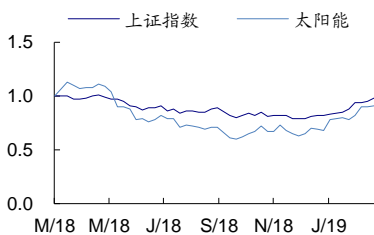


**证券研究报告—动态报告**
**电气设备新能源**
**新能源**
**太阳能(000591)**
**买入**
**2018 年财报点评**

(维持评级)

2019 年 03 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	3,007/2,037
总市值/流通(百万元)	12,239/8,291
上证综指/深圳成指	2,995/9,547
12 个月最高/最低(元)	5.57/2.65

**相关研究报告:**

《太阳能-000591-2018 年三季度点评: 业绩符合预期, 光伏运营商龙头将持续受益限电改善》——2018-11-01  
 《太阳能-000591-2018 年半年报点评: A 股光伏运营龙头业绩符合预期》——2018-08-28  
 《太阳能-000591-限电改善, 平价加速, 运营风起》——2018-08-08  
 《桐君阁-000591-光伏电站央企最纯正运营平台》——2015-06-02

**证券分析师: 方重寅**

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

**联系人: 李恒源**

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# A 股光伏运营商龙头, 持续受益限电改善

**● 2018 年归母净利润 8.62 亿元, 增长 7.98%, 基本符合预期**

2018 年, 公司实现营业收入 50.37 亿 (-3.23%), 实现归母净利润 8.62 亿元 (+7.14%)。其中, 公司发电销售收入 31.09 亿元, 较去年同期增长 21.56%, 占公司总收入的 61.72%, 电站板块收入占公司总收入比重进一步上升。受益于限电改善, 2018 年公司太阳能发电业务增长较快, 组件业务因 531 影响而拖累业绩。

**● 收入结构继续调整, 盈利能力提升显著**

2018 年累计装机达 4.4GW, 公司主要装机区域新疆和甘肃地区, 弃光限电大幅改善, 截止到 2018 年, 新疆(不含兵团)弃光率 15.5%, 同比减少 6.1 pct; 甘肃弃光率 10%, 同比减少 12pct。受益于限电改善及收入结构改善, 公司销售毛利率达 39.11%, 同比增多 4.1ct; 销售净利率 16.98%, 同比增多 1.47pct。公司 2019 年全年预计有 600MW 新建或外购电站并表, 收入结构将进一步向太阳能发电板块倾斜, 随着平价项目大规模建设, 公司现金流将进一步优化。

**● 组件业务风险释放, 轻资产属性明显, 安全边际充分**

受 531 影响, 公司组件本期销售价格下降幅度较大, 导致组件板块毛利率为负。2019 年受益于全球光伏装机高速增长及海外市场对公司高端组件需求, 公司多晶组件产品盈利将得以修复, 且相较于公司光伏发电资产, 组件资产体量较小且逐年递减: 公司组件资产占比由 2015 年的 8.4% 降低至 2018 年的 4.49%, 公司组件资产安全边际较高。

**● 风险提示**

国内光伏政策利空, 分布式、领跑者、光伏扶贫等支持力度普遍下滑; 国内光伏补贴退坡超预期, 弃光限电率居高不下; 国家经济增速下滑带动下用电行业不景气; 公司新增装机、发电小时数不及预期。

**● 投资评级: 维持“买入”的投资评级**

考虑到太阳能是光伏运营商优势企业, 且行业正处于配额下发、限电改善、成本下降三重利好叠加, 而当前公司估值低于相较行业平均水平。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司估值合理区间为 4.18-5.8 元/股, 维持“买入”的评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,037	5,179	5,698	6,183
(+/-%)	-3.2%	2.8%	10.0%	8.5%
净利润(百万元)	862	1243	1460	1703
(+/-%)	7.1%	44.2%	17.4%	16.6%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.41	0.49	0.57
EBIT Margin	33.7%	40.7%	42.6%	43.0%
净资产收益率(ROE)	6.8%	9.7%	11.3%	13.0%
市盈率(PE)	14.2	9.8	8.4	7.2
EV/EBITDA	12.5	7.3	6.5	6.0
市净率(PB)	0.96	0.95	0.95	0.94

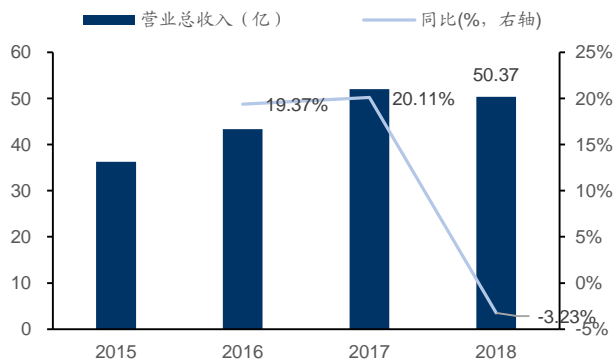
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### A 股光伏运营商龙头，持续受益限电改善

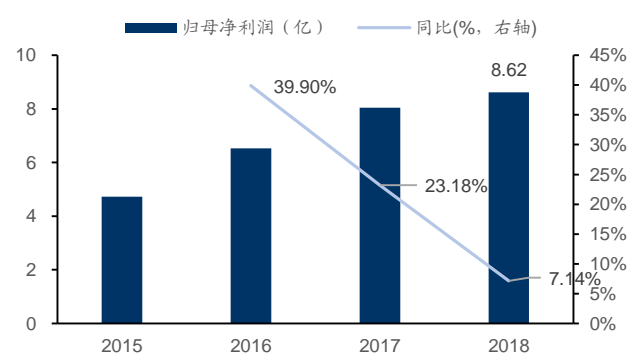
2018 年，公司实现营业收入 50.37 亿 (-3.23%)，实现归母净利润 8.62 亿元 (+7.14%)。其中，公司发电销售收入 31.09 亿元，较去年同期增长 21.56%，占公司总收入的 61.72%，电站板块收入占公司总收入比重进一步上升。公司主要装机区域新疆和甘肃地区弃光限电大幅改善，其中，新疆(不含兵团)弃光率 15.5%，同比减少 6.1 pct；甘肃弃光率 10%，同比减少 12pct，受益于限电改善，公司全年太阳能发电业务增长较快。组件板块实现组件销售 946.92MW，收入 19.04 亿元，因 531 政策产业链价格断崖式出现下降，组件板块 2018 年拖累业绩，我们判断 2019 年随着产业链价格稳定，下游需求回暖，组件业务利润率将回升显著。

图 1：太阳能营收及增速（亿，%）



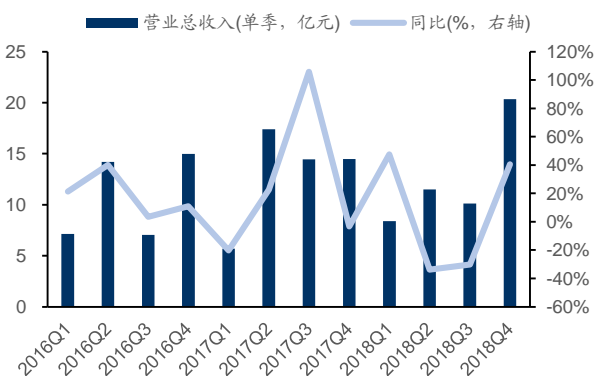
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：太阳能归母净利润及增速（亿，%）



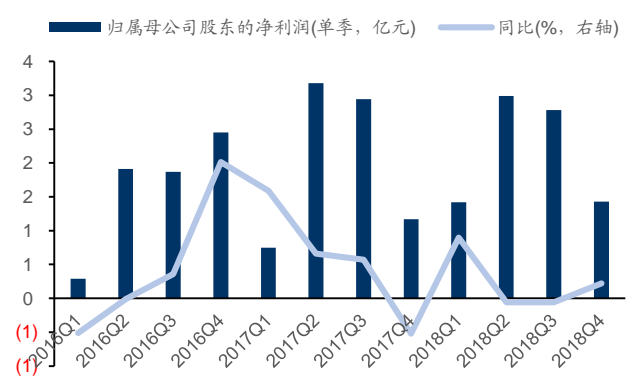
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：太阳能单季营收及增速（亿，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：太阳能单季归母净利润及增速（亿，%）

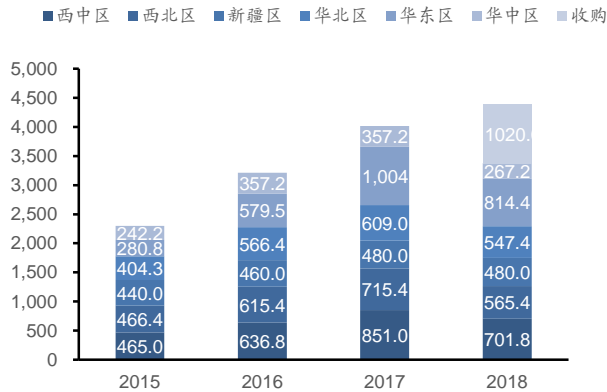


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司为全国光伏运营商龙头，2018 年累计装机 4.4GW。公司 2018 年上网电量 37.87 亿 KWh (+21.56%)，发电含税均价为 0.97 元/KWh，与 2017 年同期平均电价 0.97 元/KWh 持平。截止 2018 年年报，公司装机规模约 4.4GW，并累计锁定 14GW 的优质太阳能光伏发电的项目，同时“531 新政”以后，光伏电站并购市场规模迅速扩大，公司抓住收购机遇，储备了约 2GW 的优质光伏发

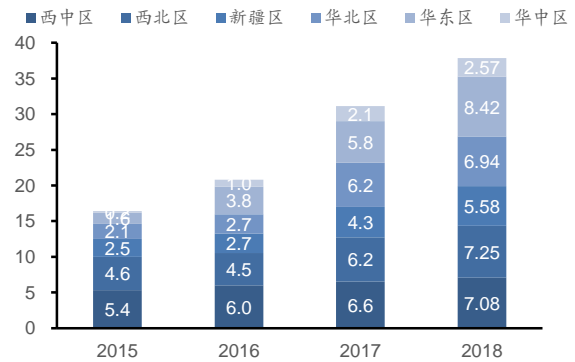
电收购项目，未来随着国内光伏新增补贴逐步退出，公司充足的平价项目优势将日益凸显。

图 5: 2018 年累计装机 4.4GW, 锁定 16GW 储备项目



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2018 年累计上网 37.87 亿 KWh, 同比增长 21.56%



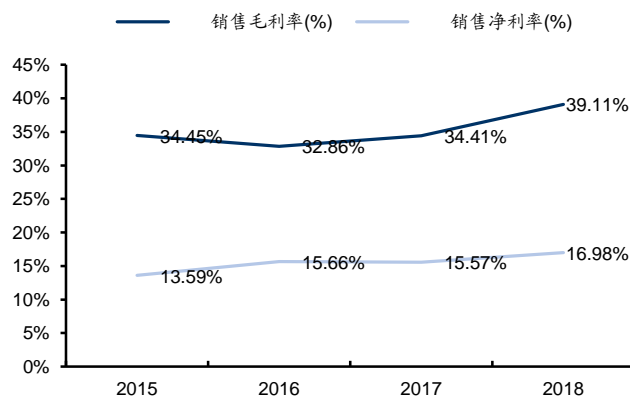
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利能力大幅提升, 补贴拖欠影响公司运营效率

公司 2018 年盈利能力大幅提升。受益于限电改善及收入结构改善, 公司 2018 年销售毛利率达 39.11%, 同比增多 4.1ct; 销售净利率 16.98%, 同比增多 1.47pct。

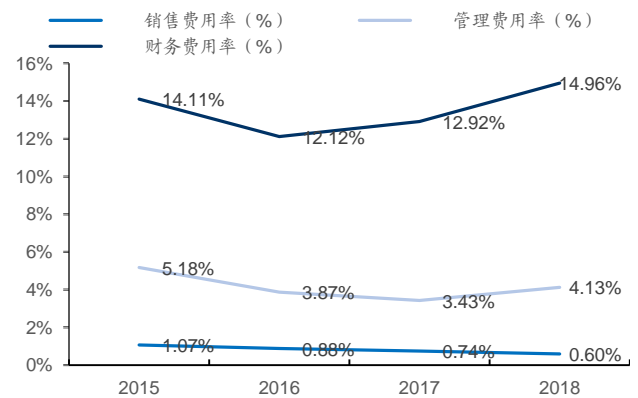
利息支出增加影响公司期间费用。公司 2018 年期间费用率上升 2.61pct 至 19.69%, 其中管理费用率上升 0.7pct 至 4.13%, 销售费用率下降 0.14pct 至 0.6%, 财务费用率上升 2.04pct 至 14.96%。其中, 2018 年公司利息费用 7.64 亿, 同比增长 12.5%, 为期间费用增加的主要原因。

图 7: 公司毛利率和净利润大幅提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

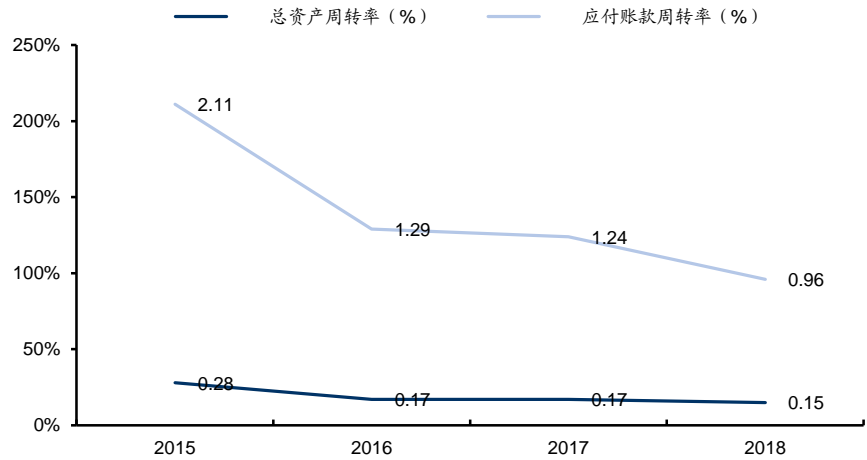
图 8: 公司期间费用率同比下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

补贴拖欠影响公司营运效率。总资产周转率为 0.15, 同比降低 0.02, 应收账款周转率为 0.96, 同比降低 1.24, 而营运能力周转率的降低, 主要来自补贴拖欠导致的应收款项增加。根据我们了解, 第七批可再生能源补贴已在去年 10 月份开始逐步下发, 截止 2018 年年底下发率接近 60%, 随着第七批补贴悉数到位公司应收账款将得以大幅缓解。

图 9: 受补贴拖欠影响, 公司的营收账款周转率下滑



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资评级与建议

太阳能的同业可比公司主要是龙源电力等新能源运营商龙头企业, 根据 **wind 一致预期数据**, 同行业可比公司 2019 市盈率估年值均值为 11.54 倍, 我们预测公司对应的估值 11.2 倍, 低于行业估值中枢水平。根据国信估值模型中 18 年 EPS 预测 0.36 元/股, 公司估值应在 4.18 元/股; 结合 FCFE 绝对估值, 公司估值合理区间为 4.18-5.8 元/股。

表 1: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收 盘 价 (2019/3/28)	EPS			PE			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
2208.HK	金风科技*	11.28	0.76	0.79	0.84	12.78	12.27	11.53	未评级
601016.S H	节能风电*	3.09	0.15	0.18	0.23	0.00	17.22	13.24	未评级
1798.HK	大唐新能 源*	0.95	0.17	0.21	0.23	4.78	3.91	3.51	未评级
601877.S H	正泰电器*	26.02	1.70	2.04	2.43	15.30	12.74	10.70	未评级
	平均					8.21	11.54	9.75	
000591.S Z	太阳能	4.07	0.29	0.36	0.43	14.20	11.2	9.4	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (标\*数据均来自于 wind)

### 投资建议

考虑到太阳能是光伏运营商优势企业, 且行业正处于配额下发、限电改善、成本下降三重利好叠加, 而当前公司估值低于相较行业平均水平。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司估值合理区间为 4.18-5.8 元/股, 维持“买入”的评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1099	1319	1319	1524	营业收入	5037	5179	5698	6183
应收款项	6413	5934	5223	4534	营业成本	3067	2789	2962	3188
存货净额	106	22	22	24	营业税金及附加	64	66	73	79
其他流动资产	563	579	637	691	销售费用	30	31	34	39
<b>流动资产合计</b>	<b>8181</b>	<b>7854</b>	<b>7202</b>	<b>6773</b>	管理费用	177	184	201	221
固定资产	23760	23728	24086	24805	财务费用	753	851	890	877
无形资产及其他	391	376	361	347	投资收益	17	17	17	17
投资性房地产	1888	1888	1888	1888	资产减值及公允价值变动	(78)	30	(20)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	14	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>34219</b>	<b>33846</b>	<b>33537</b>	<b>33813</b>	营业利润	899	1304	1535	1793
短期借款及交易性金融负债	3716	6028	5588	5574	营业外净收支	19	19	19	19
应付款项	2646	576	525	596	<b>利润总额</b>	<b>917</b>	<b>1323</b>	<b>1553</b>	<b>1812</b>
其他流动负债	1069	298	306	334	所得税费用	62	89	105	122
<b>流动负债合计</b>	<b>7431</b>	<b>6901</b>	<b>6419</b>	<b>6504</b>	少数股东损益	(7)	(10)	(11)	(13)
长期借款及应付债券	12487	12487	12487	12487	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>862</b>	<b>1243</b>	<b>1460</b>	<b>1703</b>
其他长期负债	1427	1492	1557	1622	现金流量表				
<b>长期负债合计</b>	<b>13914</b>	<b>13979</b>	<b>14044</b>	<b>14109</b>	<b>净利润</b>	<b>862</b>	<b>1243</b>	<b>1460</b>	<b>1703</b>
<b>负债合计</b>	<b>21345</b>	<b>20880</b>	<b>20463</b>	<b>20613</b>	资产减值准备	(1)	2	0	2
少数股东权益	142	143	144	145	折旧摊销	990	2416	2598	2793
股东权益	12732	12823	12930	13054	公允价值变动损失	78	(30)	20	2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>34219</b>	<b>33846</b>	<b>33537</b>	<b>33813</b>	财务费用	753	851	890	877
关键财务与估值指标					营运资本变动	(586)	(2228)	676	798
每股收益	0.29	0.41	0.49	0.57	其它	2	(1)	1	(0)
每股红利	0.31	0.38	0.45	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>1345</b>	<b>1401</b>	<b>4754</b>	<b>5298</b>
每股净资产	4.23	4.26	4.30	4.34	资本开支	(2159)	(2341)	(2961)	(3501)
ROIC	6%	7%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	10%	11%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2159)</b>	<b>(2341)</b>	<b>(2961)</b>	<b>(3501)</b>
毛利率	39%	46%	48%	48%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	41%	43%	43%	负债净变化	297	0	0	0
EBITDA Margin	53%	87%	88%	88%	支付股利、利息	(943)	(1152)	(1353)	(1578)
收入增长	-3%	3%	10%	9%	其它融资现金流	2363	2312	(440)	(14)
净利润增长率	7%	44%	17%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1069</b>	<b>1160</b>	<b>(1793)</b>	<b>(1592)</b>
资产负债率	63%	62%	61%	61%	<b>现金净变动</b>	<b>255</b>	<b>220</b>	<b>0</b>	<b>205</b>
息率	7.7%	9.4%	11.1%	12.9%	货币资金的期初余额	844	1099	1319	1319
P/E	14.2	9.8	8.4	7.2	货币资金的期末余额	1099	1319	1319	1524
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	(171)	(188)	2576	2567
EV/EBITDA	12.5	7.3	6.5	6.0	权益自由现金流	2489	1330	1306	1735

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032