

# 阳光电源 (300274)

## 业绩总体平稳，下半年有压力 买入（维持）

2018年08月17日

证券分析师 曾朵红  
执业证号：S0600515050001  
021-60199798  
zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越  
021-60199587  
caoy@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,886	10,048	11,173	12,798
同比(+/-%)	48.0%	13.1%	11.2%	14.5%
净利润(百万元)	1024	808	1051	1356
同比(+/-%)	85.0%	-21.1%	30.1%	29.0%
每股收益(元)	0.71	0.56	0.72	0.93
毛利率(%)	26.9%	24.3%	25.1%	25.0%
净资产收益率(%)	14.7%	10.6%	12.3%	13.9%
市盈率(P/E)	9.56	12.15	9.34	7.24
市净率(P/B)	1.41	1.28	1.14	1.00

### 投资要点

■ **半年报增长 3.75%**：公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 38.95 亿元，同比增长 10.00%；实现归属母公司净利润 3.83 亿元，同比增长 3.75%。对应 EPS 为 0.26 元。其中第 2 季度，实现营业收入 21.9 亿元，同比下降 4.55%，环比增长 28.40%；实现归属母公司净利润 1.8 亿元，同比下降 24.91%，环比下降 11.11%。2 季度对应 EPS 为 0.12 元。

■ **业绩总体平稳，储能业务快速增长**：1) 逆变器电力转换设备收入 16.44 亿元，同比增长 0.11%，毛利率 31.70%，同比下滑 2 个百分点左右。贡献净利润 1.3-1.4 亿元，同比基本持平。海外逆变器销售 5.73 亿元，同比增长 34.11%，对应销量 2-2.5GW。国内销售 10 亿元左右，对应销量 5-6GW，同比基本持平。2) 电站集成业务方面，上半年确认规模 300-350MW，实现收入 18.08 亿元，同比下降 1.24%，毛利率 23.54%，同比上升 1.95 个百分点。贡献净利润约 1.6-1.8 亿。3) 电站运营，贡献收入 1.57 亿元，同比增长 261.54%。测算贡献利润 0.3-0.5 亿元。3) 储能业务，收入 1.19 亿元，同比增长 428.71%，增长迅速。浮体等其他业务贡献收入 1.67 亿元。

■ **费用率上升明显，现金流出大幅增加**：公司 2018H1 年期间费用同比增长 38.49% 至 6.35 亿元，期间费用率上升 3.35 个百分点至 16.29%。其中，销售、管理、财务费用率分别上升 1.92、1.66、下降 0.23 个百分点。2018H 年经营活动现金流量净流出 21.45 亿元，同比增长 126.98%；销售商品取得现金 36.49 亿元，同比增长 49.83%。期末预收款项 4.53 亿元，同比增长 2.28%。期末应收账款 57.04 亿元，同比增长 21.75%。期末存货 33.21 亿元，同比增长 3.89%。

■ **海外逆变器产能快速布局，光伏扶贫示范带头**：公司是逆变器龙头，国内市占率 30% 左右，国外市占率也已经达到 15%。531 光伏新政后，18 年国内需求下滑至 35GW，全球装机预计 90GW 左右。公司印度工厂也已投产，加速全球化布局，抵消国内市场的影响。2018 年上半年，公司在 6 个省份 8 个县开展光伏扶贫项目，项目总装机容量为 164.428MW，单体规模最大项目为四川普格 60MW。截止 2018 年上半年，累积光伏扶贫项目超过 1GW，帮扶超过 10 万贫困户、1200 个贫困村脱贫致富。

■ **投资建议**：预计公司 18-20 年的净利润分别为 8.08、10.51、13.56 亿，对应 EPS 为 0.56、0.72、0.93 元。我们给予公司 18 年 20 倍 PE，对应目标价 11.2 元，维持买入评级。

■ **风险提示**：政策波动、竞争加剧盈利能力下滑、光伏装机低于预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.76
一年最低价/最高	6.73/22.50
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	7206.15

### 基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	54.36%
总股本(百万股)	1,452.26
流通 A 股(百万)	1,066.00

### 相关研究

1. 业绩持续高增长，清洁电力转换全球领跑者 (2018-4-24)
2. 三季度大超预期，户用光伏快速推进 (2017-10-29)
3. 业绩增长略超预期，全年高增长基调奠定 (2017-8-14)
4. 光伏板块稳定增长，储能、电控渐次发力 (2017-4-23)
5. 三季度业绩环比下滑，储能布局进入收获期 (2016-10-20)

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>13172.0</b>	<b>14372.5</b>	<b>15777.2</b>	<b>18318.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>8886.1</b>	<b>10048.4</b>	<b>11173.3</b>	<b>12798.5</b>
现金	2921.3	2682.2	2294.0	3262.8	营业成本	6464.1	7571.8	8331.2	9560.1
应收款项	6326.9	7708.4	8571.3	9818.0	营业税金及附加	27.9	30.1	33.5	38.4
存货	2372.6	2281.9	2510.8	2881.1	营业费用	518.1	633.1	670.4	703.9
其他	1551.2	1700.0	2401.1	2356.2	管理费用	617.0	756.5	785.0	834.8
<b>非流动资产</b>	<b>3076.0</b>	<b>3562.1</b>	<b>3834.3</b>	<b>4168.4</b>	财务费用	55.2	-12.9	-0.6	2.0
长期股权投资	65.3	81.1	96.8	112.5	投资净收益	42.4	40.0	40.0	10.0
固定资产	1858.9	2332.2	2591.5	2912.8	其他	-100.8	-207.1	-207.1	-127.1
无形资产	86.6	83.7	80.9	78.0	<b>营业利润</b>	<b>1145.3</b>	<b>902.8</b>	<b>1186.7</b>	<b>1542.1</b>
其他	1065.1	1065.1	1065.1	1065.1	营业外净收支	16.5	40.0	40.0	40.0
<b>资产总计</b>	<b>16248.0</b>	<b>17934.6</b>	<b>19611.5</b>	<b>22486.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>1161.8</b>	<b>942.8</b>	<b>1226.7</b>	<b>1582.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>7878.8</b>	<b>8819.4</b>	<b>9533.1</b>	<b>10673.1</b>	所得税费用	147.5	122.6	159.5	205.7
短期借款	10.0	120.0	109.6	79.9	少数股东损益	-9.9	12.3	16.0	20.6
应付账款	6463.9	7156.9	7760.5	8643.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1024.2</b>	<b>807.9</b>	<b>1051.2</b>	<b>1355.8</b>
其他	1404.9	1542.5	1662.9	1949.9	EBIT	1265.0	1059.8	1356.1	1664.2
<b>非流动负债</b>	<b>1346.1</b>	<b>1371.1</b>	<b>1396.1</b>	<b>1921.1</b>	EBITDA	1390.6	1173.0	1497.1	1835.1
长期借款	1223.4	1223.4	1223.4	1223.4					
其他	122.6	147.6	172.6	697.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>9224.9</b>	<b>10190.5</b>	<b>10929.1</b>	<b>12594.2</b>	每股收益(元)	0.71	0.56	0.72	0.93
少数股东权益	79.3	89.4	102.6	119.5	每股净资产(元)	4.79	5.27	5.91	6.73
归属母公司股东权益	6943.8	7654.7	8579.8	9772.9	发行在外股份(百万股)	1448.3	1452.3	1452.3	1452.3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16248.0</b>	<b>17934.6</b>	<b>19611.5</b>	<b>22486.6</b>	ROIC(%)	15.2%	11.5%	13.7%	15.1%
					ROE(%)	14.7%	10.6%	12.3%	13.9%
					毛利率(%)	26.9%	24.3%	25.1%	25.0%
					EBIT Margin(%)	14.2%	10.5%	12.1%	13.0%
					销售净利率(%)	11.5%	8.0%	9.4%	10.6%
					资产负债率(%)	56.8%	56.8%	55.7%	56.0%
					收入增长率(%)	48.0%	13.1%	11.2%	14.5%
					净利润增长率(%)	85.0%	-21.1%	30.1%	29.0%
					P/E	9.56	12.15	9.34	7.24
					P/B	1.41	1.28	1.14	1.00
					EV/EBITDA	13.67	17.03	13.84	12.20

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

