

## 逆变器结构升级, 在手电站项目充裕

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 18 年半年报, 实现营业收入 39.0 亿元, 同比增长 10%, 归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 3.8%, 扣非后归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 1.0%, 其中 2 季度实现收入 21.9 亿元, 同比下降 4.6%, 环比增长 28.4%, 归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 24.9%, 环比下滑 10.9%。
- **综合毛利率略有提升, 三费率增长拖累净利润增长:** 公司上半年综合毛利率为 29.3%, 同比提升 1.9 个百分点, 主要由于系统集成业务毛利率同比提升了 2 个百分点以及毛利率较高的电力业务&储能业务占比提升。但受管理费用率及销售费用率上涨的影响, 上半年三费率达到 16.3%, 同比提升了 3.4 个百分点。
- **逆变器结构升级, 单价持平, 毛利率略有下滑:** 18 年上半年逆变器实现营业收入 16.4 亿元, 同比增长 0.1%, 毛利率 31.7%, 同比降低 2.1 个百分点。公司上半年逆变器出货大约 8GW, 同比基本持平, 扣税后单价约为 0.2 元/W, 由于组串式逆变器占比提升, 平均单价同比基本持平。其国内内出货 6GW, 国内上半年光伏装机 24.3GW, 公司市占率 25%, 与 17 年基本持平。
- **EPC 在手项目较多, 业绩增长有保障:** 18 年上半年系统集成业务实现营收 18.1 亿元, 同比减少 1.2%, 大概对应 300 MW 项目, 毛利率 23.5%, 同比提升 2 个百分点。公司共开发 1013.9MW 光伏电站项目, 其中已并网 937.2MW 光伏电站项目, 在建 76.7MW, 同时存货中“建成合同形成的已完工未结算资产”有 11.3 亿元, 说明公司在手有大量已并网但尚未确认收入的电站项目。
- **公司新业务开始发力, 后续业绩增长点多元化:** 公司上半年总营收同比增长 10%, 在其主营“电站集成”及“逆变器”同比分别下滑及持平的情况下, 主要是其发电及储能业务均实现了较大增长, 分别同比增长 261.5%、428.2%, 随着后续公司并网电站的逐步增加及储能成本下降带来的市场加速, 后续业绩增长点更加多元化。
- **盈利预测及投资建议:** 预计 18-20 年 EPS 分别为 0.74 元、0.81 元、0.90 元, 对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 逆变器价格下降或超预期的风险、系统集成确认节奏或不及预期的风险。

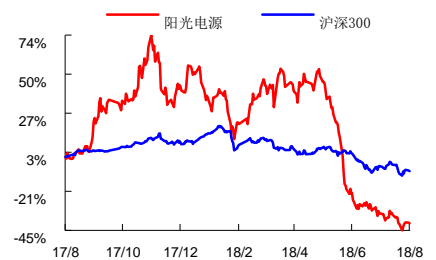
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8886.06	9905.89	11068.13	12211.16
增长率	48.01%	11.48%	11.73%	10.33%
归属母公司净利润 (百万元)	1024.20	1072.16	1182.51	1303.23
增长率	85.00%	4.68%	10.29%	10.21%
每股收益 EPS (元)	0.71	0.74	0.81	0.90
净资产收益率 ROE	14.44%	13.48%	13.26%	13.05%
PE	10	10	9	8
PB	1.54	1.37	1.22	1.09

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁  
执业证号: S1250517090002  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn  
  
联系人: 陈瑶  
电话: 0755-23914886  
邮箱: cyao@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.52
流通 A 股(亿股)	10.66
52 周内股价区间(元)	6.83-21.73
总市值(亿元)	106.89
总资产(亿元)	161.80
每股净资产(元)	5.03

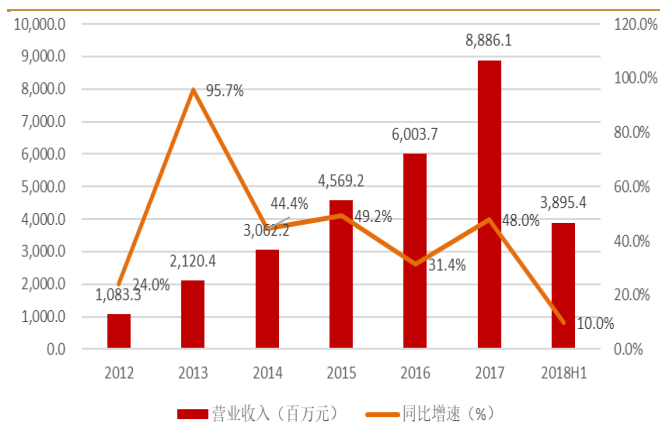
### 相关研究

## 公司介绍

**发电及储能业务表现亮眼，三费率增长拖累净利润：**18年上半年公司实现营业收入 39.0 亿元，同比增长 10%，其中，逆变器实现营业收入 16.4 亿元，同比增长 0.1%，系统集成业务实现营业收入 18.1 亿元，同比减少 1.2%。今年上半年国内光伏装机 24.3GW，同比基本持平，公司的逆变器及系统集成业务基本与国内光伏行业发展情况相吻合。而公司的发电及储能业务均实现了较大增长，分别同比增长 261.5%、428.2%，随着后续公司并网电站的逐步增加及储能成本下降带来的市场加速，后续业绩增长点更加多元化。

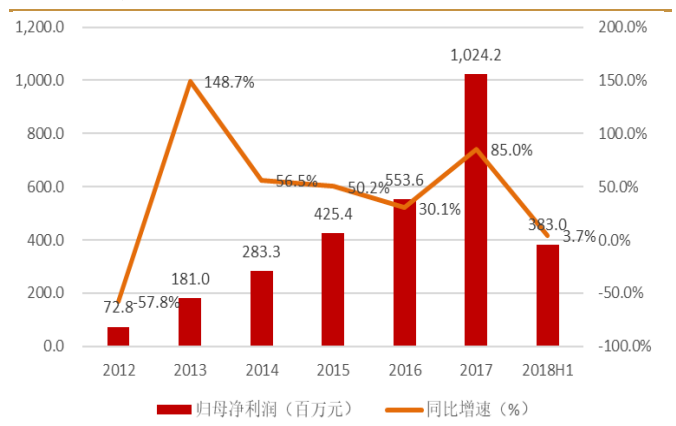
公司 18 年上半年实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 3.8%，扣非后归母净利润 3.4 亿元，同比增长 1.0%，主要是受三费率增长的影响。

**图 1：12 年至今营业收入稳步增长**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 2：12 年至今归母净利润稳步增长**

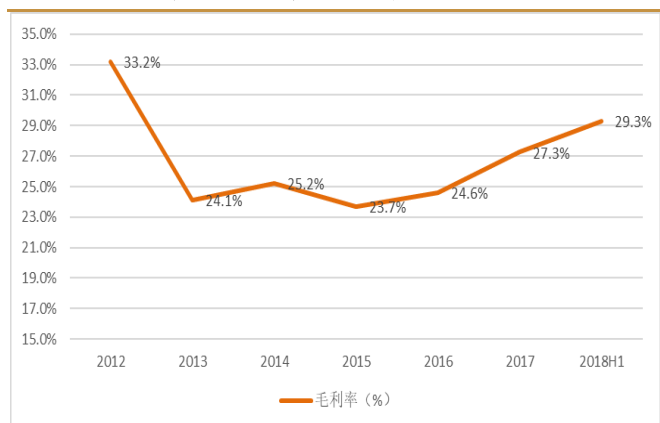


数据来源：公司公告，西南证券整理

**综合毛利率略有提升：**公司 18 年上半年综合毛利率为 29.3%，同比提升 1.9 个百分点，主要是由于系统集成业务毛利率同比提升了 2 个百分点以及毛利率较高的电力业务&储能业务占比提升。

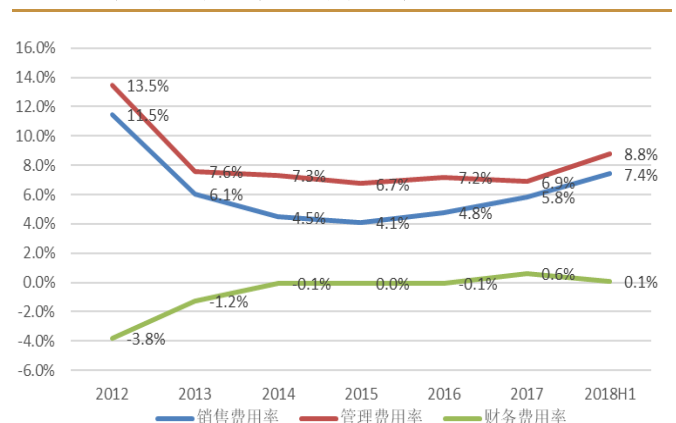
**新业务拓展下三费率上涨：**公司销售/管理/财务费用分别为 2.9/3.4/0.03 亿元，分别同比增长 48.4%、35.7%、-70.7%，三费率整体约为 16.3%，同比提高了 3.4 个百分点。销售费用增长主要由于新业务的增长，管理费用增长主要由于研发费用和员工股权激励费用增加所致。

**图 3：公司 13 年至今毛利率稳步提升**



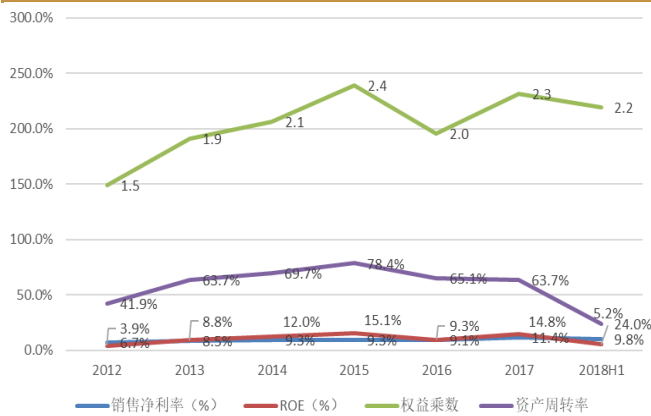
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：近年来管理费用率及销售费用率略有增长**

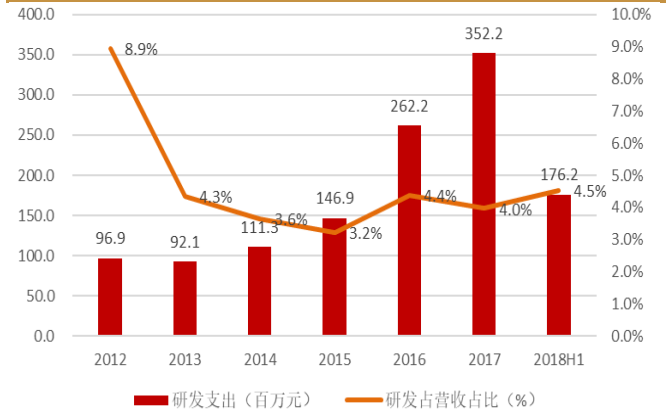


数据来源：公司公告，西南证券整理

**研发费用持续高投入：**2018 年上半年公司科研支出 1.8 亿元，同比增长 20.5%，占营业收入 4.5%。自 2013 年来，公司研发费用绝对额及营收占比不断提升，研发人员占比 35%+，截至 18 年上半年，公司累计获得专利权 853 件，发明 289 件、实用新型 492 件、外观设计 72 件，为公司后续发展奠定基础。

**图 5：公司 12 年至今 ROE 较为平稳**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：研发维持高投入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 盈利预测

### 关键假设：

**假设 1：**公司共开发 1013.9MW 光伏电站项目，其中已并网 937.2MW 光伏电站项目，在建 76.7MW，而上半年仅确认 300MW，同时存货中“建成合同形成的已完工未结算资产”有 11.3 亿元，说明公司在手有大量已并网但尚未确认收入的电站项目，业绩增长有保障。

**假设 2：**由于公司光伏逆变器市占率提高及海外市场拓展，公司光伏逆变器业务今年略好于国内光伏行业装机，假设 18 年收入同比略有下滑，未来随着平价项目的增长及海外市占率的提升，假设 19、20 年稳健增长。

**表 1：分业务盈利预测**

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	4569.2	6003.7	8886.1	9905.9	11068.2	12211.2
yoy	49.2%	31.4%	48.0%	11.5%	11.7%	10.3%
营业成本	3486.4	4527.4	6464.1	7270.6	8142.1	8981.7
毛利率	23.7%	24.6%	27.3%	26.6%	26.4%	26.4%
<b>电站系统集成(不含自制产品)</b>						
收入	2261.7	3284.9	4667.0	5367.1	5796.4	6086.2
yoy	49.0%	45.2%	42.1%	15.0%	8.0%	5.0%
成本	1924.7	2714.4	3927.9	4347.3	4753.1	5051.6
毛利率	14.9%	17.4%	15.8%	19.0%	18.0%	17.0%
<b>太阳能光伏逆变器</b>						
收入	2169.0	2494.0	3682.0	3497.9	4022.6	4626.0

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
yoy	51.7%	15.0%	47.6%	-5.0%	15.0%	15.0%
成本	1473.7	1668.9	2255.6	2378.6	2735.4	3145.7
毛利率	32.1%	33.1%	38.7%	32.0%	32.0%	32.0%
<b>光伏电站发电</b>						
收入	0.0	25.4	248.6	447.5	537.0	644.4
yoy	0.0%	0.0%	880.3%	80.0%	20.0%	20.0%
成本	0.0	9.3	78.6	141.0	169.1	203.0
毛利率	0.0%	63.4%	68.4%	68.5%	68.5%	68.5%
<b>储能逆变器</b>						
收入		78.6	64.3	257.2	308.6	370.4
yoy		0.0%	-18.2%	300.0%	20.0%	20.0%
成本		65.6	45.7	185.2	222.2	266.7
毛利率		16.5%	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>其他业务</b>						
收入	138.5	120.8	224.2	336.3	403.6	484.3
yoy	-36.2%	121.3%	27.6%	50.0%	20.0%	20.0%
成本	88.0	69.2	156.3	218.6	262.3	314.8
毛利率	36.5%	42.7%	30.3%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.74 元、0.81 元、0.90 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍，在同业中属于较低水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值**

公司	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>阳光电源</b>				
EPS (摊薄)	0.71	0.74	0.81	0.90
PE	10	10	9	8
<b>隆基股份</b>				
EPS (摊薄)	1.79	1.41	1.78	2.11
PE	20.38	10.26	8.08	6.51
<b>林洋能源</b>				
EPS (摊薄)	0.39	0.54	0.67	0.81
PE	26.7	8.95	7.16	5.97
<b>福斯特</b>				
EPS (摊薄)	1.46	1.31	1.62	1.97
PE	23.43	18.11	14.67	12.05
<b>中环股份</b>				
EPS (摊薄)	0.22	0.31	0.48	
PE	51.98	25.50	16.46	

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8886.06	9905.89	11068.13	12211.16	净利润	1014.32	1061.82	1171.11	1290.67
营业成本	6464.11	7270.59	8142.06	8981.61	折旧与摊销	134.18	104.39	104.39	104.39
营业税金及附加	27.88	29.72	37.75	39.42	财务费用	55.15	9.91	11.07	12.21
销售费用	518.14	673.60	719.43	793.73	资产减值损失	214.09	180.00	200.00	200.00
管理费用	610.90	742.94	830.11	915.84	经营营运资本变动	273.06	-891.70	-169.45	-324.79
财务费用	55.15	9.91	11.07	12.21	其他	-835.44	-204.08	-274.73	-208.75
资产减值损失	214.09	180.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>855.36</b>	<b>260.32</b>	<b>1042.37</b>	<b>1073.73</b>
投资收益	42.36	30.00	30.00	30.00	资本支出	-138.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.13	0.06	0.07	0.08	其他	-30.87	109.10	30.07	30.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-169.65</b>	<b>109.10</b>	<b>30.07</b>	<b>30.08</b>
<b>营业利润</b>	<b>1145.29</b>	<b>1029.20</b>	<b>1157.78</b>	<b>1298.43</b>	短期借款	-188.90	-10.02	0.00	0.00
其他非经营损益	16.49	220.00	220.00	220.00	长期借款	902.22	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1161.78</b>	<b>1249.20</b>	<b>1377.78</b>	<b>1518.43</b>	股权融资	216.79	0.00	0.00	0.00
所得税	147.46	187.38	206.67	227.76	支付股利	-70.72	-204.84	-214.43	-236.50
净利润	1014.32	1061.82	1171.11	1290.67	其他	-315.21	-12.75	-11.07	-12.21
少数股东损益	-9.88	-10.34	-11.40	-12.57	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>544.19</b>	<b>-227.60</b>	<b>-225.50</b>	<b>-248.71</b>
归属母公司股东净利润	1024.20	1072.16	1182.51	1303.23	<b>现金流量净额</b>	<b>1223.83</b>	<b>141.82</b>	<b>846.95</b>	<b>855.09</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2921.28	3063.11	3910.06	4765.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6405.88	7519.18	8300.66	9138.88	销售收入增长率	48.01%	11.48%	11.73%	10.33%
存货	2372.62	2667.73	3037.75	3329.85	营业利润增长率	86.75%	-10.14%	12.49%	12.15%
其他流动资产	1472.19	1551.30	1731.54	1908.80	净利润增长率	85.73%	4.68%	10.29%	10.21%
长期股权投资	65.34	65.34	65.34	65.34	EBITDA 增长率	98.08%	-14.32%	11.35%	11.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1858.92	1767.87	1676.82	1585.76	毛利率	27.26%	26.60%	26.44%	26.45%
无形资产和开发支出	86.63	76.45	66.28	56.11	三费率	13.33%	14.40%	14.10%	14.10%
其他非流动资产	1065.15	1061.98	1058.82	1055.66	净利率	11.41%	10.72%	10.58%	10.57%
<b>资产总计</b>	<b>16248.01</b>	<b>17772.96</b>	<b>19847.26</b>	<b>21905.55</b>	ROE	14.44%	13.48%	13.26%	13.05%
短期借款	10.02	0.00	0.00	0.00	ROA	6.24%	5.97%	5.90%	5.89%
应付和预收款项	7583.48	8228.72	9307.88	10274.95	ROIC	21.09%	16.13%	16.47%	17.67%
长期借款	1223.42	1223.42	1223.42	1223.42	EBITDA/销售收入	15.02%	11.54%	11.50%	11.59%
其他负债	407.96	443.56	482.02	519.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9224.88</b>	<b>9895.70</b>	<b>11013.32</b>	<b>12017.45</b>	总资产周转率	0.64	0.58	0.59	0.58
股本	1448.28	1452.26	1452.26	1452.26	固定资产周转率	7.07	5.82	6.87	8.04
资本公积	3135.06	3131.08	3131.08	3131.08	应收账款周转率	2.02	1.80	1.76	1.76
留存收益	2534.62	3401.94	4370.02	5436.75	存货周转率	3.40	2.84	2.83	2.81
归属母公司股东权益	6943.78	7808.25	8776.34	9843.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.53%	—	—	—
少数股东权益	79.35	69.01	57.61	45.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7023.13</b>	<b>7877.27</b>	<b>8833.94</b>	<b>9888.11</b>	资产负债率	56.78%	55.68%	55.49%	54.86%
负债和股东权益合计	16248.01	17772.96	19847.26	21905.55	带息债务/总负债	13.37%	12.36%	11.11%	10.18%
					流动比率	1.67	1.73	1.76	1.79
					速动比率	1.37	1.42	1.44	1.48
					股利支付率	6.90%	19.11%	18.13%	18.15%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1334.62	1143.49	1273.23	1415.03	每股收益	0.71	0.74	0.81	0.90
PE	10.44	9.97	9.04	8.20	每股净资产	4.78	5.38	6.04	6.78
PB	1.54	1.37	1.22	1.09	每股经营现金	0.59	0.18	0.72	0.74
PS	1.20	1.08	0.97	0.88	每股股利	0.05	0.14	0.15	0.16
EV/EBITDA	5.94	6.82	5.46	4.31					
股息率	0.66%	1.92%	2.01%	2.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn