

# 海外市场表现亮眼，储能业务开始发力

——阳光电源半年报点评

半年报点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

丁亚(联系人)

dingya@xsdzq.cn

证书编号: S0280119060013

## ● 中报业绩略有下滑

公司发布2019年中报:2019年上半年实现营业收入44.62亿元,同比增长14.56%;归母净利润3.33亿元,同比下降13.15%;扣非后归母净利润2.86亿元,同比下降15.53%。二季度实现营业收入22.43亿元,同比增长2.45%,环比增长1.08%;归母净利润1.61亿元,同比下降10.44%,环比下降5.85%;扣非后归母净利润1.39亿元,同比下降11.03%,环比下降6.08%。上半年,电站系统集成业务贡献营收23.84亿元(占比53.43%),逆变器、储能PCS等贡献16.65亿元(占比37.31%),储能系统业务贡献营收1.67亿元(占比3.75%),光伏电站发电贡献营收1.64亿(占比3.67%)

## ● 海外市场表现亮眼

在上半年国内需求同比大幅下滑、海外市场光伏需求蓬勃发展的背景下,公司努力开拓海外市场业务,取得了较好的成绩。2019年上半年海外市场(包括中国港澳台)贡献营业收入15.72亿,占总营收比重35.22%,同比增长174.43%,有效地弥补了中国大陆地区市场的下滑。海外市场的增长主要是由于逆变器海外销售增长及电站集成业务海外取得突破所致。报告期内,公司顺利完成越南平顺永好30MW光伏发电项目、越南西宁60MW光伏电站项目的并网。随着平价上网的到来,海外新兴市场不断涌现,我们认为未来公司海外业务有望保持较高增速。

## ● 储能业务开始发力

公司拥有全球领先的新能源电源变换技术,公司储能技术广泛在全球应用,2019H1储能板块实现营收1.67亿元,同比增长40.25%。根据最新发布的储能产业研究白皮书,2018年公司储能变流器装机规模位居全球第一,目前公司储能产品及系统深度参与的全球重大储能系统集成项目超过800个。

## ● 看好公司逆变器,储能新业务快速发展,维持“推荐评级”

我们看好公司逆变器领域的龙头地位和EPC领域的稳健发展,以及储能新业务带来的新的发展。我们预计公司2019-2021年归属母公司所有者的净利润分别为10.72、13.01、15.42亿元,对应EPS分别为0.73、0.89、1.06元,维持“推荐”评级。

## ● 风险提示:海外市场竞争加剧,储能需求不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,886	10,369	12,292	14,705	17,290
增长率(%)	48.0	16.7	18.5	19.6	17.6
净利润(百万元)	1,024	810	1,072	1,301	1,542
增长率(%)	85.0	-20.9	32.4	21.4	18.5
毛利率(%)	27.3	24.9	24.0	24.7	25.3
净利率(%)	11.5	7.8	8.7	8.8	8.9
ROE(%)	14.4	10.5	12.3	13.1	13.5
EPS(摊薄/元)	0.70	0.56	0.73	0.89	1.06
P/E(倍)	14.3	18.1	13.7	11.3	9.5
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

## 推荐(维持评级)

市场数据 时间 2019.08.14

收盘价(元):	9.9
一年最低/最高(元):	5.17/14.2
总股本(亿股):	14.58
总市值(亿元):	144.36
流通股本(亿股):	10.75
流通市值(亿元):	106.38
近3月换手率:	171.71%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	17.19	-4.78	27.81
绝对	13.43	-4.86	35.93

## 相关报告

《国内市场下滑,海外和储能业务有望拉动增长》2018-10-27

《业绩符合预期,国内市场有所下滑,海外和储能业务快速增长》2018-08-14

《逆变器龙头,依然在快车道》2018-04-24

《一季度业绩大涨,分布式光伏和储能成为亮点》2018-04-10

《业绩快报符合预期,分布式电站系统集成业务成为新增长点》2018-02-27

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>13172</b>	<b>14465</b>	<b>17098</b>	<b>19504</b>	<b>22269</b>	<b>营业收入</b>	<b>8886</b>	<b>10369</b>	<b>12292</b>	<b>14705</b>	<b>17290</b>
现金	2921	3176	3763	3811	4222	营业成本	6464	7791	9344	11075	12916
应收票据及应收账款合计	5935	7233	8377	10297	11660	营业税金及附加	28	35	41	49	58
其他应收款	401	502	569	712	794	营业费用	518	698	637	783	963
预付账款	79	166	124	223	186	管理费用	611	295	350	419	493
存货	<b>2373</b>	<b>2459</b>	<b>3336</b>	<b>3532</b>	<b>4478</b>	研发费用	0	482	572	684	804
其他流动资产	1463	928	928	928	928	财务费用	55	16	18	22	24
<b>非流动资产</b>	<b>3076</b>	<b>4028</b>	<b>4316</b>	<b>4707</b>	<b>5137</b>	资产减值损失	214	300	306	382	460
长期投资	65	124	183	242	301	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1747	2409	2551	2783	3075	其他收益	106	94	98	97	98
无形资产	87	89	96	103	102	投资净收益	42	66	66	66	65
其他非流动资产	1177	1406	1487	1579	1660	<b>营业利润</b>	<b>1145</b>	<b>912</b>	<b>1189</b>	<b>1454</b>	<b>1735</b>
<b>资产总计</b>	<b>16248</b>	<b>18493</b>	<b>21414</b>	<b>24211</b>	<b>27406</b>	营业外收入	21	14	37	32	26
<b>流动负债</b>	<b>7879</b>	<b>9248</b>	<b>11365</b>	<b>13065</b>	<b>14954</b>	营业外支出	4	4	5	4	4
短期借款	10	423	285	673	316	<b>利润总额</b>	<b>1162</b>	<b>923</b>	<b>1221</b>	<b>1483</b>	<b>1757</b>
应付票据及应付账款合计	6464	7055	8812	10195	11854	所得税	147	105	139	169	201
其他流动负债	1405	1771	2268	2197	2784	<b>净利润</b>	<b>1014</b>	<b>817</b>	<b>1082</b>	<b>1313</b>	<b>1557</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1346</b>	<b>1450</b>	<b>1253</b>	<b>1105</b>	<b>941</b>	少数股东损益	-10	8	10	12	15
长期借款	1223	1255	1090	942	779	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1024</b>	<b>810</b>	<b>1072</b>	<b>1301</b>	<b>1542</b>
其他非流动负债	123	195	162	162	162	EBITDA	1290	1082	1365	1646	1944
<b>负债合计</b>	<b>9225</b>	<b>10698</b>	<b>12618</b>	<b>14170</b>	<b>15895</b>	EPS(元)	0.70	0.56	0.73	0.89	1.06
少数股东权益	79	89	99	111	126						
股本	1448	1452	1458	1458	1458						
资本公积	3135	3184	3184	3184	3184						
留存收益	2535	3228	4217	5389	6784						
归属母公司股东权益	6944	7706	8697	9929	11386						
<b>负债和股东权益</b>	<b>16248</b>	<b>18493</b>	<b>21414</b>	<b>24211</b>	<b>27406</b>						

  

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>855</b>	<b>181</b>	<b>1456</b>	<b>407</b>	<b>1622</b>
净利润	1014	817	1082	1313	1557
折旧摊销	134	147	187	215	249
财务费用	55	16	18	22	24
投资损失	-42	-66	-66	-66	-65
营运资金变动	-470	-1029	236	-1077	-142
其他经营现金流	164	297	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-170</b>	<b>-555</b>	<b>-410</b>	<b>-539</b>	<b>-614</b>
资本支出	356	840	229	331	372
长期投资	17	214	-59	-59	-59
其他投资现金流	204	499	-240	-267	-300
<b>筹资活动现金流</b>	<b>544</b>	<b>615</b>	<b>-460</b>	<b>-162</b>	<b>-254</b>
短期借款	-189	413	-138	46	-15
长期借款	902	32	-165	-148	-164
普通股增加	34	3	7	0	0
资本公积增加	183	49	0	0	0
其他筹资现金流	-386	118	-164	-60	-75
<b>现金净增加额</b>	<b>1224</b>	<b>255</b>	<b>587</b>	<b>-294</b>	<b>754</b>

  

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	48.0	16.7	18.5	19.6	17.6
营业利润(%)	86.7	-20.3	30.3	22.3	19.3
归属于母公司净利润(%)	85.0	-20.9	32.4	21.4	18.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.3	24.9	24.0	24.7	25.3
净利率(%)	11.5	7.8	8.7	8.8	8.9
ROE(%)	14.4	10.5	12.3	13.1	13.5
ROIC(%)	21.4	14.6	18.4	17.9	19.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.8	57.8	58.9	58.5	58.0
净负债比率(%)	-22.4	-13.4	-22.7	-17.6	-23.2
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.2	1.2	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.56	0.73	0.89	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.35	1.00	0.28	1.11
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.28	5.96	6.81	7.80
<b>估值比率</b>					
P/E	14.3	18.1	13.7	11.3	9.5
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.2	12.7	9.4	7.9	6.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>