

日期: 2018年12月14日

行业: 电气设备和新能源



分析师: 张涛
Tel: 021-53686152
E-mail: zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120023
研究助理: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870118050004

股权激励彰显信心 储能领域未来可期

■ 公司动态事项

公司发布 2018 年限制性股票激励计划, 拟以每股 4.66 元的价格授予限制性股票 900 万股, 占公司股份总额的 0.62%。

■ 事项点评

业绩承压, 毛利率微涨

受“5.31 光伏新政”冲击, 国内前三季度光伏发电新增装机 3454.4 万千瓦, 同比下降 19.7%。其中, 光伏电站 1740.1 万千瓦, 同比减少 37.2%; 分布式光伏 1714.3 万千瓦, 同比增长 12%。公司作为国内光伏逆变器龙头企业, 受政策影响明显。公司 2018 前三季度实现营业收入 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%。其中第三季度实现营业收入 17.49 亿元, 同比下滑 43.58%, 环比下滑 20.14%。上半年光伏产品价格大幅下降, 公司上半年综合毛利率 29.34%, 较 2017 年上升 2.08 pcts, 主要考虑为海外业务拓展加速以及国内扶贫和领跑者项目进展顺利。2018 年上半年, 公司在四川、重庆、山西、湖北、河南、安徽 6 个省份 8 个县区开展多个光伏扶贫示范项目, 项目总装机容量为 164.428MW。截止 2018 年上半年, 阳光电源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。

基本数据 (截至 2018 年 12 月 11 日)

报告日股价 (元)	9.30
12mth A 股价格区间 (元)	5.17-20.00
总股本 (百万股)	1451.51
无限售 A 股/总股本	73.44%
流通市值 (百万元)	9913.78
每股净资产 (元)	5.19

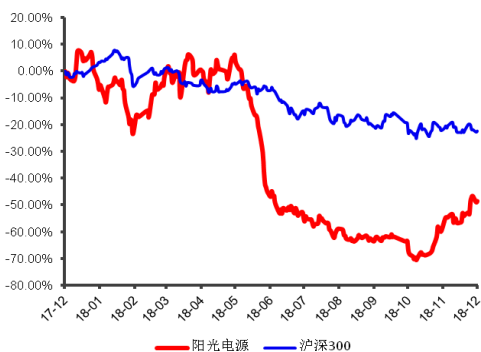
主要股东 (2018Q3)

曹仁贤	31.06%
-----	--------

收入结构 (2018H1)

电站系统集成	46.43%
光伏逆变器等电力转换设备	42.20%

最近 12 个月股票与沪深 300 比较



储能市场发展加速, 未来可期

全球储能市场规模不断扩大, 增长速度持续提升。2018 年上半年, 全球新增投运电化学储能项目的装机规模为 697.1MW, 同比增长 133%, 中国新增投运电化学储能项目的装机规模为 100.4MW, 同比增长 127%, 占全球新增规模的 14%。2016-2017 年公司蝉联国内锂电池储能装机第一。公司立足国内市场, 积极拓展海外市场, 储能业务有望高速增长。

股权激励计划彰显信心

公司发布 2018 年限制性股票激励计划。本次激励计划首次授予部分涉及的激励对象共计 142 人, 包括公司董事、高级管理人员, 中级管理人员和公司核心技术 (业务) 骨干, 拟以每股 4.66 元的价格授予限制性股票 900 万股, 占公司股份总额的 0.62%。本次授予股票分 3 年期解锁, 分别解锁 30%, 30% 和 40%。考核年度为 2019-2021 年, 解锁要求同时满足公司层面和个人层面的业绩考核要求。公司层面考核要求以 2018 年业绩为基准, 2019-2021 年营收增速不低于 20%、40%、60%, 或者净利润增速不低于 15%、30%、45%。个人层面考核分五档, 第三

报告编号: SKY18-YGDY01

首次报告日期: 2018 年 12 月 12 日

档及以上方可全额解锁当年部分。

股权激励关键在于股权的增值和兑现，归属感较强。经过合理预测并兼顾计划的激励作用，本计划设立了公司层面和个人层面的考核目标，建立企业的利益共同体，彰显对公司未来发展的信心。

■ 盈利预测与估值

我们预测公司2018、2019、2020年营业收入分别为91.87亿、104.85亿和126.85亿元，增速分别为3.39%、14.12%和20.99%；归属于母公司股东净利润分别为9.67亿、11.42亿和13.66亿元，增速分别为-5.63%、18.14%和19.60%；全面摊薄每股EPS分别为0.67、0.79和0.94元，对应PE为13.97、11.82和9.88倍。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

产品价格大幅波动，海外拓展情况不及预期，政策调整等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8886.06	9187.14	10484.80	12685.42
增长率(%)	48.01%	3.39%	14.12%	20.99%
归属母公司股东净利润	1024.20	966.59	1141.94	1365.71
增长率(%)	85.00%	-5.63%	18.14%	19.60%
每股收益(元)	0.71	0.67	0.79	0.94
市盈率(X)	13.10	13.97	11.82	9.88

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2018年12月11日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2598	1858	3300	3923
应收和预付款项	6406	5004	7881	7388
存货	2373	1484	2925	2409
其他流动资产	1463	1463	1463	1463
长期股权投资	65	65	65	65
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1859	1695	1503	1398
无形资产和开发支出	87	76	65	55
其他非流动资产	950	934	918	918
资产总计	15800	12579	18120	17619
短期借款	10	0	0	0
应付和预收款项	7483	4630	9150	7427
长期借款	1223	0	0	0
其他负债	61	61	61	61
负债合计	8777	4691	9211	7487
股本	1448	1448	1448	1448
资本公积	2958	2958	2958	2958
留存收益	2537	3410	4440	5672
归属母公司股东权益	6944	7816	8846	10078
少数股东权益	79	72	64	53
股东权益合计	7023	7888	8910	10132
负债和股东权益合计	15800	12579	18120	17619

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	888	773	1690	988
投资活动产生现金流量	-170	-178	-170	-277
融资活动产生现金流量	544	-1335	-78	-87
现金流量净额	1257	-740	1442	624

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8886	9187	10485	12685
营业成本	6464	6715	7676	9288
营业税金及附加	28	29	33	40
营业费用	518	514	587	761
管理费用	611	636	726	879
财务费用	55	40	5	0
资产减值损失	214	156	156	156
投资收益	42	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1145	1096	1301	1562
营业外收支净额	16	16	16	16
利润总额	1162	1113	1317	1579
所得税	147	153	184	223
净利润	1014	959	1133	1355
少数股东损益	-10	-7	-9	-10
归属母公司股东净利润	1024	967	1142	1366

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	27.26%	26.91%	26.79%	26.78%
EBIT/销售收入	12.12%	12.18%	12.25%	12.08%
销售净利率	10.52%	10.44%	10.81%	10.69%
ROE	13.60%	12.37%	12.91%	13.55%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.70	2.09	1.69	2.03
速动比率	1.20	1.47	1.22	1.51
总资产周转率	0.56	0.73	0.58	0.72
应收账款周转率	1.50	1.99	1.44	1.86
存货周转率	2.72	4.53	2.62	3.86

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。