

海外业务快速发展，国内静待旺季开启
买入（维持）

2019年10月27日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,369	12,073	14,114	16,902
同比 (%)	16.7%	16.4%	16.9%	19.8%
归母净利润 (百万元)	810	902	1175	1496
同比 (%)	-20.9%	11.4%	30.3%	27.3%
每股收益 (元/股)	0.56	0.62	0.81	1.03
P/E (倍)	17.80	16.05	12.32	9.67

投资要点

- Q3 业绩基本持平，符合预期：**公司发布 2019 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 71.84 亿元，同比增长 27.27%；实现归属母公司净利润 5.54 亿元，同比下降 8.69%。对应 EPS 为 0.38 元。其中 2019Q3，实现营业收入 27.22 亿元，同比增长 55.59%，环比增长 21.31%；实现归属母公司净利润 2.22 亿元，同比下降 1.07%，环比增长 37.42%。2019Q3 对应 EPS 为 0.15 元。
- 国内需求影响业绩，海外业务快速发展：**19 年国内光伏市场需求被延后，根据中电联统计 1-9 月份国内光伏并网 16.12GW，同比下滑 53%。公司国内逆变器销售及电站开发业务受到影响，海外业务发迅速，测算 Q3：1) 逆变器 4-5GW，贡献收入 8-10 亿；其中国内 2-3GW，主要受国内市场影响；海外 3-4GW，增长较快。预计 Q3 逆变器盈利 1.0-1.2 亿元。2) 电站开发 300-400MW，贡献收入 12-14 亿，利润 0.8-1.0 亿元。电站运营贡献 0.2-0.4 亿元。3) 储能业务，Q3 增长较快，预计贡献收入 3-4 亿元。综合毛利率 22.32%，同比、环比下降了 9.14、6.96 个百分点。综合净利率 8.15%，同比、环比下降了 4.67、上升了 0.96 个百分点。
- 静待国内旺季开启：**19 年由于指标发放较晚，实际装机节奏类似 13、14 年（由于指标发放较晚，需求释放较晚，Q4 装机占全年比重分别达到 72%、80%），根据光伏们的统计，目前国内项目开工量 21GW，考虑到部分建设项目可能会延迟到 20 年上半年并网，预计 Q4 国内装机量有望达到 15GW 以上。公司国内逆变器销售及电站开发将迎来业绩释放。
- 费用率下降，预收大幅增长：**公司 2019Q3 期间费用同比增长 21.81% 至 4.28 亿元，期间费用率下降 4.36 个百分点至 15.73%。其中，管理费用率下降 4.31 个百分点。2019Q3 经营活动现金流量净流出 1.40 亿元，同比下降 153.47%；销售商品取得现金 34.62 亿元，同比增长 67.05%。期末预收款项 8.25 亿元，较年初增长 33.58%。期末应收账款 65.38 亿元，较年初增长 3.56%。期末存货 32.43 亿元，较年初增长 31.90%。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 9.02、11.75、14.96 亿元，同比分别增长 11.4%、30.3%、27.3%，EPS 分别为 0.62、0.81、1.03 元。维持买入评级。
- 风险提示：**需求不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.93
一年最低/最高价	5.55/14.11
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	10669.88

基础数据

每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	54.32
总股本(百万股)	1457.88
流通 A 股(百万股)	1074.51

相关研究

- 《阳光电源 (300274)：海外快速突破，国内旺季将至》 2019-08-15
- 《阳光电源 (300274) 年报点评：18 年业绩符合预期，储能业务快速放量》 2019-04-01
- 《阳光电源 (300274)：业绩符合预期，淡季表现不易》 2018-10-29

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14465.0	16351.3	18871.5	21792.4	营业收入	10368.9	12073.3	14113.8	16901.7
现金	3176.1	3000.0	3000.0	3058.7	减:营业成本	7791.1	9283.5	10808.4	12902.7
应收账款	7729.8	9261.7	10827.0	12965.7	营业税金及附加	34.5	36.2	42.3	50.7
存货	2458.9	2797.8	3257.3	3888.5	营业费用	697.8	784.8	846.8	980.3
其他流动资产	1100.2	1291.8	1787.2	1879.5	管理费用	302.4	823.9	920.3	1101.6
非流动资产	4027.6	4944.1	5559.3	6153.2	财务费用	15.9	19.0	38.1	62.5
长期股权投资	123.8	182.2	240.6	299.0	资产减值损失				
固定资产	2506.9	3367.9	3927.7	4466.1	加:投资净收益	66.3	70.0	70.0	70.0
在建工程					其他收益	-681.0	-197.0	-197.0	-197.0
无形资产	88.5	85.6	82.6	79.7	营业利润	912.4	998.9	1330.8	1676.9
其他非流动资产	1308.4	1308.4	1308.4	1308.4	加:营业外净收支	10.2	30.0	10.0	30.0
资产总计	18492.7	21295.4	24430.8	27945.6	利润总额	922.6	1028.9	1340.8	1706.9
流动负债	9248.1	11329.1	13531.5	15365.4	减:所得税费用	105.3	113.2	147.5	187.8
短期借款	722.3	720.6	1280.5	1155.6	少数股东损益	7.7	13.7	17.9	22.8
应付账款	7054.7	8774.8	10068.1	11665.5	归属母公司净利润	809.6	902.0	1175.4	1496.3
其他流动负债	1471.0	1833.7	2182.9	2544.3	EBIT	1550.0	1147.8	1498.9	1869.4
非流动负债	1449.7	1474.7	1499.7	2024.7	EBITDA	1693.9	1304.3	1697.0	2114.2
长期借款	1255.0	1255.0	1255.0	1255.0					
其他非流动负债	194.7	219.7	244.7	769.7	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	10697.8	12803.8	15031.3	17390.1	每股收益(元)	0.56	0.62	0.81	1.03
少数股东权益	88.9	100.2	114.8	133.5	每股净资产(元)	5.31	5.76	6.37	7.15
归属母公司股东权益	7705.9	8391.4	9284.7	10421.9	发行在外股份(百万股)	1451.5	1457.9	1457.9	1457.9
负债和股东权益	18492.7	21295.4	24430.8	27945.6	ROIC(%)	15.5%	10.3%	12.2%	13.5%
					ROE(%)	10.5%	10.7%	12.7%	14.4%
					毛利率(%)	24.5%	22.8%	23.1%	23.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.8%	7.5%	8.3%	8.9%
经营活动现金流	180.9	1035.0	735.5	1081.5	资产负债率(%)	57.8%	60.1%	61.5%	62.2%
投资活动现金流	-554.7	-992.9	-1013.4	-1038.8	收入增长率(%)	16.7%	16.4%	16.9%	19.8%
筹资活动现金流	614.6	-218.2	277.9	16.0	净利润增长率(%)	-20.9%	11.4%	30.3%	27.3%
现金净增加额	254.8	-176.1	0.0	58.7	P/E	17.80	16.05	12.32	9.67
折旧和摊销	144.0	156.5	198.1	244.9	P/B	2.07	1.90	1.72	1.53
资本开支	-568.5	-934.5	-954.9	-980.3	EV/EBITDA	15.73	22.05	18.26	15.77
营运资本变动	-478.5	-234.7	-852.7	-878.4					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

