

## 太阳能(000591)/电源设备

## 发电提升盈利能力, 制造影响业绩释放

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 3.42

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

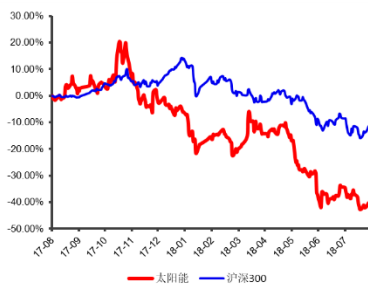
Email: zoull@r.qlzq.com.cn

联系人: 花秀宁

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3007
流通股本(百万股)	2037
市价(元)	3.42
市值(百万元)	10284
流通市值(百万元)	6967

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 项目储备充足, 电站业务持续发力
- 2 中节能旗下光伏运营龙头, 装机规模稳步增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4333.48	5204.76	4617.55	5301.32	5939.95
增长率 yoy%	19.37%	20.11%	-11.28%	14.81%	12.05%
净利润	653.25	804.67	988.75	1284.48	1484.43
增长率 yoy%	38.18%	23.18%	22.88%	29.91%	15.57%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.33	0.43	0.49
每股现金流量	-0.28	-0.18	-0.03	0.04	0.03
净资产收益率	5.78%	6.65%	7.57%	8.95%	9.53%
P/E	15.74	12.78	10.40	8.01	6.93
PEG	0.64	0.55	0.38	0.32	0.30
P/B	0.91	0.85	0.79	0.72	0.66

**投资要点**

- **事件:** 公司公布 2018 年中报, 实现营收 19.90 亿元, 同降 13.85%; 归母净利润 4.41 亿元, 同增 12.24%, 扣非归母净利润 4.29 亿元, 同增 17.38%; EPS 0.15 元, ROE 3.58%。其中, 2018Q2 实现营收 11.51 亿元, 同降 33.90%; 归母净利润 2.99 亿元, 同降 5.95%, 扣非归母净利润 2.97 亿元, 同降 2.37%; EPS 0.10 元, ROE 2.44%。我们认为 Q2 业绩下滑主要原因是光伏制造业务受“531 新政”的影响。
- **发电业务占比增加, 盈利能力大幅提升, 经营性现金流受营收下滑影响而降低。** 2018H1 销售毛利率/净利率同比 +13.19/+4.86 PCT 至 49.21%/22.06%, 盈利能力提升主要是由于高毛利率(64.59%)的发电业务占营收的比例较去年同期增加 23.73%。2018H1 销售/管理/财务费用率同比 +0.40/+1.22/+4.36 PCT 至 0.76%/5.13%/18.22%, 期间费用率提高 5.98 PCT。2018H1 经营性现金流净额 2.43 亿元, 同降 14.04%, 主要是由于收入下滑。
- **电价持平, 装机、发电量、度电毛利增长, 发电业务继续发力。** 2018H1 发电业务实现营收 15.28 亿元, 同增 24.63%, 占总营收 76.80%, 同增 23.73%; 毛利率 64.59%, 同增 1.69 PCT; 毛利 9.87 亿元, 同增 27.97%。2018H1 公司发电业务继续发力: (1) 2018H1 发电含税均价为 0.99 元/千瓦时, 与 2017 年同期持平; (2) 2018H1 公司装机规模增加 175MW 至 4.19GW, 同增 16.17%; (3) 2018H1 上网电量 18.07 亿千瓦时, 同增 24.71%; (4) 2018H1 度电毛利为 0.546 元/千瓦时, 同增 2.62%。
- **“531 新政”致使光伏制造业务下滑, 影响业绩释放。** 受“531 新政”影响, 2018H1 太阳能制造板块实现营收 4.57 亿元, 同降 57.39%, 且收入无法覆盖成本, 亏损约 0.92 亿元, 影响业绩释放。2018H1 制造板块实现组件销售 185.68MW, 自制电池片销售 15.04MW, 代工电池片销售 37.68MW, 小于 2017 上半年 392.37MW 的电池组件销量。
- **投资建议:** 公司作为国内光伏运营龙头, 预计 2018-2020 年分别实现净利 9.89、12.84 和 14.84 亿元, 同比分别增长 22.88%、29.91%、15.57%, 当前股价对应三年 PE 分别为 10、8、7 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏消纳和新建产能不及预期, 光伏制造板块波动风险。

**图表 1: 公司财务数据预测 (百万元)**

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,333.5	5,204.8	4,617.6	5,301.3	5,939.9	成长性					
减: 营业成本	2,909.5	3,413.9	2,345.6	2,497.5	2,662.1	营业收入增长率	19.4%	20.1%	-11.3%	14.8%	12.0%
— 营业税费	41.2	57.9	39.0	51.4	58.0	营业利润增长率	40.6%	23.1%	28.9%	31.2%	17.9%
— 销售费用	38.0	38.3	41.3	44.3	53.5	净利润增长率	38.2%	23.2%	22.9%	29.0%	15.6%
— 管理费用	167.8	178.4	192.0	202.5	249.5	EBITDA增长率	21.9%	26.3%	27.2%	23.2%	15.9%
— 财务费用	525.2	672.3	914.1	1,084.8	1,232.2	EBIT增长率	21.0%	22.7%	34.7%	25.5%	16.0%
— 资产减值损失	2.0	79.1	36.5	39.2	51.6	NOPLAT增长率	20.4%	28.2%	28.8%	24.1%	13.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.9%	18.9%	13.0%	16.6%	9.0%
— 投资和汇兑收益	30.6	42.4	30.2	34.4	35.7	净资产增长率	85.3%	6.3%	8.2%	9.9%	8.6%
营业利润	680.4	837.4	1,079.2	1,416.1	1,668.9	利润率					
加: 营业外净收支	48.2	12.9	15.4	15.1	14.4	毛利率	32.9%	34.4%	49.2%	52.9%	55.2%
利润总额	728.6	850.3	1,094.6	1,431.2	1,683.3	营业利润率	15.7%	16.1%	23.4%	26.7%	28.1%
减: 所得税	50.0	39.7	76.6	114.5	168.3	净利润率	15.1%	15.5%	21.4%	24.2%	25.0%
净利润	653.2	804.7	988.8	1,284.5	1,484.4	EBITDA/营业收入	42.9%	45.1%	64.7%	69.4%	71.8%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	27.8%	28.4%	43.2%	47.2%	48.8%
货币资金	1,572.3	844.5	749.2	860.1	963.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,254	1,293	1,680	1,664	1,653
应收账款	4,014.7	4,621.4	3,331.0	5,799.0	4,430.9	流动营业资本周转天数	87	176	200	211	222
应收票据	56.8	69.6	181.7	61.5	185.1	流动资产周转天数	546	512	482	469	464
预付账款	123.9	127.1	47.8	122.9	69.1	应收账款周转天数	287	299	310	310	310
存货	242.8	155.2	286.7	72.5	325.8	存货周转天数	15	14	17	12	12
其他流动资产	1,995.8	966.2	989.9	1,317.3	1,091.2	总资产周转天数	2,181	2,121	2,558	2,508	2,468
可供出售金融资产	22.5	17.4	39.1	26.3	27.6	投资资本周转天数	1,418	1,546	2,016	2,017	2,026
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-0.5	-0.7	-0.9	ROE	5.8%	6.7%	7.6%	9.0%	9.5%
投资性房地产	-	-	-108.3	-144.4	-192.5	ROA	2.3%	2.6%	3.0%	3.3%	3.6%
固定资产	17,367.0	20,031.0	23,053.8	25,941.4	28,596.1	ROIC	8.2%	7.0%	7.6%	8.4%	8.2%
在建工程	2,205.0	2,469.9	3,283.8	3,437.7	3,848.6	费用率					
无形资产	397.7	399.8	466.2	480.9	501.6	销售费用率	0.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%
其他非流动资产	1,769.9	1,846.2	1,747.8	1,812.8	1,813.4	管理费用率	3.9%	3.4%	4.2%	3.8%	4.2%
资产总额	29,768.5	31,548.3	34,068.2	39,787.5	41,659.8	财务费用率	12.1%	12.9%	19.8%	20.5%	20.7%
短期债务	700.0	900.0	2,781.7	5,019.8	6,538.2	三费/营业收入	16.9%	17.1%	24.8%	25.1%	25.8%
应付账款	3,134.0	2,857.1	1,328.0	3,337.9	1,460.5	偿债能力					
应付票据	876.7	269.7	984.0	141.7	1,030.5	资产负债率	61.3%	61.2%	61.1%	63.4%	62.0%
其他流动负债	1,166.1	1,720.3	1,339.8	1,406.9	1,491.3	负债权益比	158.4%	157.6%	157.2%	173.2%	163.4%
长期借款	10,471.6	12,190.6	12,613.6	13,641.0	13,720.7	流动比率	1.36	1.18	0.87	0.83	0.67
其他非流动负债	1,899.0	1,361.4	1,772.8	1,677.7	1,604.0	速动比率	1.32	1.15	0.82	0.82	0.64
负债总额	18,247.4	19,299.1	20,820.0	25,224.9	25,845.0	利息保障倍数	2.30	2.20	2.18	2.31	2.35
少数股东权益	224.3	150.2	179.4	211.7	242.2	分红指标					
股本	1,366.9	3,007.1	3,007.1	3,007.1	3,007.1	DPS(元)	0.02	0.07	0.04	0.07	0.09
留存收益	9,992.1	9,083.0	10,061.7	11,343.8	12,565.4	分红比率	10.9%	27.3%	12.7%	17.0%	19.0%
股东权益	11,521.1	12,249.2	13,248.2	14,562.6	15,814.7	股息收益率	0.7%	2.1%	1.2%	2.1%	2.7%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	678.6	810.6	988.8	1,284.5	1,484.4	EPS(元)	0.22	0.27	0.33	0.43	0.49
加: 折旧和摊销	660.2	882.8	992.4	1,178.6	1,362.7	BVPS(元)	3.76	4.02	4.35	4.77	5.18
— 资产减值准备	2.0	79.1	-	-	-	PE(X)	15.7	12.8	10.4	8.0	6.9
— 公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
— 财务费用	557.4	685.1	914.1	1,084.8	1,232.2	P/FCF	-2.2	-17.7	-35.3	106.1	35.5
— 投资收益	-30.6	-42.4	-30.2	-34.4	-35.7	P/S	2.4	2.0	2.2	1.9	1.7
— 少数股东损益	25.4	6.0	29.2	32.2	30.6	EV/EBITDA	14.9	12.6	8.3	7.6	6.9
— 营运资金的变动	-2,928.3	-327.8	849.1	-1,566.2	218.8	CAGR(%)	24.7%	23.2%	27.3%	24.7%	23.2%
经营活动产生现金流	1,359.1	1,666.2	3,743.4	1,979.4	4,293.1	PEG	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
投资活动产生现金流	-6,190.8	-2,032.8	-4,778.7	-4,151.5	-4,366.6	ROIC/WACC	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
融资活动产生现金流	4,453.8	-168.5	940.0	2,283.0	177.1	REP	1.3	1.3	0.9	0.8	0.8

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。