

逆变器龙头业绩靓丽，电站业务后劲足

——阳光电源（300274）一季报及年报点评

2018年04月25日

强烈推荐/维持

阳光电源

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

事件：

公司发布 2017 年年报，实现营收 88.86 亿元，同比增长 48%，归属于上市公司股东净利润为 10.24 亿元，同比增长 85%，每股收益 0.71 元。

公司发布 2018 年 1 季报，实现营收 17.06 亿元，同比增长 36.76%，归属于上市公司股东净利润为 2.03 亿元，同比增长 57%，每股收益 0.14 元。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 848.87 | 2772.99 | 1247.11 | 2294.22 | 3100.32 | 2244.42 | 1705.53 |
| 增长率（%） | 14.45% | 35.67% | -8.69% | 125.80% | 265.23% | -19.06% | 36.76% |
| 毛利率（%） | 29.64% | 23.07% | 28.97% | 26.57% | 26.86% | 27.56% | 30.79% |
| 期间费用率（%） | 18.20% | 9.16% | 15.44% | 11.58% | 10.67% | 17.60% | 15.88% |
| 营业利润率（%） | 8.02% | 10.61% | 10.19% | 12.66% | 13.12% | 14.29% | 13.08% |
| 净利润（百万元） | 69.44 | 251.58 | 126.32 | 238.57 | 379.95 | 269.48 | 202.37 |
| 增长率（%） | -26.76% | 52.47% | 02.98% | 132.87% | 447.16% | 07.11% | 60.21% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.05 | 0.18 | 0.09 | 0.17 | 0.26 | 0.19 | 0.14 |
| 资产负债率（%） | 46.31% | 48.84% | 45.20% | 53.29% | 55.25% | 56.78% | 52.66% |
| 净资产收益率（%） | 1.22% | 4.22% | 2.08% | 3.70% | 5.56% | 3.84% | 2.80% |
| 总资产收益率（%） | 0.66% | 2.16% | 1.14% | 1.73% | 2.49% | 1.66% | 1.32% |

观点：

- **我们看多今年中国光伏装机总量，关键原因在于分布式将超预期发展。**由于补贴资金缺口压力，政府开始对光伏装机上网形式进行引导，其一，分布式中工商业屋顶全额上网可能会纳入指标管理，所以在该政策出台前，即纳入指标管理没有发生时，我们预计会有一波备案抢装，在政策出台后，会出现大规模的该类型电站的抢装。其二，分布式中自发自用或自发自用为主将得到政策更多的鼓励，这部分装机的发展将降低政策资金的压力，我们判断今年自发自用或自发自用为主的分布式装机将大幅增加。
- **逆变器业务国内市占率30%，新产品开发巩固龙头地位。**公司逆变器覆盖3-3000KW功率，转换效率全线超过99%，2017年，国内出货量13.2GW，同比增35%，市占率30%，国外出货量3.2GW，同比增170%，市占率15%。公司针对山丘电站、水电电站、大型地面电站、户用电站、分布式电站等各种类型的电站

推出了相关逆变器产品, 在成本下降、系统发电量提升上取得了不错进展。虽然今年1季度, 美国301对中国光伏造成一定影响, 但是逆变器并不在范围内。我们看好逆变器行业在国际贸易政策干扰下的相对优势, 看好公司持续开发新产品、持续提升性价比的能力, 龙头地位将得到巩固。

- **电站业务高速增长, 布局丰富后劲足。**公司17年电站系统集成业务收入增长42%, 达到46.67亿元, 毛利占公司总毛利30%。公司在领跑者、扶贫中起到带头作用, 在大型水面电站、土壤修复与光伏综合电站、近海光伏电站、农光互补电站等均积累了丰富建设经验, 为后续公司持续扩大系统集成业务奠定基础。公司18年1季度营业收入同比增长36.76%, 主要原因即电站系统集成业务增加, 我们预计公司电站系统集成业务将保持较高速增长。

结论:

我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 122.4、163.5、210.5 亿元, 归母净利润分别为 13.1、17.6、23.2 亿元, EPS 分别为 0.91、1.22、1.60 元, 对应 PE 分别为 20.7x、15.4x、11.8x, 维持“**强烈推荐**”评级。

风险提示:

光伏装机超预期, 逆变器降价超预期

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 9350 | 13172 | 17458 | 22846 | 28976 | 营业收入 | 6004 | 8886 | 12238 | 16354 | 21047 |
| 货币资金 | 1697 | 2921 | 4023 | 5376 | 6919 | 营业成本 | 4527 | 6464 | 8941 | 11985 | 15410 |
| 应收账款 | 3763 | 5046 | 7376 | 9857 | 12686 | 营业税金及附加 | 31 | 28 | 38 | 51 | 66 |
| 其他应收款 | 256 | 392 | 540 | 722 | 929 | 营业费用 | 286 | 518 | 714 | 954 | 1227 |
| 预付款项 | 94 | 79 | 79 | 79 | 79 | 管理费用 | 430 | 611 | 841 | 1124 | 1447 |
| 存货 | 1340 | 2373 | 2940 | 3940 | 5066 | 财务费用 | -4 | 55 | 4 | 27 | 51 |
| 其他流动资产 | 1672 | 1369 | 1369 | 1369 | 1369 | 资产减值损失 | 130.24 | 214.09 | 214.09 | 214.09 | 214.09 |
| 非流动资产合计 | 2307 | 3076 | 2897 | 2792 | 2646 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 50 | 65 | 65 | 65 | 65 | 投资净收益 | 10.86 | 42.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 768.63 | ##### | ##### | 1597.1 | 1460.8 | 营业利润 | 613 | 1145 | 1485 | 1999 | 2631 |
| 无形资产 | 87 | 87 | 78 | 70 | 63 | 营业外收入 | 57.30 | 20.75 | 20.75 | 20.75 | 20.75 |
| 其他非流动资产 | 6 | 17 | 17 | 17 | 17 | 营业外支出 | 2.45 | 4.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 11657 | 16248 | 20355 | 25638 | 31621 | 利润总额 | 668 | 1162 | 1505 | 2020 | 2652 |
| 流动负债合计 | 5285 | 7879 | 10659 | 14386 | 18328 | 所得税 | 122 | 147 | 191 | 256 | 337 |
| 短期借款 | 199 | 10 | 437 | 1164 | 1727 | 净利润 | 546 | 1014 | 1314 | 1763 | 2315 |
| 应付账款 | 2673 | 2985 | 4899 | 6567 | 8444 | 少数股东损益 | -7 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 221 | 790 | 790 | 790 | 790 | 归属母公司净利润 | 554 | 1024 | 1314 | 1763 | 2315 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 747 | 1407 | 1665 | 2208 | 2866 |
| 非流动负债合计 | 408 | 1346 | 1337 | 1337 | 1337 | EPS (元) | 0.41 | 0.71 | 0.91 | 1.22 | 1.60 |
| 长期借款 | 321 | 1223 | 1223 | 1223 | 1223 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 负债合计 | 5693 | 9225 | 11995 | 15723 | 19665 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 14 | 79 | 79 | 79 | 79 | 营业收入增长 | 31.39% | 48.01% | 37.72% | 33.63% | 28.70% |
| 实收资本(或股本) | 1414 | 1448 | 1448 | 1448 | 1448 | 营业利润增长 | 38.26% | 86.75% | 29.63% | 34.65% | 31.63% |
| 资本公积 | 2952 | 3135 | 3135 | 3135 | 3135 | 归属于母公司净利润 | 28.32% | 34.17% | 28.32% | 34.17% | 31.31% |
| 未分配利润 | 1402 | 2267 | 3082 | 4176 | 5612 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 5949 | 6944 | 8277 | 9832 | 11874 | 毛利率(%) | 24.59% | 27.26% | 26.94% | 26.72% | 26.78% |
| 负债和所有者权 | 11657 | 16248 | 20355 | 25638 | 31621 | 净利率(%) | 9.10% | 11.41% | 10.74% | 10.78% | 11.00% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | | | | | |
| 经营活动现金流 | 866 | 855 | 804 | 1156 | 1559 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 546 | 1014 | 1314 | 1763 | 2315 | 资产负债率(%) | 49% | 57% | 59% | 61% | 62% |
| 折旧摊销 | 137.56 | 206.08 | 0.00 | 174.50 | 176.30 | 流动比率 | 1.77 | 1.67 | 1.64 | 1.59 | 1.58 |
| 财务费用 | -4 | 55 | 4 | 27 | 51 | 速动比率 | 1.52 | 1.37 | 1.36 | 1.31 | 1.30 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -2331 | -2481 | -2829 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.64 | 0.67 | 0.71 | 0.74 |
| 投资活动现金流 | -2921 | -170 | -135 | -294 | -254 | 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 2.61 | 3.14 | 3.10 | 2.85 | 2.80 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 79 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 11 | 42 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.41 | 0.71 | 0.91 | 1.22 | 1.60 |
| 筹资活动现金流 | 3050 | 544 | 433 | 491 | 239 | 每股净现金流(最新) | 0.70 | 0.85 | 0.76 | 0.93 | 1.07 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 4.21 | 4.79 | 5.72 | 6.79 | 8.20 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 753 | 34 | 0 | 0 | 0 | P/E | 45.83 | 26.46 | 20.71 | 15.43 | 11.75 |
| 资本公积增加 | 1907 | 183 | 0 | 0 | 0 | P/B | 4.47 | 3.92 | 3.29 | 2.77 | 2.29 |
| 现金净增加额 | 995 | 1230 | 1102 | 1353 | 1543 | EV/EBITDA | 33.99 | 18.15 | 14.93 | 10.97 | 8.11 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

单击此处输入文字。

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法律责任。

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。