



综合毛利率维持稳定，政策暖风有利公司估值修复

2018.11.05

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

谨慎推荐 (维持)

现价: 6.88 元

目标价: 8.25 元

股价空间: 19.91%

电力设备新能源行业

事件:

2018年10月31日公司公布三季报, 2018年前三季度公司共实现营收56.45亿元, 同比下降15.01%; 实现归母净利润6.07亿元, 同比下降19.16%。

点评:

● 三季报受淡季影响略微下滑

2018Q3单季度公司实现营收17.49亿元 (YoY-43.58%); 实现归母净利润2.24亿元 (YoY-41.89%); 毛利率31.46%, 较Q2单季环比上升3.25个百分点。我们认为, 公司营收下滑主要受到531光伏新政影响。2018Q3我国光伏行业新增装机10.2GW(YoY-47.95%), 导致逆变器由于需求出现剧烈变化出现价量双跌, 从而使得公司主营营收和毛利率均受到冲击, 整体业绩在Q3淡季表现不佳。

● 业务布局显著, 综合毛利率得以维持稳定

在传统主业光伏逆变器表现不佳的情况下, 公司通过电站系统集成以及储能等业务充分平滑了逆变器价格下滑带来的毛利率波动。今年储能业务将是公司增速最快业务, 截至2018H1公司储能业务实现营收1.19亿元, 我们根据订单情况预计全年将实现4亿以上的营收规模; 电站系统集成业务受益于组件价格的快速下降, 在维持规模的情况下毛利率如期出现回升, 2018H1实现毛利率23.54%, 较去年同期上升1.95个百分点; 新能源车电控业务维持快速增长势头, 公司以江铃、东风、江淮、奇瑞等主流车厂客户为主, 预计2018年全年实现营收超过1亿元, 同比增长接近100%。

● 费用率显著上升侵蚀净利润, 未来有望逐步平稳

截至2018Q3公司费用率达17.47%, 环比上升1.24个百分点, 同比上升5.59个百分点。同比去年来看, 截至2018Q3公司费用率上升影响净利润2.62亿元, 已超过公司净利润下滑幅度。公司销售费用率上升主要由于销售人员增加以及公司加大了业务开拓力度; 管理费用率增加主要由于研发费用、职工薪酬以及计提的股权激励成本大幅增长。我们认为, 公司费用率上升是短期现象, 未来费用率有望归于平稳。

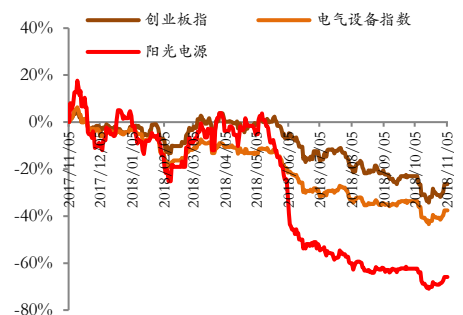
● 盈利预测与估值:

公司短期经营情况显著受到531光伏新政短期影响, 但毛利率依旧维持稳定。我们下调公司2018、2019、2020年EPS预测值分别为0.55、0.69和0.91元, 对应11.28、9.06和6.88倍P/E。鉴于目前光伏政策预期已显著好转, 我们继续维持公司“谨慎推荐”的投资评级, 以15倍P/E给予公司目标价8.25元。

● 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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8886.06	8026.25	9014.97	10508.77
同比(%)	48.01%	-9.68%	12.32%	16.57%
归属母公司净利润	1024.20	802.60	999.57	1316.53
同比(%)	85.00%	-21.64%	24.54%	31.71%
每股收益(元)	0.71	0.55	0.69	0.91
P/E	8.84	11.28	9.06	6.88
P/B	1.30	1.16	1.04	0.91
EV/EBITDA	1.75	6.00	4.67	3.24

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
阳光电源	-9.55	-8.49	-64.07
电气设备	-5.97	-4.93	-27.96
创业板指	-4.47	-6.42	-25.71

基本资料

总市值(亿元)	90.77
总股本(亿股)	14.52
流通股比例	72.40%
资产负债率	54.40%

相关报告

阳光电源半年报点评: 经营性现金流大幅下降, 光伏新政影响开始显现 20180820



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13172	13146	15108	17701	营业收入	8886	8026	9015	10509
现金	2921	4149	4860	6105	营业成本	6464	5615	6252	7192
应收账款	5046	4849	5371	6241	营业税金及附加	28	25	28	33
其它应收款	392	352	394	461	营业费用	518	602	667	767
预付账款	79	95	100	113	管理费用	611	722	766	841
存货	2373	1939	2153	2506	财务费用	55	20	31	44
其他	2361	1761	2230	2276	资产减值损失	214	186	195	192
非流动资产	3076	2968	3245	3559	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	65	53	56	58	投资净收益	42	17	23	28
固定资产	1747	2072	2356	2603	营业利润	1145	873	1099	1468
无形资产	87	102	103	106	营业外收入	21	45	41	36
其他	1177	741	730	791	营业外支出	4	5	4	4
资产总计	16248	16114	18354	21260	利润总额	1162	913	1136	1499
流动负债	7879	6515	7272	8331	所得税	147	116	144	190
短期借款	10	89	81	72	净利润	1014	797	992	1309
应付账款	2985	2834	3065	3561	少数股东损益	-10	-6	-8	-8
其他	4884	3593	4126	4698	归属母公司净利润	1024	803	1000	1317
非流动负债	1346	1720	2273	2894	EBITDA	1313	1116	1395	1814
长期借款	1223	1630	2173	2790	EPS (摊薄)	0.71	0.55	0.69	0.91
其他	123	89	100	104					
负债合计	9225	8235	9545	11225	主要财务比率				
少数股东权益	79	74	66	58	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1448	1448	1448	1448	成长能力				
资本公积	3135	3135	3135	3135	营业收入增长率	48.0%	-9.7%	12.3%	16.6%
留存收益	2535	3222	4159	5393	营业利润增长率	86.7%	-23.8%	25.9%	33.6%
归属母公司股东权益	6941	7805	8743	9976	归属于母公司净利润增长率	85.0%	-21.6%	24.5%	31.7%
负债和股东权益	16248	16114	18354	21260	获利能力				
					毛利率	27.3%	30.0%	30.7%	31.6%
					净利率	11.4%	9.9%	11.0%	12.5%
					ROE	15.8%	10.8%	12.0%	14.0%
					ROIC	12.6%	8.6%	9.3%	10.5%
					偿债能力				
					资产负债率	56.8%	51.1%	52.0%	52.8%
					净负债比率	13.37%	20.88%	23.62%	25.50%
					流动比率	1.67	2.02	2.08	2.12
					速动比率	1.37	1.72	1.78	1.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.50	0.52	0.53
					应收账款周转率	2.02	1.62	1.76	1.81
					应付账款周转率	2.29	1.93	2.12	2.17
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.55	0.69	0.91
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.67	0.49	0.88
					每股净资产 (最新摊薄)	4.79	5.39	6.04	6.89
					估值比率				
					P/E	8.84	11.28	9.06	6.88
					P/B	1.30	1.16	1.04	0.91
					EV/EBITDA	1.75	6.00	4.67	3.24

数据来源：港澳资讯，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。