

## 业绩短期承压, 储能业务快速增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年实现营业收入103.7亿元, 同比增长16.7%; 实现归母净利润8.1亿元, 同比降低21.0%, 经营活动产生的现金流为1.8亿元, 同比降低78.9%。公司预计19Q1归母净利润约为1.5~1.8亿元, 同比下降26%~11%。
- **18年受国内政策影响, 业绩略有下滑, 19年业绩同比增速将逐步回升:** 18年扣非净利润自13年后首次出现下滑, 主要是因为(1)国内光伏市场受政策变化影响, 装机规模下降, 行业盈利水平下降, 公司逆变器业务毛利率下滑; (2)公司18年计提了3.0亿元资产减值损失, 同比增长40.3%, 其中有2.7亿坏账损失。19年Q1由于国内光伏新政未落地, 新增光伏并网量同比下降较大, 公司19年Q1国内业务受到一定影响, 预计19年后随着国内政策落地, 国内需求复苏, 后续逐季业绩将稳步提升。
- **逆变器海外出货量大增:** 2018年, 公司逆变器全球出货量16.7GW, 同比增长1.2%, 销量15.1GW, 同比增长5.7%, 但受单价下降的影响, 实现收入36.8亿元, 同比下降3.3%。2018年, 海外光伏市场快速增长, 国内光伏市场受政策变化影响装机规模下降, 公司出货结构亦发生较大改变, 其中国内出货11.9GW, 同比下跌9.8%, 海外出货量4.8GW, 同比增长45.5%, 为更好地发展海外市场, 公司在印度建设3GW逆变器产能, 已于2018年7月投产。
- **公司储能业务18年迅猛增长, 19年仍是重要的业绩增长点:** 公司拥有全球领先的新能源电源变换技术, 并依托全球一流的锂电池技术, 目前可提供单机功率5~2500kW的储能核心设备。2018年公司通过立足国内市场, 积极拓展海外市场, 储能业务实现营收3.8亿元, 同比增长近5倍。随着储能成本的持续降低, 公司储能业务仍将继续快速增长。
- **研发投入持续加大:** 公司18年研发投入4.8亿元, 同比增长36.9%, 研发投入占营业收入的比例为4.7%, 同比提高0.69个百分点, 研发人员1367人, 同比增长39.1%。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.71元、0.91元、1.11元, 未来三年归母净利润将保持26.1%的复合增长率。公司是光伏逆变器全球龙头, 储能业务快速增长, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏政策或不及预期的影响; 汇率风险; 海外产能经营风险。

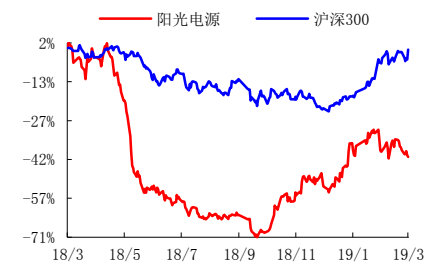
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10368.93	11621.34	13291.29	15324.68
增长率	16.69%	12.08%	14.37%	15.30%
归属母公司净利润(百万元)	809.63	1041.69	1330.77	1621.87
增长率	-20.95%	28.66%	27.75%	21.88%
每股收益EPS(元)	0.55	0.71	0.91	1.11
净资产收益率ROE	10.49%	11.86%	13.45%	14.42%
PE	20	15	12	10
PB	2.08	1.87	1.65	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁  
执业证号: S1250517090002  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn  
联系人: 陈瑶  
电话: 0755-23914886  
邮箱: cyao@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.59
流通A股(亿股)	10.66
52周内股价区间(元)	5.33-19.18
总市值(亿元)	160.33
总资产(亿元)	184.93
每股净资产(元)	5.31

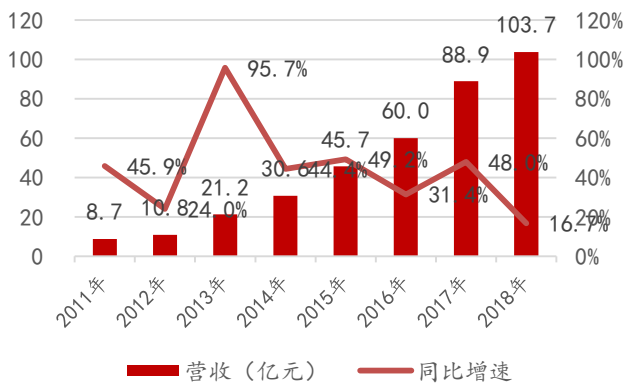
### 相关研究

1. 阳光电源(300274): 逆变器结构升级, 在手电站项目充裕 (2018-08-15)

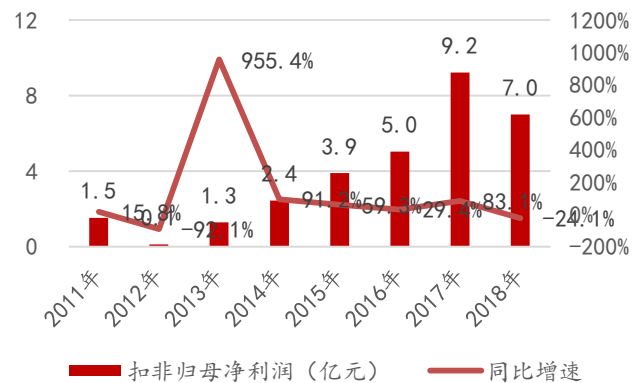
**公司营业收入稳健增长，18 年受国内政策影响，盈利下滑：**公司 2018 年实现营业收入 103.7 亿元，同比增长 16.7%，公司营业收入稳健增长，自 2011 年的 8.7 亿元增长至 2018 年的 103.7 亿元，年化复合增长率达 42.5%。2018 年实现归母净利润 8.1 亿元，同比降低 21.0%，扣非归母净利润 7 亿元，同比下降 24.1%，18 年扣非净利润自 13 年后首次出现下滑，主要是因为（1）国内光伏市场受政策变化影响，装机规模下降，行业盈利水平下降，公司逆变器业务毛利率下滑；（2）公司 18 年计提了 3.0 亿元资产减值损失，同比增长 40.3%，其中有 2.7 亿坏账损失。

**逆变器海外出货量大增：**2018 年，公司逆变器全球出货量 16.7GW，同比增长 1.2%，但受单价下降的影响，实现收入 36.8 亿元，同比下降 3.3%。2018 年，海外光伏市场快速增长，国内光伏市场受政策变化影响装机规模下降，公司出货结构亦发生较大改变，其中国内出货 11.9GW，同比下跌 9.8%，海外出货量 4.8GW，同比增长 45.5%，为更好地发展海外市场，公司在印度建设 3GW 逆变器产能，已于 2018 年 7 月投产。

**公司储能业务 18 年迅猛增长，19 年仍是重要的业绩增长点：**公司拥有全球领先的新能源电源变换技术，并依托全球一流的锂电池技术，目前可提供单机功率 5~2500kW 的储能核心设备。2018 年公司通过立足国内市场，积极拓展海外市场，储能业务实现营收 3.8 亿元，同比增长近 5 倍。随着储能成本的持续降低，公司储能业务仍将继续快速增长。

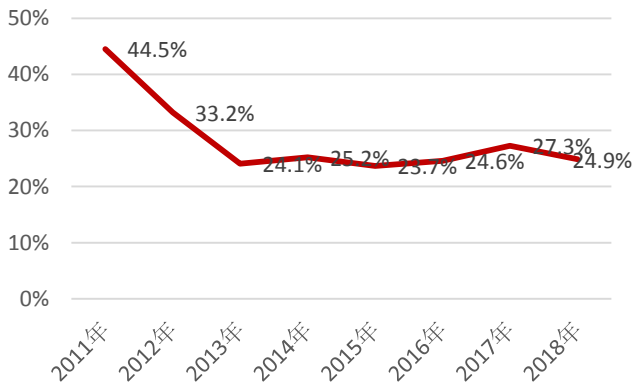
**图 1：公司营收及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

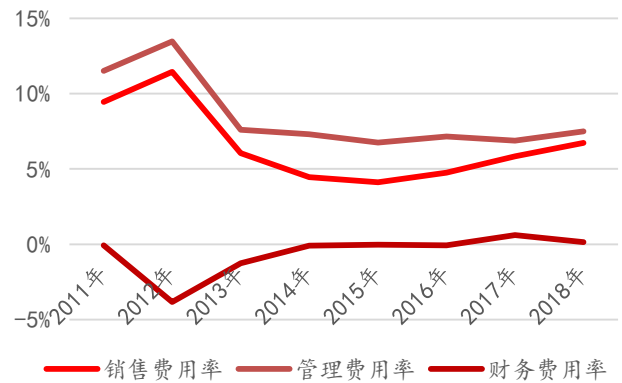
**图 2：公司扣非归母净利润及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

**公司 18 年毛利率略有下滑，财务费用率极低：**公司 18 年整体销售毛利率为 24.9%，同比下降 2.4 个百分点，主要是由于（1）光伏逆变器毛利率同比下滑 6.3 个百分点至 32.4%；（2）毛利率较低的 EPC 业务收入占比由 52% 提升至 56%。但 EPC 业务毛利率创下历史新高达到 19.0%，同比提升 3.2 个百分点，这主要是由于公司系统集成能力提高及 18 年下半年组件价格快下跌后给 EPC 业务留下了充足的盈利空间。公司 2018 年期间费用率上升 1.1 个百分点至 14.4%，其中管理费用率上升 0.7 个百分点至 7.5%，销售费用率上升 0.1 个百分点至 6.7%，财务费用率下降 0.5 个百分点至 0.2%。

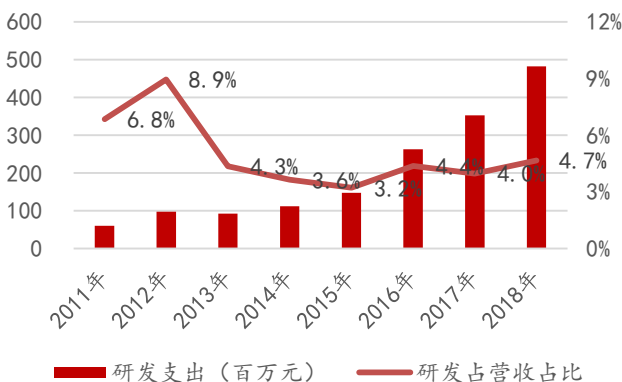
**图 3：公司毛利率自 13 年后稳定在 25%左右**


数据来源：Wind，西南证券整理

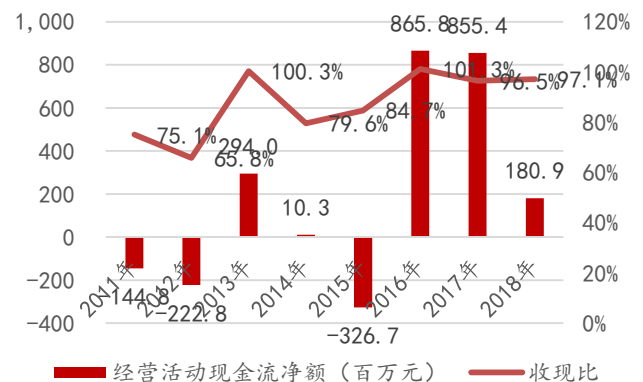
**图 4：公司财务费用率一直处于较低水平**


数据来源：Wind，西南证券整理

**研发投入持续加大，公司收现比维持高位：**公司 18 年研发投入 4.8 亿元，同比增长 36.9%，研发投入占营业收入的比例为 4.7%，同比提高 0.69 个百分点，研发人员 1367 人，同比增长 39.1%。公司 18 年收现比为 97.1%，依然处于较高水平。

**图 5：公司研发支出持续加大**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：公司收现比维持高位**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 关键假设：

**假设 1：**公司电站 EPC 业务在 18 年国内装机下滑的情况下，收入依然实现了 25.7% 的增长，2019~2021 年能源局对国内光伏装机指引是稳中有升，因此假设公司 EPC 业务能稳健增长，但 18 年的高毛利率有很大一部分原因是组件价格跌幅较大所致，假设 19~21 年毛利率稳定在 16% 的水平；

**假设 2：**公司光伏逆变器发货量连续多年保持全球第一，竞争力极强，假设 19~21 年销量增速至少能与全球装机量增速一致，稳定在 20%，但为推进平价，价格降幅为 13%（19 年降幅较大是因为 18 年年初价格较高所致）、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>						
营业收入	6003.7	8886.1	10368.9	11621.3	13291.3	15324.7
yoy	31.4%	48.0%	16.7%	12.1%	14.4%	15.3%
营业成本	4527.4	6464.1	7791.1	8884.3	10061.1	11530.2
毛利率	24.6%	27.3%	24.9%	23.6%	24.3%	24.8%
<b>电站系统集成(不含自制产品)</b>						
收入	3284.9	4667.0	5867.9	6454.7	7100.2	7810.2
yoy	45.2%	42.1%	25.7%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	2714.4	3927.9	4750.7	5421.9	5964.1	6560.5
毛利率	17.4%	15.8%	19.0%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>太阳能光伏逆变器</b>						
收入	2494.0	3682.0	3684.6	3868.8	4449.2	5116.5
yoy	15.0%	47.6%	0.1%	5.0%	15.0%	15.0%
成本	1668.9	2255.6	2490.8	2592.1	2980.9	3428.1
毛利率	33.1%	38.7%	32.4%	33.0%	33.0%	33.0%
<b>光伏电站发电收入</b>						
收入	25.4	248.6	199.4	209.4	219.8	230.8
yoy	0.0%	880.3%	-19.8%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	9.3	78.6	86.5	83.7	87.9	92.3
毛利率	63.4%	68.4%	56.6%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>储能逆变器</b>						
收入	78.6	64.3	383.1	842.8	1264.2	1896.3
yoy	0.0%	-18.2%	495.8%	120.0%	50.0%	50.0%
成本	65.6	45.7	272.0	590.0	821.7	1232.6
毛利率	16.5%	28.9%	29.0%	30.0%	35.0%	35%
<b>其他业务</b>						
收入	120.8	224.2	233.9	245.6	257.9	270.8
yoy	121.3%	27.6%	4.4%	5.0%	5.0%	5.00%
成本	69.2	156.3	191.2	196.5	206.3	216.6
毛利率	42.7%	30.3%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10368.93	11621.34	13291.29	15324.68	净利润	817.29	1027.31	1313.69	1601.06
营业成本	7791.15	8884.28	10061.08	11530.22	折旧与摊销	146.62	870.48	1118.48	1418.48
营业税金及附加	34.52	23.24	29.24	32.69	财务费用	15.92	-34.86	-39.87	-45.97
销售费用	697.84	755.39	863.93	996.10	资产减值损失	300.27	250.00	200.00	200.00
管理费用	295.46	639.17	731.02	842.86	经营营运资本变动	-337.87	-501.85	804.31	-853.58
财务费用	15.92	-34.86	-39.87	-45.97	其他	-761.35	-276.60	-224.68	-218.66
资产减值损失	300.27	250.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	180.88	1334.48	3171.93	2101.34
投资收益	66.33	40.00	20.00	20.00	资本支出	-653.30	-3160.00	-1200.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.17	0.16	0.16	0.16	其他	98.57	825.77	20.16	20.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-554.73	-2334.23	-1179.84	-1479.84
<b>营业利润</b>	912.43	1144.28	1466.05	1788.94	短期借款	412.86	-422.87	0.00	0.00
其他非经营损益	10.21	10.00	10.00	10.00	长期借款	31.61	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	922.64	1154.28	1476.05	1798.94	股权融资	52.29	0.00	0.00	0.00
所得税	105.35	126.97	162.37	197.88	支付股利	0.00	-161.93	-208.34	-266.15
净利润	817.29	1027.31	1313.69	1601.06	其他	117.84	-263.70	39.87	45.97
少数股东损益	7.66	-14.38	-17.08	-20.81	<b>筹资活动现金流净额</b>	614.61	-848.50	-168.46	-220.18
归属母公司股东净利润	809.63	1041.69	1330.77	1621.87	<b>现金流量净额</b>	254.83	-1848.25	1823.63	401.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3176.11	1327.86	3151.48	3552.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7896.05	4293.70	4905.25	5645.85	销售收入增长率	16.69%	12.08%	14.37%	15.30%
存货	2458.91	2790.35	3166.27	3628.43	营业利润增长率	-20.33%	25.41%	28.12%	22.02%
其他流动资产	933.95	1743.20	1993.69	2298.70	净利润增长率	-19.42%	25.70%	27.88%	21.88%
长期股权投资	123.76	123.76	123.76	123.76	EBITDA 增长率	-19.46%	84.18%	28.53%	24.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2506.94	2417.99	2161.05	1904.11	毛利率	24.86%	23.55%	24.30%	24.76%
无形资产和开发支出	88.51	2470.81	2813.11	3155.40	三费率	9.73%	11.70%	11.70%	11.70%
其他非流动资产	1308.42	603.43	599.59	595.75	净利率	7.88%	8.84%	9.88%	10.45%
<b>资产总计</b>	18492.65	15771.10	18914.21	20904.81	ROE	10.49%	11.86%	13.45%	14.42%
短期借款	422.87	0.00	0.00	0.00	ROA	4.42%	6.51%	6.95%	7.66%
应付和预收款项	8136.44	5216.33	7195.28	7777.57	ROIC	14.73%	13.01%	14.48%	17.11%
长期借款	1255.03	1255.03	1255.03	1255.03	EBITDA/销售收入	10.37%	17.04%	19.15%	20.63%
其他负债	883.48	638.63	697.43	770.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	10697.83	7109.99	9147.75	9803.44	总资产周转率	0.60	0.68	0.77	0.77
股本	1451.51	1458.86	1458.86	1458.86	固定资产周转率	4.99	4.91	6.06	7.92
资本公积	3184.12	3176.77	3176.77	3176.77	应收账款周转率	1.83	2.89	7.11	7.14
留存收益	3228.38	4108.15	5230.58	6586.30	存货周转率	3.20	3.38	3.37	3.38
归属母公司股东权益	7705.93	8586.60	9709.03	11064.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.14%	—	—	—
少数股东权益	88.89	74.51	57.43	36.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7794.82	8661.11	9766.46	11101.37	资产负债率	57.85%	45.08%	48.36%	46.90%
负债和股东权益合计	18492.65	15771.10	18914.21	20904.81	带息债务/总负债	15.68%	17.65%	13.72%	12.80%
					流动比率	1.56	1.79	1.72	1.81
					速动比率	1.30	1.30	1.31	1.38
					股利支付率	0.00%	15.54%	15.66%	16.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.55	0.71	0.91	1.11
					每股净资产	5.28	5.89	6.66	7.58
					每股经营现金	0.12	0.91	2.17	1.44
					每股股利	0.00	0.11	0.14	0.18
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1074.96	1979.90	2544.66	3161.45					
PE	19.80	15.39	12.05	9.89					
PB	2.08	1.87	1.65	1.45					
PS	1.55	1.38	1.21	1.05					
EV/EBITDA	12.53	7.76	5.32	4.16					
股息率	0.00%	1.01%	1.30%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn