同意延长 ITC 的适用年限，但 2020、2021 年的抵免额度参数分别降至 26%、22%；2022 年，户用抵免额度降至 0，商用抵免额度参数永久性降至 10%。
印度	2020 年 2 月，印度财政部 2020 年拟为印度新能源和可再生能源部拨款 30 亿美元，同比增加 8.1 亿美元，增速达 10.62%，其中有逾 3.5 亿美元的款项拟用于太阳能发电项目的开发建设，拨款数额最高。
西班牙	2019 年 2 月，西班牙批准了国家能源和气候综合计划 2021-2030，计划到 2030 年将西班牙的可再生能源装机提高到 120GW，且主要来自风电和光伏，光伏装机目标达 37GW。
德国	2019 年 10 月 9 日，德国总理安格拉·默克尔批准了一项气候计划，设定了 2030 年光伏装机量达到 98GW 的目标。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

受疫情影响 2020 年新装机可能小幅下跌。2019 年全球新增光伏装机量 121.35GW，2019 年全球累计 610GW。2019 年全球 GW 级市场达到 16 个，而 2016-2018 年 GW 级国家分别为 7 个、9 个、13 个。根据

彭博新能源预测，受疫情影响，2020 年全球光伏需求总量为 108GW-143GW，较之前预测 121-154GW 有所下调。

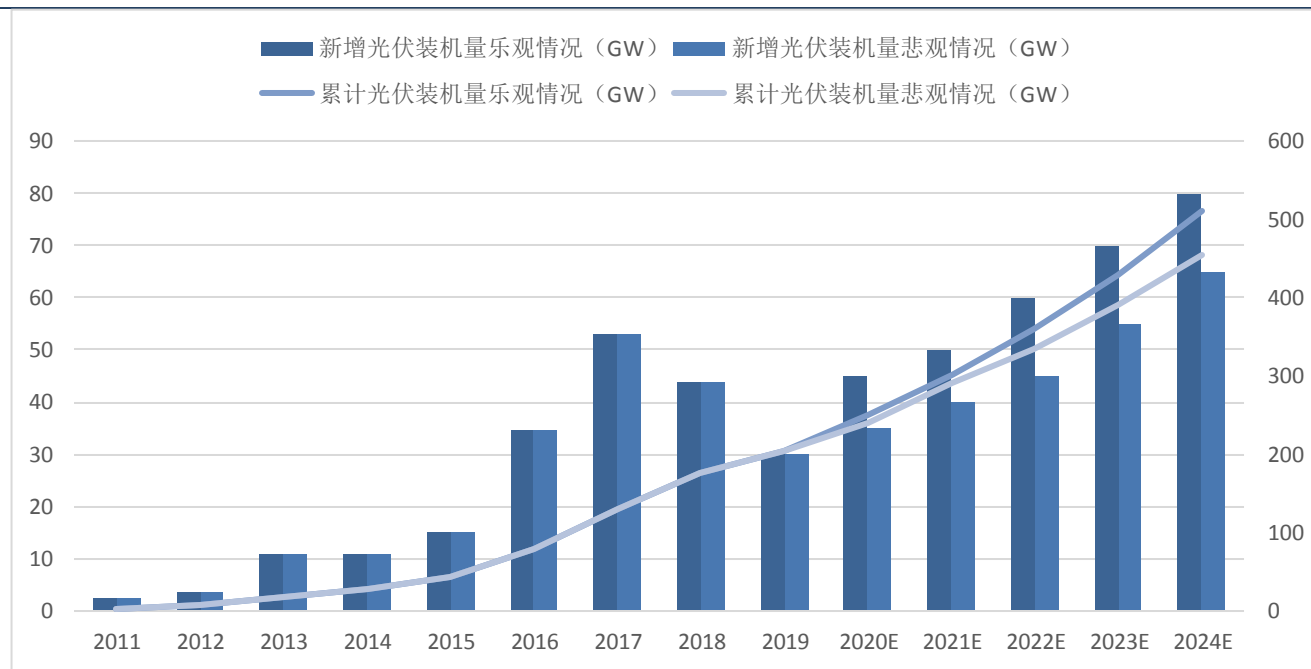
图9：彭博社 2020 年全球光伏需求预测



资料来源：PVInfoLink，东兴证券研究所

2020 年国内政策向好，国内光伏装机数有望增加。我国光伏在经历了 2018 年的 531 新政的洗礼后，光伏度电成本持续下降，全产业链价格出现大幅度下调。近 10 年来，光伏组件成本从约 40 元/W 降至 2 元/W 以内，降幅在 90%以上。2019 年我国光伏新增装机达 30.1GW，同比下降 32%，光伏累积装机达 204.3GW。国家能源局 2020 年 3 月 10 日正式发布《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，光伏补贴额度 15 亿，国内光伏装机将逐步递增。中国光伏协会预测到 2025 年，我国光伏年新增装机有望达到 65-80GW，同比增长 33%-67%。

图10：我国光伏新增装机容量及累计数



资料来源：CPIA，东兴证券研究所

2.2 领跑全国逆变器市场，海外市场业绩靓丽

逆变器是太阳能光伏发电系统的核心，其作用是将太阳能电池发出的直流电转化为符合电网电能质量要求的交流电，是光伏电站最重要的核心部件之一，是确保光伏电站长期可靠运行和提升项目投资回报的关键。逆变器也将随着光伏装机数量的增加而增加，预计未来也将迎来数量大幅增长。

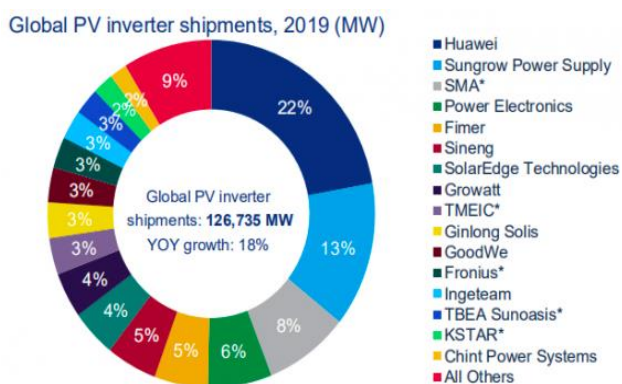
图11：光伏逆变器应用示意



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

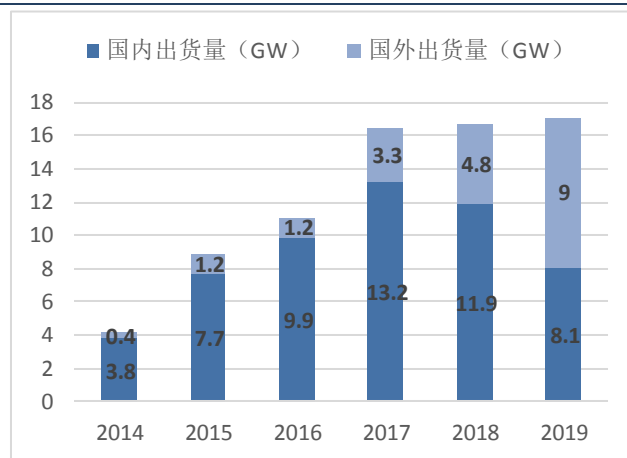
国内龙头地位稳固，海外市场不断拓展。公司是国内最早从事逆变器产品研发生产的企业，2015年起出货量首次超越连续多年排名全球发货量第一的SMA公司，成为全球光伏逆变器出货量最大的公司，国内市占率30%左右，连续多年保持第一，国外市占率15%，排名第二，已批量销往德国、意大利、澳大利亚、美国、日本、印度等60多个国家，海外出货量逐年攀升，2019年，公司全球出货量17.1GW，同比增长2.4%，其中国内出货量8.1GW，同比下跌31.9%，国外出货量9GW，同比增长87.5%，公司在全球市场已累计实现逆变设备装机超100GW，成为全球首家突破“亿”千瓦的逆变器企业，获得2019年度中国光伏平价推动大奖。

图12：2019年全球逆变器出货量排名



资料来源：woodmac，东兴证券研究所

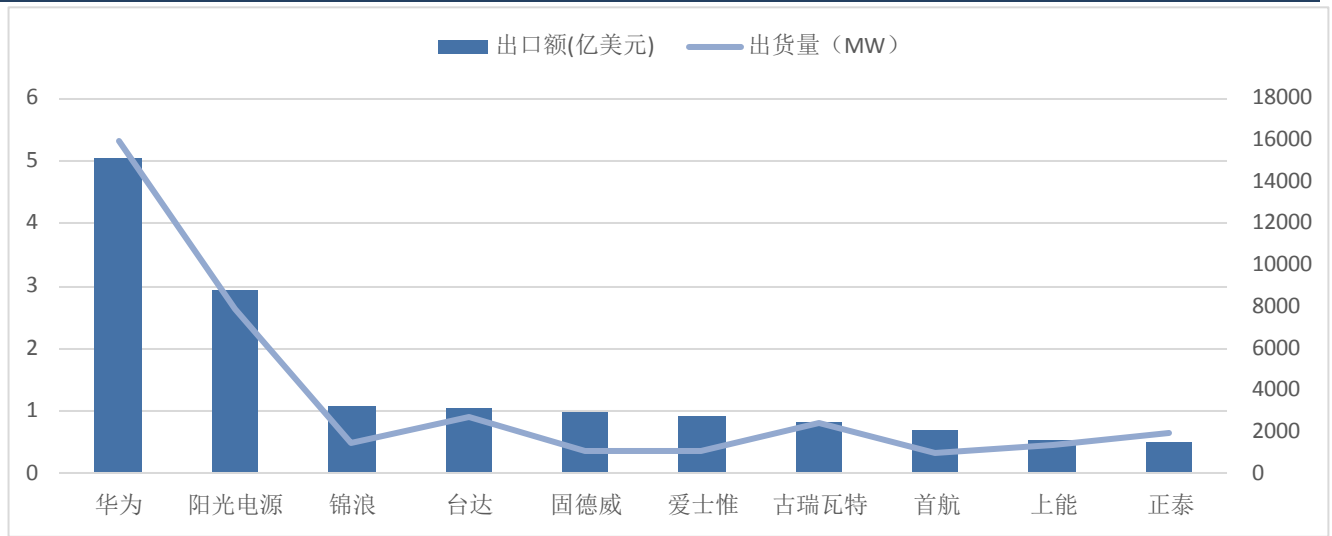
图13：公司国内外出货量



资料来源：wind，东兴证券研究所

2019年，我国逆变器总出货量达51.91GW，出口总额23.41亿美元。阳光电源出口额2.93亿美元，出口量7.92GW，位居第二，出货占比15.25%。

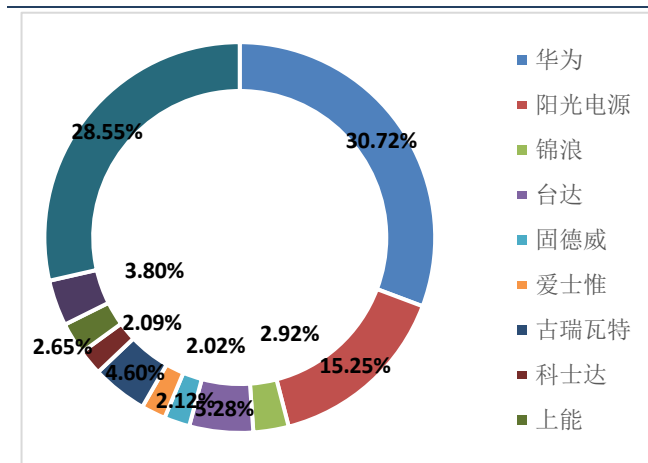
图14: 2019 年逆变器出口情况



资料来源: 智新咨询, 东兴证券研究所

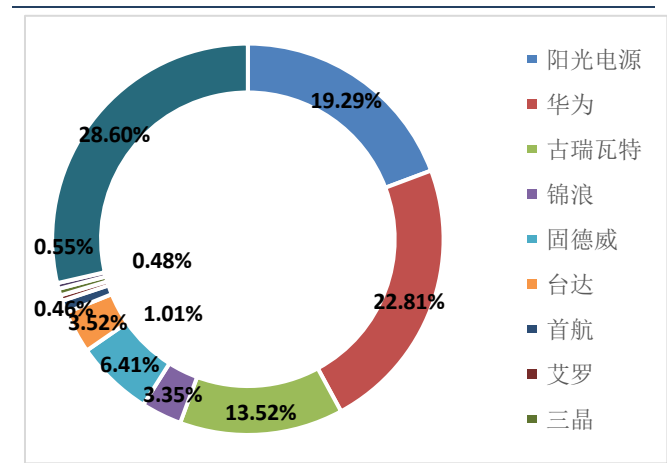
2020 年 2 月出口跃居第一, 远超华为。2020 年 2 月, 光伏逆变器出口总出货量达 2.4GW, 出口总金额 0.85 亿美元, 阳光电源出口金额 0.12 亿美元(不含印度工厂), 排名第一, 阳光电源国内出口量 463.71MW, 同时印度工厂出货量 480MW, 海外共计出货量 943.71MW, 遥遥领先, 排名第二的华为(出货量 548.23MW)。

图15: 2019 年出货量份额对比



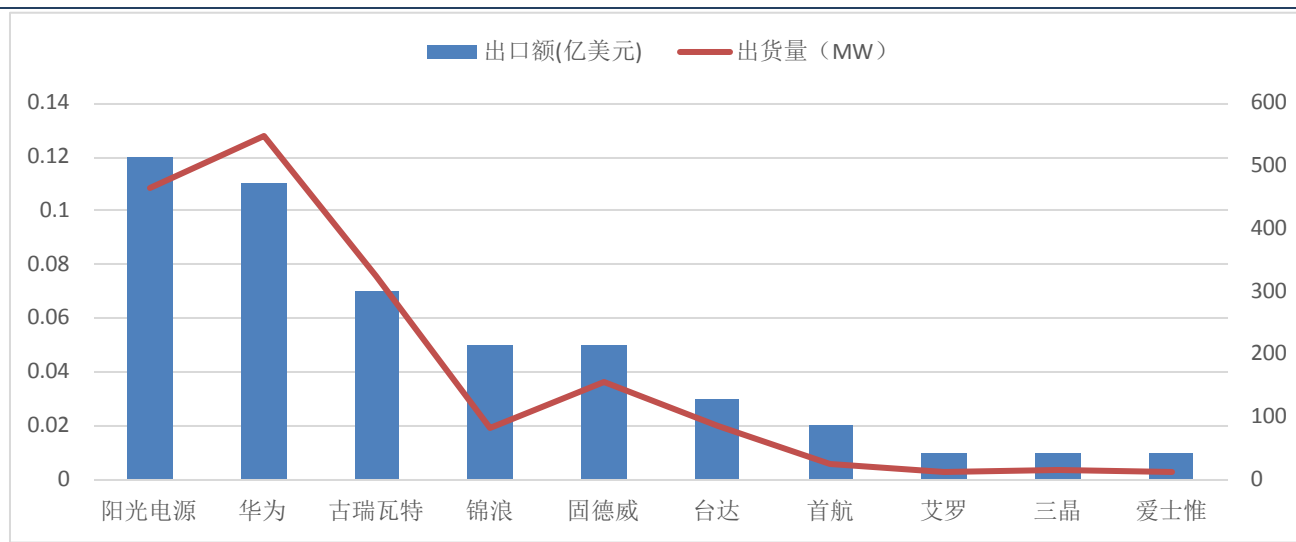
资料来源: 智新咨询, 东兴证券研究所

图16: 2020 年 2 月出货量份额对比



资料来源: 智新咨询, 东兴证券研究所

图17: 2020 年 2 月逆变器出口情况

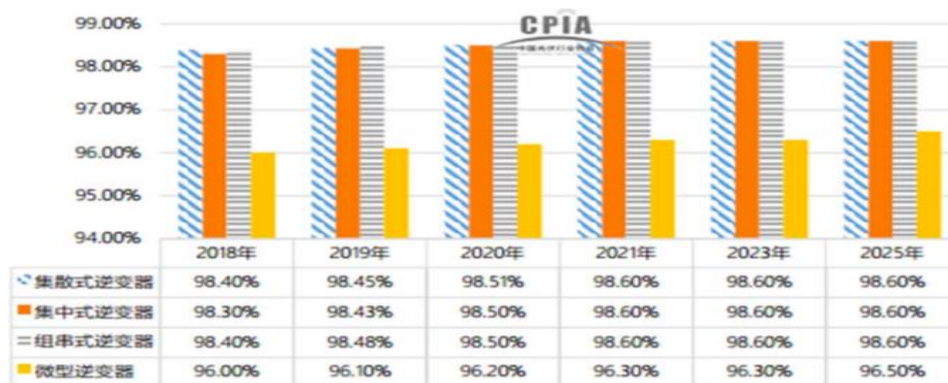


资料来源：智新咨询，东兴证券研究所

产品技术先进，引领同行。公司2月14日新推出的SG3125HV逆变器效率达到99%，远高于行业平均，最大容配比支持1.8倍以上，支持子阵12.5MW，意味着每100MW光伏电站25年多发电量180万kWh，降低初始投资1000万元，LCOE降低可达3%以上。同时双源工作模式加强了对电网的支撑，无功响应小于30毫秒，有功响应低于150毫秒。

3月，国际公认的检验、鉴定、测试和认证机构SGS为阳光电源的光伏逆变器SG110CX颁发全国首张VDE4110&4120证书，这也是国内首张同时通过德国中压和高压并网标准的证书。

图18: CPIA 预测逆变器转化效率趋势

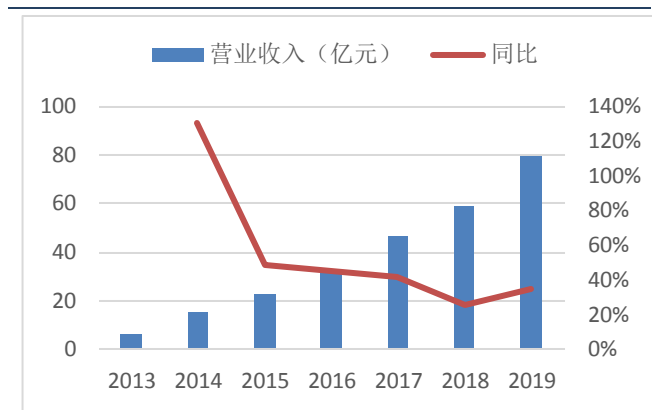


资料来源：CPIA，东兴证券研究所

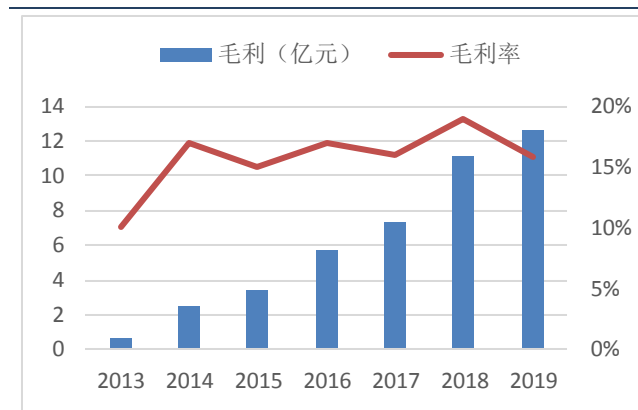
2.3 依托高质量逆变器，电站业务快速发展

基于二十余年的光伏逆变技术积淀，将清洁能源技术与电力电子技术、储能技术、云计算技术紧密结合，依托雄厚的融资实力、卓越的系统核心装备研制能力、领先的系统集成设计能力，提供光伏电站的开发、设计、建设、交易、智能运维等涵盖光伏电站全生命周期的整体解决方案。目前公司所有电站均实现逆变器自供。

公司电站集成业务于 2013 年投入，近年来一直保持增长态势，并且一直是公司第一大收入来源。2019 年公司电站业务营业收入 79.39 亿元，同比增长 32%，毛利率增长至 24%，到达历年峰值，共开发光伏电站/风电场超 9GW，在安徽、广东地区开发建设规模均超过 1GW，成为系统集成技术隐形冠军。海外业务继续深入越南、澳洲、韩国、菲律宾、印尼、智利市场，并且新开拓巴西、印度、孟加拉、南非市场。2019 年，越南永好、西宁三座电站成功并网发电；澳洲市场三个电站完成施工建设；孟加拉市场实现国际投标项目首次中标并签约；韩国市场成功签约光储一体供货合同。

图19：公司电站业务营业收入


资料来源：wind，东兴证券研究所测算

图20：公司电站毛利及毛利率


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 积极布局储能业务，拓展新经济增长点

3.1 储能行业未来市场广阔

储能系统是电力生产过程“采-发-输-配-用-储”六大环节中一个重要组成部分。储能系统可以实现能量搬移，促进新能源的应用；可以建立微电网，为无电地区提供电力；可以调峰调频，提高电力系统运行稳定性。储能系统对智能电网的建设具有重大的战略意义。

补贴政策推动储能发展。为了推动低碳社会、可再生能源的发展，多个国家、地区或州政府出台补贴政策，促进储能的生产以及在不同领域的安装和应用。积极的补贴政策给多国的储能规模增加和应用扩展提供动力，例如美国加州的 SGIP 政策、德国、澳洲部分州政府的户用储能补贴政策都促进本国当地储能的发展。

表2：2019 储能补贴政策

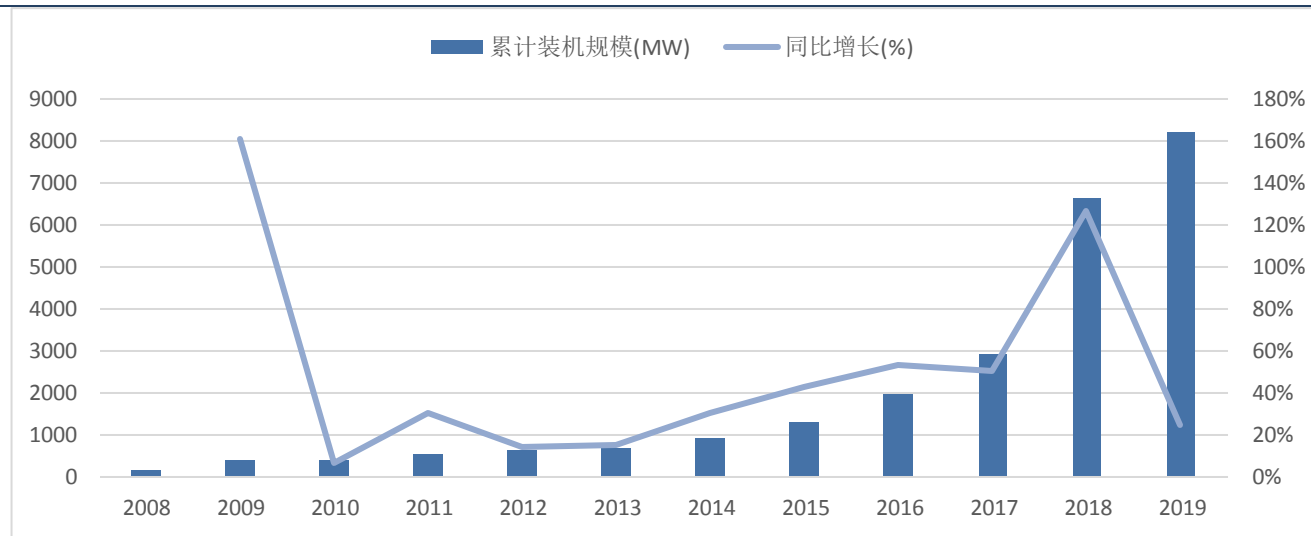
国家/地区	补贴领域	补贴内容
美国/纽约州	零售市场	零售侧储能系统补贴计划：总补贴金额为 1.3 亿美元，补贴储能总容量 500MWh，共分三批开展。储能系统必须是并网，在系统服役年限内，至少保持 70%循环效率，且至少 10 年的质保承诺。
美国/纽约州	大宗市场	大规模储能系统补贴计划：总补贴金额为 1.5 亿美元，按储能规模分为大于和小于 20MW 两类。对应用在输电侧的项目，总补贴金额上限不超过 2500 万美元。对向批发市场提供容量的可获得全部补贴额。
澳大利亚	虚拟电厂示范计划	并网的 VPPs 主要通过协调屋顶光伏和电池储能进行提供。南澳政府 1 亿澳元的家用电池计划，奖励 4 万个新电池储能系统。维多利亚州政府 4000 万澳元的补贴，

		用于激励 1 万个新电池储能系统。新南威尔士州政府 5000 万澳元的家庭和企业智能能源计划将奖励 4 万个新电池储能系统。
印度	电池制造	印度政府正制定一项 70 亿卢比的直接补贴计划，旨在吸引印度国内外公司参与印度的电池制造计划。此外，诸如 10 年补贴期和零进口关税等补贴计划等也在讨论中。
德国/巴伐利亚	住宅光储系统	巴伐利亚政府将提供 500 欧元补贴，用于至少 3KWh 的储能系统，系统每增加 1KWh，政府将多补贴 100 欧元，最高可达 3200 欧元。同时，储能系统必须与太阳能装置配套。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

全球储能趋势向好。根据 HIS Markit 预测，2019 年全球将部署总计 4.3GW 的并网电池储能，累计装机规模为 182.8GW，到 2025 年，预计年装机容量将达到 10.6GW 以上，而年度并网储能设备营收预计将从 2018 年的 37 亿美元增长到 2025 年的 8.4 亿美元，CAGR 为 12%。其中抽水蓄能比重最大，主要得益于其成熟的技术以及较低的成本，但相比之下，化学储能才是应用范围最为广泛、发展潜力最大的储能技术，截至 2019 年底，电化学储能累计装机规模为 8089.2MW，同比增长 24%。随着储能技术的快速发展，储能装备性能不断提升、成本不断下，在电网中的安装容量将大幅增加，市场前景广阔。

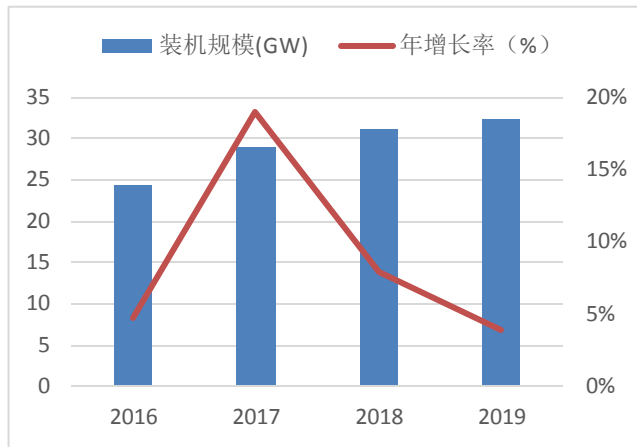
图21：2008-2018 年全球电化学储能项目累计装机规模（MW）



资料来源：CNESA，东兴证券研究所

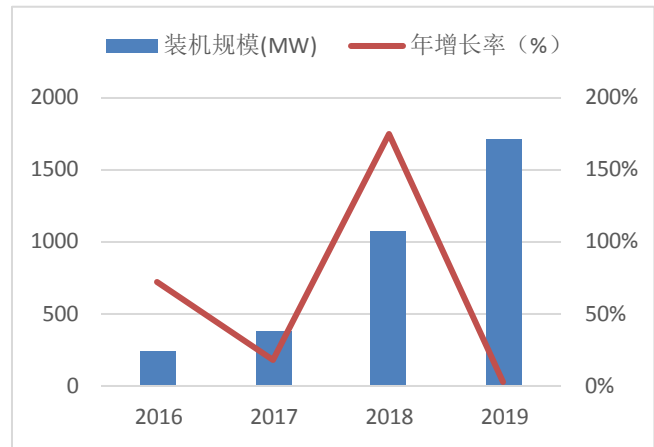
2019 年中国的储能产业稳步前行。据 CNESA 全球储能项目库，截至 2019 年，中国已投运储能项目累计装机规模为 32.4GW（含物理储能、电化学储能、储热），同比增长 3.6%，跃居世界第一。其中，电化学储能项目的累计装机规模为 1709.6MW，同比增长 59.4%，电化学储能电站总计超过 580 座。《储能产业研究白皮书 2019》预计，截至 2020 年底，中国储能市场的累计投运容量为 45.16GW。

图22：中国已投运储能项目累计装机规模



资料来源：CNESA，东兴证券研究所测算

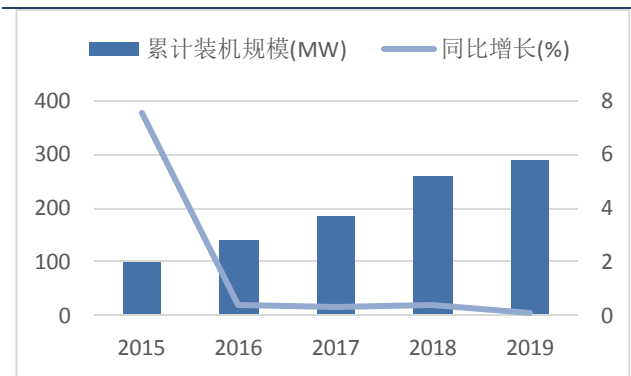
图23：中国已投运化学储能项目累计装机规模



资料来源：CNESA，东兴证券研究所

“光伏+储能”正成为热点。受惠成本下降及政策支持，企业也开始通过储能与各种资源的优化配置，满足不同的市场需求，其中光储结合正是新能源发展的重要方向。截至2019年底，中国已投运的与光伏相配套的储能项目的累计装机规模达到了290.04MW，占中国储能投运项目中规模18%，同比增长12%。国内光储项目按应用模式可分为集中式光储和分布式光储，其中，集中式光储主要是储能与“三北”地区的大型光伏电站相结合，占有光储项目总规模的56%；分布式光储的应用场景则相对多样，站所有光储项目总规模的44%。

图24：光储项目累计装机规模



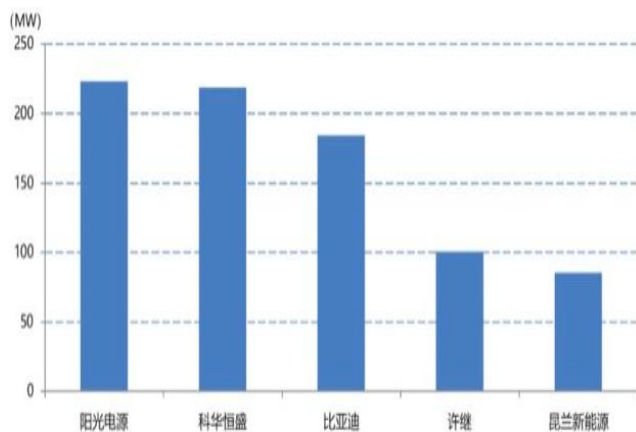
资料来源：CNESA，东兴证券研究所测算

3.2 公司积极布局储能业务，加码利润增长

公司储能业务布局较早、海外市场拓展成效显著。拥有全球领先的储能系统集成能力，2015年公司牵手三星SDI成立两家合资公司：三星阳光储能电池有限公司和阳光三星储能电源有限公司。目前可提供单机功率5~2500kW的储能逆变器、锂电池、能量管理系统等储能核心设备，拥有全球领先的储能系统集成能力，公司储能产品有高集成、高安全、高效率、更智能的优点，在北美，阳光电源仅工商业储能市场份额就超过了15%；在澳洲，阳光电源户用光储系统市占率超10%。截至2019年底，营业收入同比增长41.8%，累计完成全球储能项目超900个，覆盖0.5C到4C的能量型、功率型等各类储能应用场景需求，且均安全高效运行。公司储能业务将在全球范围内全面推出磷酸铁锂和三元锂两种专用储能电池技术路线，未来不排除有跟特斯拉合作的可能性。

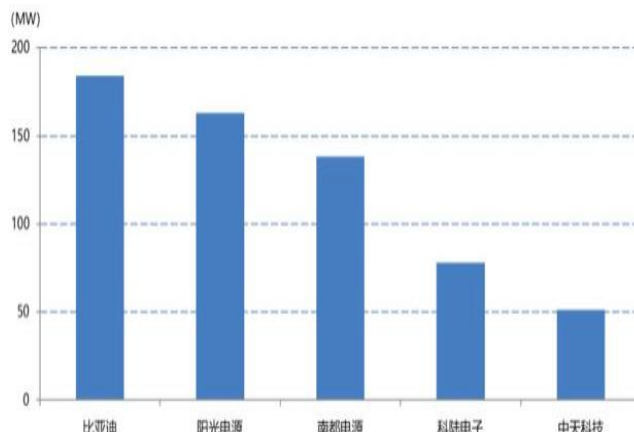
公司储能变流器 SC630TL 顺利通过中国电力科学研究院的高低电压穿越测试, 成为全国首个在充放电模式下通过该测试的储能变流器。适用于光储直流耦合系统的直流变换器 SD250HV 顺利通过北美 CSA 认证, 取得了进入美国、加拿大等北美储能市场的“绿卡”。

图25: 2018 年储能逆变器供应商全球排名



资料来源: CNESA, 东兴证券研究所

图26: 2018 年储能系统集成商全球排名



资料来源: CNESA, 东兴证券研究所

4. 盈利与估值分析

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.01 亿元、11.79 亿元和 13.88 亿元, 对应当前股本 EPS 分别为 0.69、0.81 和 0.95 元。对应 2020.05.07 收盘价 16.09、13.66 和 11.60 倍 P/E。给予“推荐”评级。

5. 风险提示

光伏全球装机不及预期, 竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	14465	18429	21766	24926	29652	营业收入	10369	13003	15423	18273	22150
货币资金	3176	4457	5615	6263	7592	营业成本	7791	9907	11996	14295	17365
应收账款	6313	6672	7913	9376	11365	营业税金及附加	35	47	55	65	79
其他应收款	497	560	664	786	953	营业费用	698	918	1049	1243	1506
预付款项	166	260	260	260	260	管理费用	295	349	1080	1279	1550
存货	2459	3339	4044	4819	5853	财务费用	16	8	23	27	33
其他流动资产	844	189	189	189	189	资产减值损失	300.27	-28.70	108.63	31.97	56.24
非流动资产合计	4028	4390	4141	3936	3690	公允价值变动收益	0.00	-53.37	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	124	170	170	170	170	投资净收益	66.33	22.49	44.41	33.45	38.93
固定资产	2409	2936	2692	2499	2263	营业利润	912	1048	1156	1365	1598
无形资产	89	108	97	88	79	营业外收入	14.43	17.15	17.15	17.15	17.15
其他非流动资产	54	11	11	11	11	营业外支出	4.22	33.26	18.74	26.00	22.37
资产总计	18493	22819	25907	28862	33342	利润总额	923	1032	1154	1356	1593
流动负债合计	9248	12193	13744	16091	19858	所得税	105	120	134	158	186
短期借款	423	333	0	195	1092	净利润	817	912	1020	1198	1407
应付账款	3957	5858	6996	8337	10127	少数股东损益	8	19	19	19	19
预收款项	617	1562	1562	1562	1562	归属母公司净利润	810	893	1001	1179	1388
一年内到期的非流动负债	299	183	183	183	183	EBITDA	1154	1375	1456	1675	1915
非流动负债合计	1450	1871	1871	1871	1871	EPS（元）	0.56	0.61	0.69	0.81	0.95
长期借款	1255	1596	1596	1596	1596	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	10698	14064	15615	17962	21730	成长能力					
少数股东权益	89	161	180	199	218	营业收入增长	16.69%	25.41%	18.61%	18.48%	21.21%
实收资本（或股本）	1452	1457	1457	1457	1457	营业利润增长	-20.33	14.84%	10.28%	18.09%	17.10%
资本公积	3184	3243	4121	4121	4121	归属于母公司净利润增长	-20.95	10.24%	12.10%	17.82%	17.76%
未分配利润	2869	3596	3656	3727	3810	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7706	8594	10112	10701	11395	毛利率(%)	24.86%	23.81%	22.22%	21.77%	21.60%
负债和所有者权益	18493	22819	25907	28862	33342	净利率(%)	7.88%	7.01%	6.61%	6.56%	6.35%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.38%	3.91%	3.86%	4.08%	4.16%
单位：百万元						ROE(%)	10.51%	10.39%	9.90%	11.02%	12.18%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	181	2480	1080	1145	1215	资产负债率(%)	58%	62%	60%	62%	65%
净利润	817	912	1020	1198	1407	流动比率	1.56	1.51	1.58	1.55	1.49
折旧摊销	225.48	319.04	0.00	273.45	275.25	速动比率	1.30	1.24	1.29	1.25	1.20
财务费用	16	8	23	27	33	营运能力					
应收账款减少	0	0	-1241	-1462	-1989	总资产周转率	0.60	0.63	0.63	0.67	0.71
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	1.83	2.00	2.11	2.11	2.14
投资活动现金流	-555	-1605	-94	-79	-57	应付账款周转率	2.99	2.65	2.40	2.38	2.40
公允价值变动收益	0	-53	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	-30	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.61	0.69	0.81	0.95
投资收益	66	22	44	33	39	每股净现金流(最新摊薄)	0.17	0.59	0.79	0.45	0.91
筹资活动现金流	615	-20	173	-418	171	每股净资产(最新摊薄)	5.31	5.90	6.94	7.35	7.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	19.73	18.04	16.09	13.66	11.60
普通股增加	3	6	0	0	0	P/B	2.08	1.87	1.59	1.50	1.41
资本公积增加	49	59	878	0	0	EV/EBITDA	12.86	10.01	8.42	7.05	5.94
现金净增加额	241	856	1158	648	1329						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（二）：SolarCity 是能源革命的重要拼图	2020-04-30
行业普通报告	新能源汽车系列报告 9：新能源汽车补贴新政会否减弱 Tesla 鲶鱼效应？	2020-04-26
行业深度报告	未来已来，特斯拉产业链系列报告（一）：颠覆性创新，打造时代产物	2020-04-20
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：新能源汽车获政策支持，风光发电新政落地	2020-04-10
行业深度报告	特高压产业：新基建主力，新制造名片	2020-04-07
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：新能源汽车补贴后延 2 年，二手车经销商获税收支持	2020-04-01
行业深度报告	动力电池产业：全球化供应新时代开启，技术进步驱动产业发展	2020-03-30
行业深度报告	新能源汽车行业系列报告 6：欧洲市场继续高增长，欧洲品牌表现活跃	2020-03-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016年加入新时代证券研究所，2019年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019年5月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要研究方向为新能源汽车产业链。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526