

业绩符合预期，淡季表现不易

买入（维持）

2018年10月29日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,886	9,164	10,320	11,865
同比（%）	48.0%	3.1%	12.6%	15.0%
归母净利润（百万元）	1024	825	1026	1339
同比（%）	85.0%	-19.4%	24.3%	30.5%
每股收益（元/股）	0.71	0.57	0.71	0.92
P/E（倍）	7.99	9.95	8.00	6.13

投资要点

■ **前三季度盈利 6.1 亿，符合预期：**公司发布 2018 年三季报，报告期内公司实现营业收入 56.45 亿元，同比下降 15.01%；实现归属母公司净利润 6.07 亿元，同比下降 19.16%。对应 EPS 为 0.42 元。其中 2018Q3，实现营业收入 17.49 亿元，同比下降 43.58%，环比下降 20.12%；实现归属母公司净利润 2.24 亿元，同比下降 41.30%，环比增长 24.40%。2018Q3 对应 EPS 为 0.15 元。

■ **Q3 下滑仍属不易，逆变器占比提升：**531 之后，行业进入冰冻期，Q3 业绩同比下滑 41%（17Q3 高点，基数高），但单季盈利 2.24 亿元，环比有增长，仍属不易，分业务来看：1) 逆变器，预计实现销售收入 7-8 亿元左右，对应 2-3GW 的销量，其中海外约 1GW。行业 531 以来逆变器价格有所降低，但逆变器产品结构变化（组串式大幅上升），毛利率微降。逆变器整体贡献净利润约 0.7-0.9 亿元左右。2) 电站集成，预计实现销售收入 7-8 亿元左右，对应 120-140MW 规模。Q3 转让电站订单价格早于设备采购，盈利能力好于预期。电站业务整体贡献净利润约 0.6-0.8 亿元。公司中标格尔木领跑者 500MW 电站 EPC 建设，预计大部分将于 Q4 确认收入。3) 电站运营规模 300MW 左右，Q3 单季贡献净利 0.4-0.6 亿元左右。4) 储能业务继续保持高速增长，浮体等其他业务整体稳定。合计贡献收入 1-1.5 亿元。综合毛利率 31.5%，同比上升 4.6、环比上升 3.3 个百分点；净利率 12.8%，同比上升 0.5、环比上升 4.6 个百分点。整体盈利能力提升明显。

■ **Q3 费用率上升：**公司 2018Q3 期间费用同比增长 6.19% 至 3.51 亿元，期间费用率上升 9.42 个百分点至 20.09%。其中，销售、管理+研发、财务费用分别同比上升 7.92%、上升 27.07%、下降 237.27% 至 1.44 亿元、2.3 亿元、-0.23 亿元；费用率分别上升 3.94、上升 7.3、下降 1.82 个百分点至 8.25%、13.13%、-1.29%。2018Q3 经营活动现金流量净流入 2.61 亿元，同比下降 53.88%；销售商品取得现金 20.72 亿元，同比下降 22.52%。期末预收款项 5.3 亿元，同比增长 15.29%。期末应收账款 54.62 亿元，同比下降 17.89%，应收账款周转天数上升 39.6 天至 251.3 天。期末存货 34.85 亿元，同比增长 84.32%；存货周转天数上升 110 天至 200.15 天。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 18-20 年的净利润分别为 8.25、10.26、13.39 亿，EPS 为 0.57、0.71、0.92 元，对应 PE 为 9.95、8.00、6.13。维持“买入”评级

■ **风险提示：**政策波动、竞争加剧盈利能力下滑等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.65
一年最低/最高价	5.17/22.50
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	6022.89

基础数据

每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	54.40
总股本(百万股)	1452.26
流通 A 股(百万股)	1066.00

相关研究

- 1、《阳光电源 (300274)：业绩总体平稳，下半年有压力》2018-08-27
- 2、《业绩持续高速增长，清洁电力转换全球领跑者》2018-05-02
- 3、《行业高景气，龙头高增长》2018-01-31

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
流动资产	13172.0	13542.2	14976.5	17420.9	营业收入	8886.1	9163.8	10320.3	11865.2
现金	2921.3	2892.2	2535.7	3485.0	营业成本	6464.1	6840.9	7628.2	8768.3
应收款项	6326.9	7029.8	7917.0	9102.0	营业税金及附加	27.9	27.5	31.0	35.6
存货	2372.6	2061.6	2298.9	2642.5	营业费用	518.1	549.8	619.2	652.6
其他	1551.2	1558.6	2225.0	2191.3	管理费用	617.0	671.8	725.3	774.1
非流动资产	3076.0	3562.1	3834.3	4168.4	财务费用	55.2	-16.1	-7.4	-4.9
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	营业利润	1145.3	922.7	1156.9	1522.4
其他	1065.1	1065.1	1065.1	1065.1	营业外净收支	16.5	40.0	40.0	40.0
资产总计	16248.0	17104.3	18810.8	21589.3	利润总额	1161.8	962.7	1196.9	1562.4
流动负债	7878.8	7973.8	8739.9	9798.4	所得税费用	147.5	125.2	155.6	203.1
短期借款	10.0	120.0	109.6	79.9	少数股东损益	-9.9	12.6	15.6	20.4
应付账款	6463.9	6466.1	7105.7	7927.5	归属母公司净利润	1024.2	825.0	1025.7	1338.9
其他	1404.9	1387.8	1524.6	1791.0	EBIT	1265.0	1076.6	1319.6	1637.4
非流动负债	1346.1	1371.1	1396.1	1921.1	EBITDA	1390.6	1189.8	1460.5	1808.4
长期借款	1223.4	1223.4	1223.4	1223.4					
其他	122.6	147.6	172.6	697.6					
负债总计	9224.9	9344.9	10135.9	11719.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	79.3	89.7	102.5	119.2	每股收益(元)	0.71	0.57	0.71	0.92
归属母公司股东权益	6943.8	7669.8	8572.4	9750.6	每股净资产(元)	4.79	5.28	5.90	6.71
负债和股东权益总计	16248.0	17104.3	18810.8	21589.3	发行在外股份(百万股)	1448.3	1452.3	1452.3	1452.3
					ROIC(%)	15.2%	11.8%	13.7%	15.3%
					ROE(%)	14.7%	10.8%	12.0%	13.7%
					毛利率(%)	26.9%	25.0%	25.8%	25.8%
					EBIT Margin(%)	14.2%	11.7%	12.8%	13.8%
					销售净利率(%)	11.5%	9.0%	9.9%	11.3%
					资产负债率(%)	56.8%	54.6%	53.9%	54.3%
					收入增长率(%)	48.0%	3.1%	12.6%	15.0%
					净利润增长率(%)	85.0%	-19.4%	24.3%	30.5%
					P/E	7.99	9.95	8.00	6.13
					P/B	1.18	1.07	0.95	0.84
					EV/EBITDA	12.52	14.73	12.54	11.01

数据来源：贝格数据，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>

