



经营性现金流大降，光伏新政影响开始显现

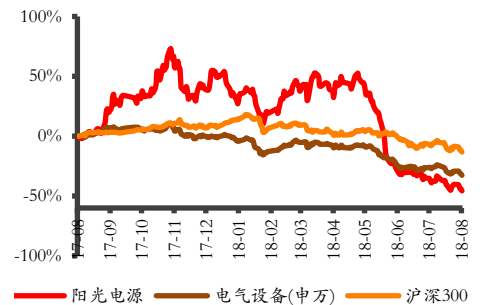
2018.08.20

谨慎推荐 (首次)

现价: 6.76

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
阳光电源	-16.13	-60.89	-54.46
电气设备(申万)	-9.06	-26.07	-22.76
沪深300	-6.37	-16.42	-18.59

基本资料

总市值(亿元)	101.22
总股本(亿股)	14.52
流通股比例	73.40%
资产负债率	54.36%
大股东	曹仁贤
大股东持股比例	31.06%

相关报告

潘永乐(分析师) 徐超(研究助理)
电话: 020-88832354 020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002 A1310518060001

事件:

2018年8月15日,公司公布2018年半年度报告,公司实现营业总收入38.95亿元,同比增长10%;实现归母净利润3.82亿元,同比增长3.75%;ROE为6.00%,较同期上升0.06个百分点。

点评:

◆营收、利润增速双降，经营性现金流大幅减少，公司经营受光伏新政影响开始显现

2018年上半年公司营收增长10%，增速较去年同期下降23.53pct.；净利润增长3.75%，增速较去年同期下降31.6pct.；经营性现金流-21.45亿元，较前期大幅下降。我们认为公司上半年经营受到光伏新政的影响刚刚开始显现，上半年全国光伏新增装机24GW，下半年可预见需求约10GW左右，我们预计下半年公司业绩将承受更大压力。

◆上半年逆变器出货量维持高位，价格有所下跌

上半年公司逆变器全球出货量8GW左右，实现营收16.44亿元，毛利率31.70%，较去年年底下滑7.04pct。总体而言，公司光伏逆变器累计出货量已达68GW，依旧是全球逆变器出货量第一。其中国内逆变器出货量6GW左右，国内市占率依旧维持在25%左右。上半年公司新发布了10多款逆变器新品，主要包括了户用、分布式、扶贫、领跑者、集中式电站等多个领域。其中在户用和扶贫领域公司发布了由阳光户用逆变器SG7/8K-D和组件关断器SPS-2组成的户用逆变系统，该系统具有不起火、自隔离、低辐射等众多优势，最大转换效率98.5%，为业界最高；与业内同类产品相比，该系统重量轻20%，体积减小30%，为业界最轻最小，方便运输和安装。从价格上看，根据我们测算，公司逆变器上半年销售均价约为0.205元/W，较2017年销售均价0.257元/W下滑了20%左右。

◆电站系统集成业务营收维持稳定，毛利率有所上升

上半年公司电站系统集成业务实现营收18.08亿元(YoY-1.24%)，实现毛利率23.54%，较去年底上升7.7个百分点。我们认为，光伏组件价格下跌提升了公司EPC业务的毛利率水平。上半年公司共有已建成和在建光伏电站1.01GW，以领跑者和扶贫项目为主。由于今年领跑者和扶贫项目新开工集中在下半年，我们预计下半年公司电站集成业务有望逆势增长。

◆储能低基数高速增长，进军AGC储能调频市场

上半年公司储能系统实现营收1.19亿元(YoY+428.17%)，上半年公司储能领域取得新进展，先后参与山西9MW/4.5MWh和德国16MW/8MW的AGC调频项目以及青海10MW/5.5MWh以及日本21MWh光储项目。随着电力市场化改革的推进，我国电力辅助服务市场建设正在提速。截至目前国家已批复东北、福建、山东、山西、新疆、宁夏、广东、甘肃等地开展AGC储能调频试点，公司在储能市场的未来发展值得期待。



盈利预测与估值:

公司上半年经营情况显示经营性现金流已经开始受到光伏新政短期影响,我们预测公司 2018、2019、2020 年 EPS 分别为 0.67、0.81 和 0.92 元,对应 10.13、8.38 和 7.35 倍 P/E。考虑到未来光伏平价上网后装机需求依旧有望保持以及公司在储能领域的高增长,我们首次给予其“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示:

光伏需求恢复不及预期;公司逆变器毛利率下降超出预期;公司电站系统集成业务毛利率上升幅度不及预期;公司储能业务增速不及预期等。

主要财务指标 (亿元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	88.86	77.81	93.11	107.53
同比(%)	48.00%	-12.44%	19.67%	15.48%
归属母公司净利润	10.25	9.69	11.71	13.35
同比(%)	84.68%	-5.49%	20.84%	14.01%
毛利率(%)	27.26%	32.33%	31.66%	31.31%
ROE(%)	14.45%	9.70%	10.51%	10.74%
每股收益(元)	0.71	0.67	0.81	0.92
P/E	9.58	10.13	8.38	7.35
P/B	1.40	0.99	0.89	0.80
EV/EBITDA	15.47	19.71	15.93	13.56

数据来源:公司公告、广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：亿元

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	131.72	159.46	175.20	192.17	经营活动现金流	8.55	-7.74	9.18	9.42
现金	29.36	23.46	29.20	38.17	净利润	10.15	9.59	11.61	13.25
应收账款	59.35	75.00	78.00	82.00	折旧摊销	0.43	0.43	0.43	0.43
其它应收款	4.01	5.00	6.00	7.00	财务费用	0.55	0.08	0.09	0.11
预付账款	0.79	2.00	2.00	2.00	投资损失	-0.42	-0.60	-0.70	-0.75
存货	23.73	40.00	45.00	47.00	营运资金变动	-0.72	-32.05	-5.00	-3.00
其他	14.48	14.00	15.00	16.00	其它	-1.44	14.82	2.75	-0.61
非流动资产	30.76	42.88	46.98	50.08	投资活动现金流	-1.65	-7.95	-6.70	-4.71
长期投资	0.65	0.69	0.69	0.69	资本支出	-3.56	-10.41	-4.00	-3.00
固定资产	18.59	29.00	33.00	36.00	长期投资	-4.66	-20.00	-15.00	-12.00
无形资产	0.87	0.87	0.87	0.87	其他	-6.57	-22.46	-12.30	-10.29
其他	10.65	12.32	12.42	12.52	筹资活动现金流	5.44	9.83	3.26	4.26
资产总计	162.48	202.34	222.18	242.25	短期借款	-1.89	5.70	1.20	1.00
流动负债	78.79	87.15	95.35	102.35	长期借款	9.02	2.77	0.00	0.00
短期借款	0.10	5.80	7.00	8.00	其他	-1.69	1.36	2.06	3.26
应付账款	70.28	72.35	76.35	80.35	现金净增加额	12.34	-5.86	5.74	8.97
其他	8.41	9.00	12.00	14.00					
非流动负债	13.46	16.34	16.44	16.54	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	12.23	15.00	15.00	15.00	成长能力				
其他	1.23	1.34	1.44	1.54	营业收入增长率	48.00%	-12.44%	19.67%	15.48%
负债合计	92.25	103.49	111.79	118.89	营业利润增长率	86.18%	-2.39%	20.68%	13.92%
少数股东权益	0.79	0.90	1.00	1.50	归母净利润增长率	84.68%	-5.49%	20.84%	14.01%
归属母公司股东权益	69.44	97.95	109.39	121.86	获利能力				
负债和股东权益	162.48	202.34	222.18	242.25	毛利率	27.26%	32.33%	31.66%	31.31%
					净利率	11.42%	12.32%	12.46%	12.32%
					ROE	14.45%	9.70%	10.51%	10.74%
					偿债能力				
					资产负债率	56.78%	51.15%	50.32%	49.08%
					流动比率	1.67	1.83	1.84	1.88
					速动比率	1.36	1.35	1.34	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	54.69%	38.45%	41.91%	44.39%
					应收账款周转率	36.53%	37.07%	35.11%	33.85%
					应付账款周转率	14.60%	19.77%	20.25%	19.40%
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.71	0.67	0.81	0.92
					每股经营现金流	0.59	-0.53	0.63	0.65
					每股净资产	4.84	6.81	7.60	8.50
					估值比率				
					P/E	9.58	10.13	8.38	7.35
					P/B	1.40	0.99	0.89	0.80
					EV/EBITDA	15.47	19.71	15.93	13.56

数据来源：WIND，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。