



分析师: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870520010001

基本数据 (截至 2020 年 04 月 17 日)

报告日股价 (元)	11.90
12mth A 股价格区间 (元)	9.23-18.09
总股本 (百万股)	901.36
无限售 A 股/总股本	77.31%
流通市值 (百万元)	8291.87
每股净资产 (元)	9.15

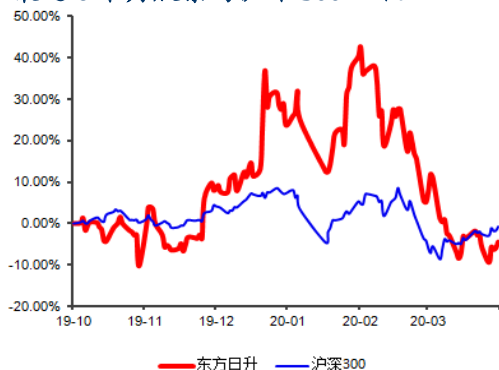
主要股东 (2019A)

林海峰	29.19%
-----	--------

收入结构 (2019A)

太阳能电池组件	79.77%
EVA 胶膜	8.25%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

组件出货高增长, 积极布局新技术 ——2019 年年报点评

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报。2019年, 公司实现营业收入144.04亿元, 同比增长47.70%; 归母净利润9.74亿元, 同比增长319.01%, 扣非后净利润8.23亿元, 同比增长195.30%。经营性现金流净额达26.09亿元, 同比大幅增长1879%。

■ 事项点评

组件出货高速增长, 海外市场拓展顺利

2019 年公司太阳能组件实现销量 6.28GW, 同比增长 87.46%; 销售收入 111.59 亿元, 同比增长 60.91%; 业务毛利率 18.23%, 同比提升 4.97 个百分点。2019 年公司组件单价 1.78 元/W, 同比下滑 14%, 单位毛利 0.32 元/W, 同比提升近 18%。公司现有组件产能 11.1GW, 金坛二期已于 19 年年中投产, 义乌二期及 2.5GW 异质结项目正在有序推进。随着光伏产品性价比的提升, 海外装机需求持续爆发。组件主要出口国家和地区的市场集中度下降, 形成了传统市场和新兴市场结合的多元化格局。2019 年公司海外业务收入 88.93 亿元, 同比增长 94.83%, 其中乌兰、印度等国组件销量不断突破, 分别达 995MW 和 800MW。

EVA 量利齐升, 光伏电站稳定贡献

2019 年, 公司 EVA 等封装胶膜出货量达 1.65 亿平米, 同比提升 23%, 业务收入 11.88 亿元, 同比增长 31%。业务毛利率 23.06%, 同比提升 4.45 个百分点。公司 EVA 膜单位收入 7.2 元/平米, 单位毛利 1.66 元/平米, 同比提升 32%。斯威克近几年研发的高可靠、高增益白色 EVA 封装胶膜, 增加了组件的发电效率, 研发生产的聚烯烃 PO 胶膜最早搭配 N 型双面电池通过 PID 测试。

2019 年公司光伏电站电费收入 7.51 亿元, 同比增长 58.63%, 电站 EPC 业务收入 5.09 亿元, 同比下滑 46.87%。截至 2019 年底, 公司持有运营的已并网光伏发电项目超 800MW, 另有 700MW 处于建设过程中, EPC 规模 405MW。

研发投入高增长, 积极布局创新技术工艺

2019 年公司加大新产品、新技术研发力度, 相关人员材料等投入增加。公司当年研发费用支出达 7.67 亿元, 同比大幅增长 320%, 研发费用率达 5.33%, 同比提升 1.93 个百分点。公司积极布局异质结与大硅片组件技术路线, 成功制备出了高效异质结电池组件产品, 全球首发了 9BB 半片的异质结电池组件, 在提升异质结组件功率、发电量

和可靠性的同时，大幅度减低异质结电池的制造成本，并于2019年底全球首发210mm 超大硅片组件，将PERC电池组件的功率首次提升到最高达500W以上。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2020年、2021年和2022年公司营业收入分别为178.26亿元、240.06亿元和278.34亿元，增速分别为23.75%、34.67%和15.95%；归属于母公司股东净利润分别为9.76亿元、12.33亿元和15.06亿元，增速分别为0.23%、26.35%和22.12%；全面摊薄每股EPS分别为1.08元、1.37元和1.67元，对应PE为10.99倍、8.70倍和7.12倍。未来六个月内，我们首次给予公司“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

全球光伏装机需求不及预期，国际贸易形势变化，产品跌价超预期，技术进步、成本下降不及预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14404.25	17825.52	24006.21	27834.25
增长率(%)	7.67%	23.75%	34.67%	15.95%
归属母公司股东净利润	973.65	975.85	1233.02	1505.76
增长率(%)	319.01%	0.23%	26.35%	22.12%
每股收益(元)	1.08	1.08	1.37	1.67
市盈率(X)	11.01	10.99	8.70	7.12

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2020 年 04 月 17 日收盘价)

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4218	3565	4801	5567
应收和预付款项	4863	5262	7561	8691
存货	1676	2205	3012	2994
其他流动资产	372	1252	1252	1252
长期股权投资	374	392	410	428
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	11055	12664	13244	13558
无形资产和开发支出	920	920	920	920
其他非流动资产	779	747	716	716
资产总计	25609	28069	32979	35188
短期借款	3094	7589	4946	10387
应付和预收款项	9228	6620	14367	9670
长期借款	977	1187	0	252
其他负债	2520	2520	2520	2520
负债合计	16241	17915	21833	22829
股本	901	901	901	901
资本公积	4841	4841	4841	4841
留存收益	2507	3287	4273	5477
归属母公司股东权益	8248	9029	10015	11219
少数股东权益	1120	1125	1132	1140
股东权益合计	9368	10154	11147	12359
负债和股东权益合计	25609	28069	32979	35188

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	2609	-2795	6639	-3427
投资活动产生现金流量	-952	-1852	-1013	-852
融资活动产生现金流量	-1096	4213	-4390	5045
现金流量净额	562	-434	1236	766

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14404	17826	24006	27834
营业成本	11391	14459	19440	22380
营业税金及附加	71	88	119	138
营业费用	655	784	1056	1224
管理费用	465	1488	2029	2352
财务费用	131	197	179	192
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
投资收益	-4	18	18	18
其他收益	334	268	196	155
营业利润	1136	1100	1404	1727
营业外收支净额	-7	12	12	12
利润总额	1129	1112	1416	1739
所得税	151	131	177	225
净利润	978	981	1240	1514
少数股东损益	4	5	7	8
归属母公司股东净利润	974	976	1233	1506

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	20.92%	18.88%	19.02%	19.59%
EBIT/销售收入	7.58%	7.90%	7.20%	7.49%
销售净利率	5.53%	5.50%	5.16%	5.44%
ROE	15.67%	10.81%	12.31%	13.42%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.86	0.83	0.84	0.90
速动比率	0.63	0.60	0.62	0.69
总资产周转率	0.60	0.66	0.75	0.82
应收账款周转率	4.45	5.21	4.13	4.42
存货周转率	6.80	6.56	6.45	7.48

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。