

阳光电源(300274)

点评报告

公司研究—电气设备行业—

证券研究报告

Q3 业绩符合预期，静候 Q4 景气度提升

——阳光电源 2019 年三季度报点评

✍️：王鹏 执业证书编号：S1230514080002
☎️：021-80106010
✉️：wangpeng@stocke.com.cn

事件描述

公司发布 2019 年三季度报告，前三季度实现营业收入 71.84 亿元，同比增长 27.27%；归母净利 5.54 亿元，同比降低 8.69%。

投资要点

国内光伏市场 Q3 延后，Q4 景气度有望改善

2019 年国内光伏补贴政策发布较迟，国内竞价项目 8-9 月才陆续启动，据国家能源局发布数据，前 3 季度全国光伏新增装机 15.99GW，三季度新增装机 4.59GW，较二季度 6.2GW 环比下降 24.35%。同时因土地、接网许可等前置工作，组件、逆变器招标等顺延，景气度回升进度晚于预期。公司三季度归母净利 2.22 亿元，同比基本持平，环比增长 37.88%，业绩释放符合预期。从当前开工情况看，2019H2 国内新增装机量预计仍可达 15-20GW，4 季度国内光伏市场预计景气度提升，公司业绩有望随之改善。

海外市场重点开拓，三季度以来大单频发

三季度以来，公司陆续获得海外市场定单。9 月公司与西班牙光伏电站开发商 Solarpack 签署 400MW 1500V 整体解决方案供货协议，10 月公司在澳大利亚全能源展与当地分销商 Prosun Solar 签署 2020 年供货 100MW 战略合作协议。据国家能源局 7 月公布的竞价补贴项目名单，公司 1.57GW 中标规模位列第二，仅次于国电投 16.74GW，叠加此前中标 2019 年第一批平价项目 0.86GW，年内项目池新增规模预期不小于 2.43GW。公司目前在手订单饱满，预收账款 8.25 亿元，同比增长 55.67%，环比增长 32%，环比增长较去年同期提升 15pct，预计公司全年逆变器出货约 18-20GW。

储能业务方兴未艾，增速有望保持

2019 年 10 月，公司签约美国马萨诸塞州 15MW/32MWh 储能项目，项目预计将于 2020 年二季度投运。我们认为，随着新能源和储能系统成本的不断降低，未来“新能源+储能”的应用模式将不断铺开，公司在储能业务的发展空间或不逊于光伏业务。预计 2019 年公司在储能业务方面的营业收入为 8-10 亿元。

盈利预测及估值

我们预计，2019-2021 年公司将实现净利润 9.19 亿元、12.89 亿元、18.00 亿元，当前股本下 EPS 为 0.63 元、0.89 元、1.24 元，对应 15.69 倍、11.18 倍、8.01 倍 P/E，给予“买入”评级。

风险提示

国内光伏政策执行或不达预期。

评级

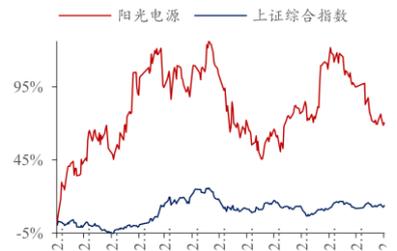
买入

上次评级	买入
当前价格	¥9.89

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.16
2Q/2019	0.11
1Q/2019	0.12
4Q/2018	0.14



公司简介

公司为全球光伏逆变器龙头企业，产品价格、品质竞争力一流；积极参与新能源电站开发，业务规模位列行业前茅；新业务布局如储能系统集成、新能源汽车电控等增长迅速，其中储能变流器装机规模为 2018 年全球第一。

相关报告

- 1《阳光电源(300274.SH)2019年半年报点评：上半年业绩符合预期，下半年有望迎放量增长》2019.09.02
- 2《业绩增速放缓，期待行业回暖》2018.08.23
- 3《分享行业红利，业绩持续高增长》2018.05.02
- 4《受益光伏行业发展，业绩超预期》2017.11.08
- 5《光伏业务受益行业发展，储能等新业务蓄势待发》2017.08.17

报告撰写人：王鹏

请务必阅读正文之后的免责条款部分

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	10,369	12,493	17,280	23,556
(+/-)		20.48%	38.32%	36.32%
净利润	810	919	1,289	1,800
(+/-)		13.47%	40.36%	39.63%
每股收益(元)	0.56	0.63	0.89	1.24
P/E	17.81	15.69	11.18	8.01

正文目录

1. 三季度国内需求低预期，四季度有望逐步回升	4
2. 8-9 月海外逐步回暖，总体符合预期.....	4
3. 储能业务方兴未艾，未来成长空间可期	5

图表目录

图 1: 2019 年 8-9 月国内光伏组件出口量快速回升	4
表 1: 2019 年 H2 国内各类光伏项目开工情况统计（部分）及装机规模预期.....	4
表附录: 三大报表预测值	6

1. 三季度国内需求低预期，四季度有望逐步回升

2019 年国内竞价补贴项目政策确定较迟，7 月 11 日，国家能源局正式公布 2019 年光伏发电竞价项目申报排序结果。由于光伏项目开工前，仍需要获得土地许可、电网接入许可等手续证明；手续齐全之后需要进行开工前计划；项目开工后需要进行土地平整等一系列前期施工作业，因此组件等光伏设备的采购和进场节奏进一步推迟。据国家能源局公布数据，2019 年前三季度国内新增光伏装机 15.99GW，其中三季度单季约 4.6GW，较去年同期下降 55.07%，较二季度新增 6.2GW 环比下降 25.8%，受此影响 3 季度国内光伏设备市场需求尚未完全释放，国内市场需求不足。在此背景下，公司 3 季度单季营业收入 27.21 亿元，同比增长 55.59%，环比增长 21.31%，归母净利润 2.21 亿元，同比减少 1.07%，环比增长 37.42%，业务总体相对平稳，符合预期。

据统计数据，截至 10 月 13 日已跟踪到国内 4.91GW 竞价补贴项目开工，鉴于民营企业如阳光电源等投资的项目未公开招标，预计实际已开工项目可达 10GW 以上；光伏扶贫项目方面，跟踪到 1.12GW 光伏扶贫项目完成公开招标并计划年底并网，由于扶贫项目较分散，难于统计完整，预计下半年实际开工量在 2GW 以上；分布式光伏由于分散且较少公开招标，虽然仅跟踪到 0.67GW 开工量，然根据市场反馈的下半年预计开工量预计在 5GW 以上；户用光伏方面，今年截至 9 月底指标累计已达 4.28GW，超过之前预计的 3.6GW，另户用补贴并网截止时间为 10 月 31 日，预计下半年贡献规模应在 2.6GW 以上；平价项目已跟踪到 2.41GW 项目开工，然年内并网规模尚难预期。综上所述，国内下半年新增光伏装机规模预计仍可达 15-20GW，结合上半年 11.4GW 的新增装机规模，2019 年全年国内光伏新增装机规模预计 25-30GW。从项目施工的节奏来看，4 季度国内光伏市场景气度有望高于 3 季度。

表 1：2019 年 H2 国内各类光伏项目开工情况统计（部分）及装机规模预期

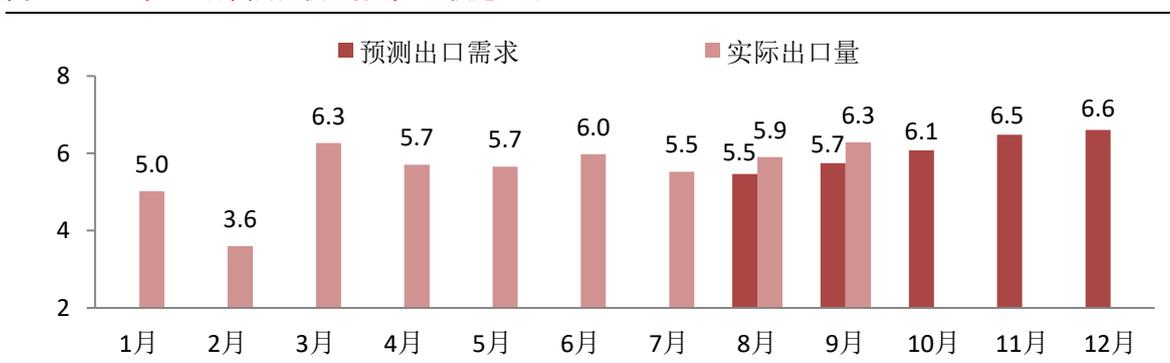
单位：GW	竞价补贴项目	光伏扶贫项目	分布式光伏项目	户用光伏	平价项目	合计
跟踪到开工规模	4.91	1.12	0.67	2.05	2.41	11.16
预计下半年并网规模	7	2	5	2.6		16.6

资料来源：智汇光伏，浙商证券研究所

2. 8-9 月海外逐步回暖，总体符合预期

7 月由于为海外光伏市场传统淡季，受此影响国内光伏组件出口量环比下降；8-9 月海外市场逐步回暖，国内光伏组件的出口量分别达到 5.9GW、6.3GW，同比分别增长 80.0%、72.1%，其中 9 月出口量创 2019 年内新高。统计上述情况，2019 年 3 季度我国光伏组件出口规模整体达到约 17.7GW，同比增长 69.9%，环比增长 2.14%，继续维持较高景气度，4 季度海外市场景气度有望保持。海外市场情况总体符合预期。

图 1：2019 年 8-9 月国内光伏组件出口量快速回升



资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所

公司当前不断开拓海外市场。三季度以来公司陆续获得海外市场订单。9月公司与西班牙光伏电站开发商 Solarpack 签署 400MW 1500V 整体解决方案供货协议，10月公司在澳大利亚全能源展与当地分销商 Prosun Solar 签署 2020 年供货 100MW 战略合作协议。2016-2018 年，公司逆变器出货量全球市占率不断提升，目前在 15-17%，未来有望达到 25-30%。

3. 储能业务方兴未艾，未来成长空间可期

2019 年 2 月 28 日，公司以现金 0.41 亿元，向三星 SDI 收购其所持有的三星阳光 30% 股权，实现对三星阳光 65% 控股，公司在储能业务的基础进一步夯实。未来，随着新能源系统及储能系统开发成本的不断降低，“新能源+储能”的应用市场有望不断打开。

2019 年 10 月，公司签约美国马萨诸塞州 15MW/32MWh 储能项目，项目预计将于 2020 年二季度投运。我们认为，随着新能源和储能系统成本的不断降低，未来“新能源+储能”的应用模式将不断铺开，公司在储能业务的发展空间或不逊于光伏业务。我们预计，2019 年公司储能业务的营业收入有望达到 8-10 亿元，继续保持较高增速。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14465.02	16238.89	20104.54	24842.23	营业收入	10368.93	12492.59	17279.53	23555.55
现金	3176.11	3099.97	3301.40	3274.60	营业成本	7791.15	9493.65	13023.94	17663.71
交易性金融资产	0.00	5.04	5.04	4.20	营业税金及附加	34.52	44.67	59.10	81.43
应收账款	7233.13	7993.69	10339.75	13229.63	营业费用	697.84	762.40	1082.84	1481.47
其它应收款	496.65	574.66	777.58	1036.44	管理费用	295.46	613.39	786.33	1033.37
预付账款	166.28	173.74	251.55	335.20	研发费用	482.30	290.54	468.85	684.78
存货	2458.91	3159.02	4259.28	5810.30	财务费用	15.92	64.50	83.28	72.61
其他	933.95	1232.77	1169.94	1151.85	资产减值损失	300.27	326.38	461.90	633.66
非流动资产	4027.63	5106.79	6784.51	8977.61	公允价值变动损益	0.17	0.00	0.00	0.00
金额资产类	789.10	789.10	789.10	789.10	投资净收益	66.33	66.33	66.33	66.33
长期投资	123.76	123.76	123.76	123.76	其他经营收益	94.45	82.65	90.52	88.55
固定资产	2409.43	3561.95	5253.80	7450.52	营业利润	912.43	1046.04	1470.14	2059.39
无形资产	88.51	82.11	75.56	69.00	营业外收支	10.21	19.74	16.03	16.30
在建工程	97.50	65.00	43.34	28.89	利润总额	922.64	1065.78	1486.16	2075.69
其他	519.31	484.86	498.94	516.34	所得税	105.35	138.37	184.48	258.16
资产总计	18492.65	21345.68	26889.05	33819.84	净利润	817.29	927.41	1301.68	1817.53
流动负债	9248.08	10782.82	14765.07	19667.95	少数股东损益	7.66	8.70	12.20	17.04
短期借款	422.87	216.45	319.66	268.05	归属母公司净利润	809.63	918.71	1289.48	1800.48
应付款项	7054.70	8765.22	12075.67	16411.01	EBITDA	1118.06	1332.75	1871.05	2593.53
预收账款	617.48	818.73	1165.17	1542.57	EPS (最新摊薄)	0.56	0.63	0.89	1.24
其他	1153.03	982.42	1204.56	1446.32	主要财务比率				
非流动负债	1449.74	1777.42	2132.20	2436.09	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	1255.03	1624.75	1970.52	2271.91	成长能力				
其他	194.71	152.67	161.68	164.18	营业收入增长率	16.69%	20.48%	38.32%	36.32%
负债合计	10697.83	12560.24	16897.26	22104.04	营业利润增长率	-20.33%	14.64%	40.54%	40.08%
少数股东权益	88.89	97.59	109.79	126.83	归属于母公司净利润	-20.95%	13.47%	40.36%	39.63%
归属母公司股东权益	7705.93	8687.85	9882.00	11588.97	获利能力				
负债和股东权益	18492.65	21345.68	26889.05	33819.84	毛利率	24.86%	24.01%	24.63%	25.01%
现金流量表					净利率	7.88%	7.42%	7.53%	7.72%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	10.93%	11.08%	13.73%	16.59%
经营活动现金流	180.88	1155.73	1813.83	2426.78	ROIC	8.86%	9.18%	11.10%	13.14%
净利润	817.29	927.41	1301.68	1817.53	偿债能力				
折旧摊销	146.62	204.69	304.17	441.85	资产负债率	57.85%	58.84%	62.84%	65.36%
财务费用	15.92	64.50	83.28	72.61	净负债比率	18.48%	15.85%	14.59%	12.34%
投资损失	66.33	66.33	66.33	66.33	流动比率	1.56	1.51	1.36	1.26
营运资金变动	(240.70)	372.55	844.73	1092.25	速动比率	1.30	1.21	1.07	0.97
其它	(624.57)	(479.75)	(786.35)	(1063.79)	营运能力				
投资活动现金流	(554.73)	(1242.95)	(1907.61)	(2549.97)	总资产周转率	0.60	0.63	0.72	0.78
资本支出	(648.01)	(1312.65)	(1962.65)	(2612.65)	应收账款周转率	1.83	1.84	2.04	2.10
长期投资	(295.62)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.24	2.19	2.34	2.32
其他	388.90	69.70	55.03	62.67	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	614.61	11.08	295.22	96.38	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.63	0.89	1.24
短期借款	412.86	(206.43)	103.21	(51.61)	每股经营现金流(最	0.12	0.80	1.25	1.67
长期借款	31.61	369.72	345.77	301.39	每股净资产(最新摊	5.31	5.99	6.81	7.98
其他	170.14	(152.21)	(153.77)	(153.40)	估值比率				
现金净增加额	240.76	(76.14)	201.43	(26.81)	P/E	17.73	15.63	11.13	7.97
					P/B	1.86	1.65	1.45	1.24
					EV/EBITDA	10.62	10.02	7.29	5.38

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>