

2020年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

业绩稳步增长，经营性现金流大幅改善
买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 13,003 | 15,470 | 17,694 | 20,508 |
| 同比（%） | 25.4% | 19.0% | 14.4% | 15.9% |
| 归母净利润（百万元） | 893 | 1127 | 1364 | 1636 |
| 同比（%） | 10.2% | 26.3% | 21.0% | 20.0% |
| 每股收益（元/股） | 0.61 | 0.77 | 0.94 | 1.12 |
| P/E（倍） | 15.80 | 12.51 | 10.34 | 8.62 |

投资要点

- **2019年实现业绩8.93亿元，同比增长10.24%**：公司发布2019年年报，报告期内实现营业收入130.03亿元，同比增长25.41%；实现利润总额10.32亿元，同比增长11.82%；实现归属母公司净利润8.93亿元，同比增长10.24%，对应EPS为0.61元。其中2019Q4，实现营业收入58.19亿元，同比增长23.18%，环比增长113.83%；实现归属母公司净利润3.38亿元，同比增长67.03%，环比增长52.46%。Q4对应EPS为0.23元。2019年毛利率为23.81%，同比下降1.05pct，Q4毛利率21.33%，同比上升2.60pct，环比下降0.99pct；2019年归母净利率为6.86%，同比下降0.94pct，Q4归母净利率5.81%，同比上升1.53pct，环比下降2.34pct。收入和利润增长总体符合预期。
- **2019年综合毛利率下降1.05个百分点**：2019年公司综合毛利率为23.8%，同比下降1.05个百分点，其中逆变器毛利率同比上升1.3个百分点，而EPC业务同比下降3.15个百分点。我们分析认为，逆变器毛利率上升主要是由于海外销售占比提升，EPC业务毛利率下降主要是由于19年国内光伏市场装机下滑，竞争加剧所致。2019年公司净利率同比下降0.94个百分点至6.86%。
- **2019年逆变器海外出货超预期，带动毛利率增长**：2019年逆变器业务收入实现39.4亿元，同比增长6.97%，其中国内出货量8.1GW，同比下跌31.9%，国外出货量9GW，同比增长87.5%，海外出货量首次超过国内出货量，公司逆变器出海迈出了坚实的一步。2019年国内市场装机30GW，同比下滑31.8%，而海外市场装机85GW，同比增长近50%，因此2019年公司逆变器出货的增长主要靠海外市场拉动，受海外业务占比提升的影响，公司的逆变器毛利率同比提升1.3个百分点至33.8%。2020年1~2月份阳光电源逆变器业务持续高速增长，1~2月出口金额为0.35亿美元，同比增长97.7%，预计2020年虽然海外疫情影响海外光伏装机，但公司凭借市占率提升，海外出货量还将稳步增长。
- **2019年市占率稳居第二，仍有较大提升空间**：根据Wood Mackenzie统计数据显示，2019年全球逆变器的出货量为126.7GW，同比增长18%。前五大公司依次是：华为、阳光电源、SMA、Power Electronics、Fimer，阳光电源已连续七年稳居行业第二的位置。但公司因为国内市场及集中式逆变器占比较大，因此以收入计算的全球市占率为8%，比以销量计算的全球市占率低5个百分点，后续随着公司海外业务及组串式逆变器占比的提升，公司的市占率还有较大提升空间。
- **电站业务带动营收稳步增长**：2019年公司电站系统集成业务实现营收79.4亿元，同比增长35.3%，贡献了2019年营业收入的主要增量，对应约1.5GW装机规模，2020年随着组件价格下降推动电站收益率提升，预计公司EPC规模将升至2GW左右。截至2019年底，公司累计开发建设光伏、风力电站超9GW，国内光伏、风电业务在全国23个省市区遍地开花，在安徽、广东地区开发建设规模均超过1GW，成为系统集成技术隐形冠军。
- **现金流表现亮眼，2019年经营活动现金流量净流入24.80亿元，同比增长1271.29%**：2019年公司销售商品取得现金141.69亿元，同比增长40.67%，收现比同比提升12个百分点至109.0%，拉动公司经营性现金净额同比增长1271.3%至24.8亿元。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司20-22年业绩为：11.27、13.64、16.36亿元，同比+26.3%、+21.0%、+20.0%，对应EPS为0.77/0.94/1.12。目标价15.4元，对应20年20倍PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 9.68 |
| 一年最低/最高价 | 8.32/14.27 |
| 市净率(倍) | 1.64 |
| 流通A股市值(百万元) | 10402.39 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 5.90 |
| 资产负债率(%) | 61.63 |
| 总股本(百万股) | 1456.81 |
| 流通A股(百万股) | 1074.63 |

相关研究

- 1、《阳光电源（300274）：业绩符合预期，出口快速增长》2020-01-22
- 2、《阳光电源（300274）三季报点评：海外业务快速发展，国内静待旺季开启》2019-10-28
- 3、《阳光电源（300274）：海外快速突破，国内旺季将至》2019-08-15

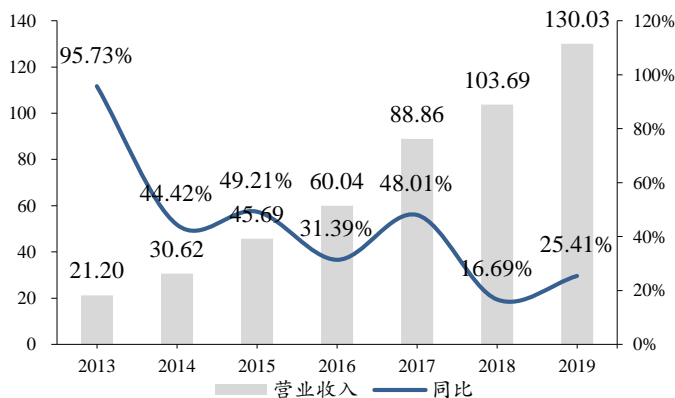
2019 年实现业绩 8.93 亿元，同比增长 10.24%：公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 130.03 亿元，同比增长 25.41%；实现利润总额 10.32 亿元，同比增长 11.82%；实现归属母公司净利润 8.93 亿元，同比增长 10.24%，对应 EPS 为 0.61 元。其中 2019Q4，实现营业收入 58.19 亿元，同比增长 23.18%，环比增长 113.83%；实现归属母公司净利润 3.38 亿元，同比增长 67.03%，环比增长 52.46%。Q4 对应 EPS 为 0.23 元。2019 年毛利率为 23.81%，同比下降 1.05pct，Q4 毛利率 21.33%，同比上升 2.60pct，环比下降 0.99pct；2019 年归母净利率为 6.86%，同比下降 0.94pct，Q4 归母净利率 5.81%，同比上升 1.53pct，环比下降 2.34pct。收入和利润增长总体符合预期。

表 1：2019 年收入 130.03 亿元，同比增长 25.41%；盈利 8.93 亿元，同比增长 10.24%

| 阳光电源 | 2019 | 2018 | 同比 | 2019Q4 | 2018Q4 | 同比 | 2019Q3 | 环比 |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 130.03 | 103.69 | 25.4% | 58.19 | 47.24 | 23.2% | 27.22 | 113.8% |
| 毛利率 | 23.8% | 24.9% | -1.0pct | 21.3% | 18.7% | 2.6pct | 22.3% | -1.0pct |
| 营业利润 | 10.48 | 9.12 | 14.8% | 4.14 | 2.42 | 71.4% | 2.45 | 69.0% |
| 利润总额 | 10.32 | 9.23 | 11.8% | 4.06 | 2.50 | 62.5% | 2.48 | 63.5% |
| 归属母公司净利润 | 8.93 | 8.10 | 10.2% | 3.38 | 2.02 | 67.0% | 2.22 | 52.5% |
| 扣非归母净利润 | 9.05 | 7.00 | 29.4% | 4.41 | 1.71 | 158.0% | 1.78 | 148.6% |
| 归母净利率 | 6.9% | 7.8% | -0.9pct | 5.8% | 4.3% | 1.5pct | 8.1% | -2.3pct |
| 股本 | 14.57 | 14.52 | - | 14.57 | 14.52 | - | 14.57 | - |
| EPS | 0.61 | 0.56 | 9.8% | 0.23 | 0.14 | 66.4% | 0.15 | 52.5% |

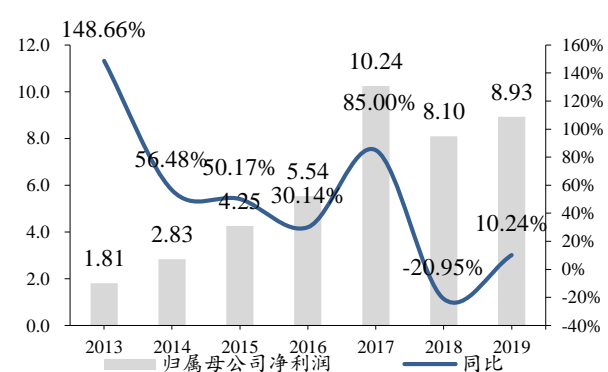
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2019 年收入 130.03 亿元，同比+25.41%



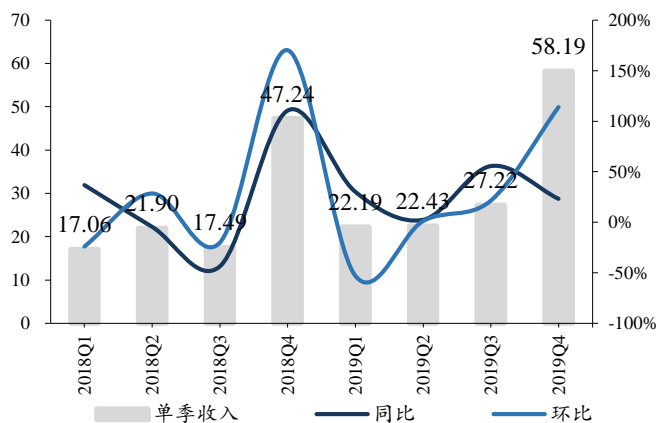
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2019 年归母净利润 8.93 亿元，同比+10.24%



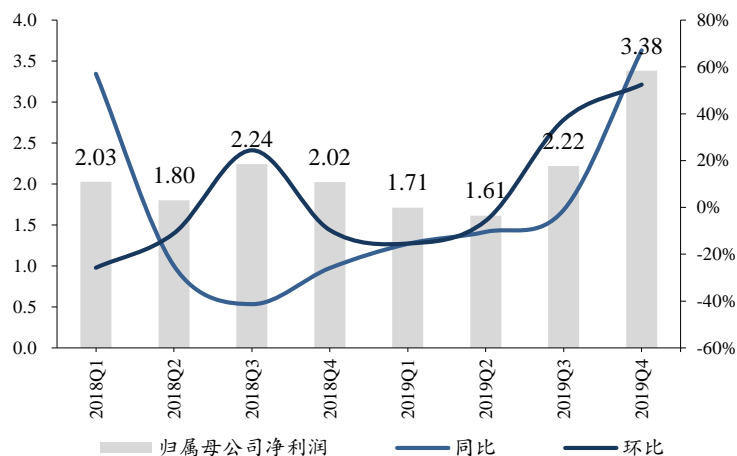
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3： Q4 收入 58.19 亿元，同比+23.18%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

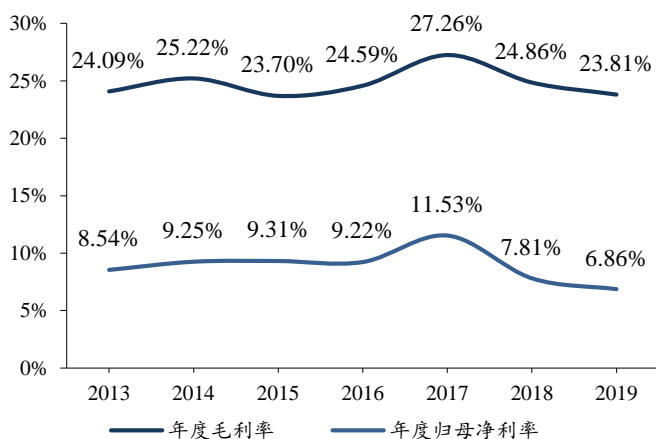
图 4： Q4 归母净利润 3.38 亿元，同比+67.03%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

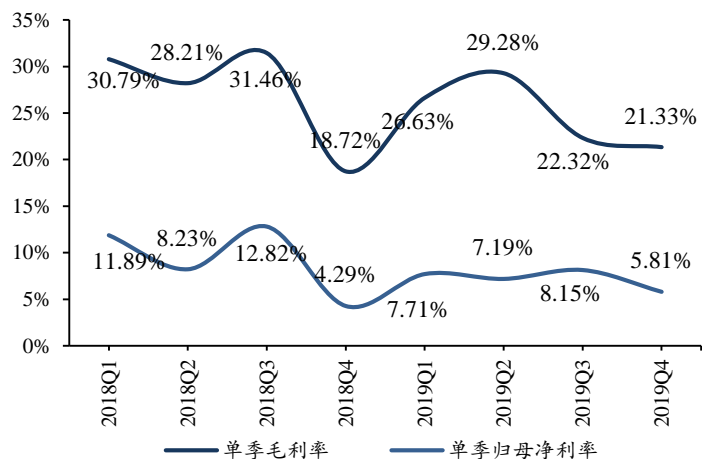
2019 年综合毛利率下降 1.05 个百分点：2019 年公司综合毛利率为 23.8%，同比下降 1.05 个百分点，其中逆变器毛利率同比上升 1.3 个百分点，而 EPC 业务同比下降 3.15 个百分点。我们分析认为，逆变器毛利率上升主要是由于海外销售占比提升，EPC 业务毛利率下降主要是由于 19 年国内光伏市场装机下滑，竞争加剧所致。2019 年公司净利率同比下降 0.94 个百分点至 6.86%。

图 5： 2019 年毛利率、净利率同比-1.05、-0.94pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6： Q4 毛利率、净利率同比+2.6、+1.53pct



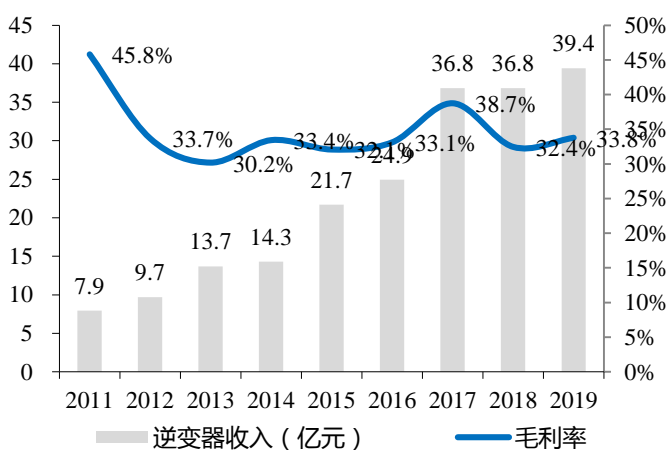
数据来源：WIND，东吴证券研究所

2019 年逆变器海外出货超预期，带动毛利率增长：2019 年逆变器业务收入实现 39.4 亿元，同比增长 6.97%，其中国内出货量 8.1GW，同比下跌 31.9%，国外出货量 9GW，同比增长 87.5%，海外出货量首次超过国内出货量，公司逆变器出海迈出了坚实的一步。

2019 年国内市场装机 30GW，同比下滑 31.8%，而海外市场装机 85GW，同比增长近 50%，因此 2019 年公司逆变器出货的增长主要靠海外市场拉动，受海外业务占比提升的影响，公司的逆变器毛利率同比提升 1.3 个百分点至 33.8%。2020 年 1~2 月份阳光电源逆变器业务持续高速增长，1~2 月出口金额为 0.35 亿美元，同比增长 97.7%，预计 2020 年虽然海外疫情影响海外光伏装机，但公司凭借市占率提升，海外出货量还将稳步增长。

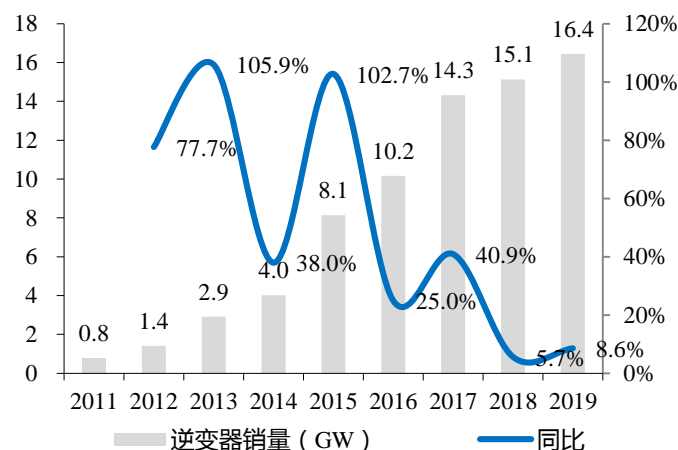
逆变器海外销售网点布局完善：目前公司已在全球建设了 20 多个分公司，50 多个售后服务网点，海外市场发展更趋均衡，各大区市场齐发力：2019 年美洲发货超 3GW，荣升当地最大“集中+组串”逆变器供应商，巴西、智利市占率均为第一，在美洲，继美国、加拿大、墨西哥、巴西等建立分公司、成立服务中心后，又在智利设立分公司，为智利、阿根廷最大光伏项目提供 1500V 解决方案。

图 7：2019 年逆变器收入 39.4 亿元，毛利率 33.8%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

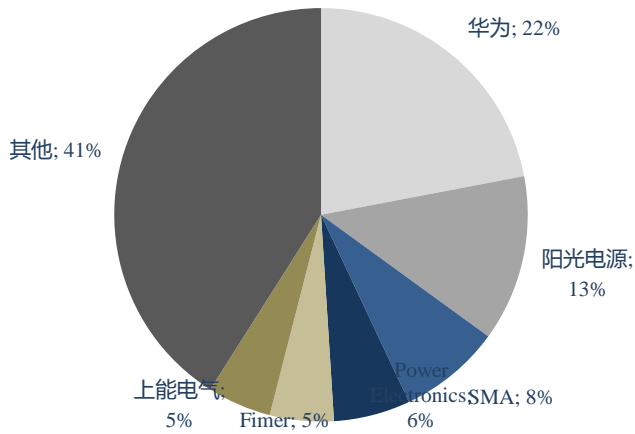
图 8：2019 年逆变器销量 16.4GW，同比+8.6%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

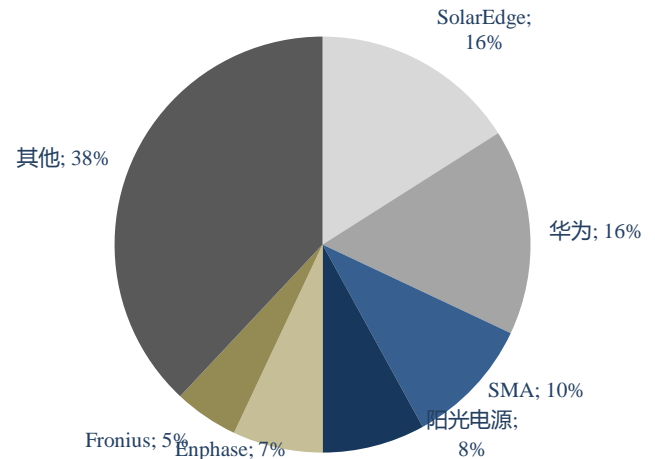
2019 年市占率稳居第二，仍有较大提升空间：根据 Wood Mackenzie 统计数据显示，2019 年全球逆变器的出货量为 126.7GW，同比增长 18%。前五大公司依次是：华为、阳光电源、SMA、Power Electronics、Fimer，阳光电源已连续七年稳居行业第二的位置。但公司因为国内市场及集中式逆变器占比较大，因此以收入计算的全球市占率为 8%，比以销量计算的全球市占率低 5 个百分点，后续随着公司海外业务及组串式逆变器占比的提升，公司的市占率还有较大提升空间。

图 9：逆变器按销量全球市占率



数据来源：Wood Mackenzi, 东吴证券研究所

图 10：逆变器按收入全球市占率



数据来源：Wood Mackenzi, 东吴证券研究所

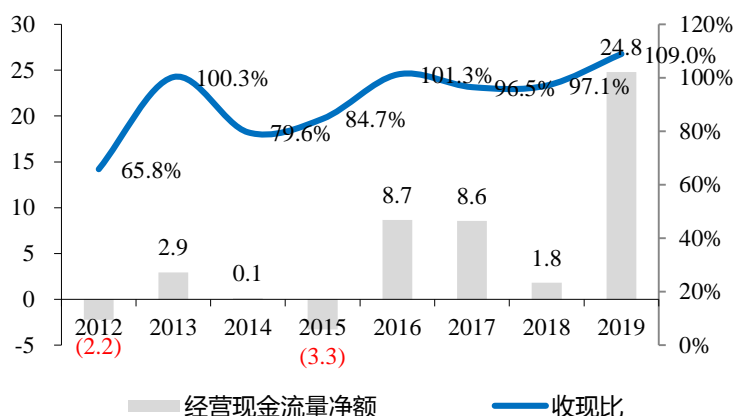
电站业务带动营收稳步增长：2019 年公司电站系统集成业务实现营收 79.4 亿元，同比增长 35.3%，贡献了 2019 年营业收入的主要增量，对应约 1.5GW 装机规模，2020 年随着组件价格下降推动电站收益率提升，预计公司 EPC 规模将升至 2GW 左右。截至 2019 年底，公司累计开发建设光伏、风力电站超 9GW，国内光伏、风电业务在全国 23 个省市区域遍地开花，在安徽、广东地区开发建设规模均超过 1GW，成为系统集成技术隐形冠军。

现金流表现亮眼,2019 年经营活动现金流量净流入 24.80 亿元,同比增长 1271.29%：2019 年公司销售商品取得现金 141.69 亿元，同比增长 40.67%，收现比同比提升 12 个百分点至 109.0%，拉动公司经营性现金净额同比增长 1271.3%至 24.8 亿元。

预收款大幅增长：期末预收款项 15.62 亿元，同比大幅增长 153.2%，其中预收货款及预收电站项目工程款均有大幅增长，说明公司 20 年电站及逆变器在手订单均同比增长较多，奠定了 20 年业绩增长的坚实基础。

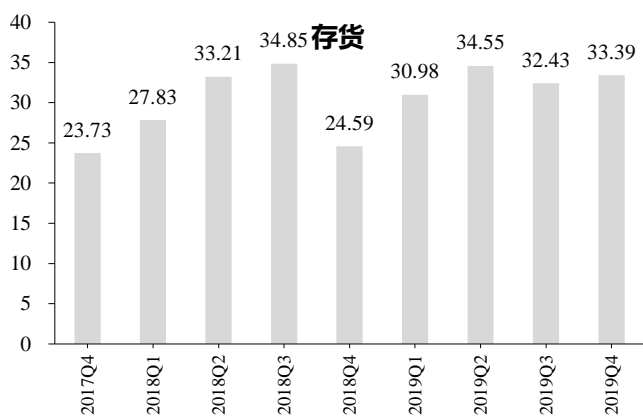
经营效率提升，周转天数下降：期末应收账款 66.72 亿元，较期初增长 3.59 亿元，应收账款周转天数下降 17.44 天至 179.75 天。期末存货 33.39 亿元，较期初上升 8.8 亿元；存货周转天数下降 6.27 天至 105.35 天，应收周转天数及存货周转天数均同比有所下降，公司经营效率稳步提升。

图 11: 19 年现金净流入 24.8 亿元, 收现比 109%



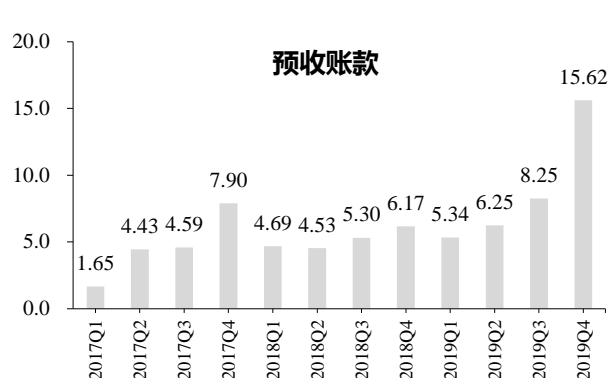
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 期末存货 33.39 亿元, 较期初+8.8 亿元



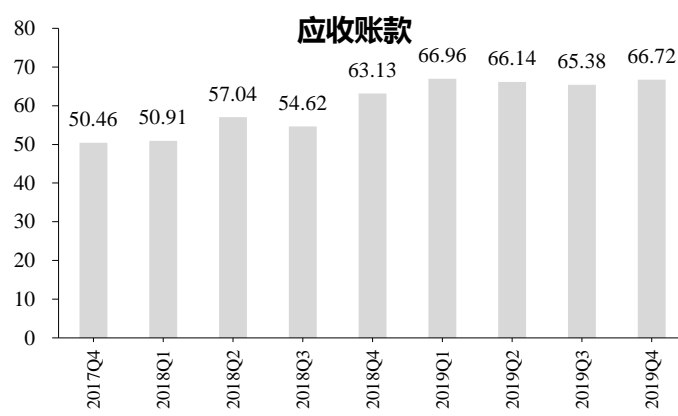
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 期末预收款项 15.62 亿元, 同比+153.02%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

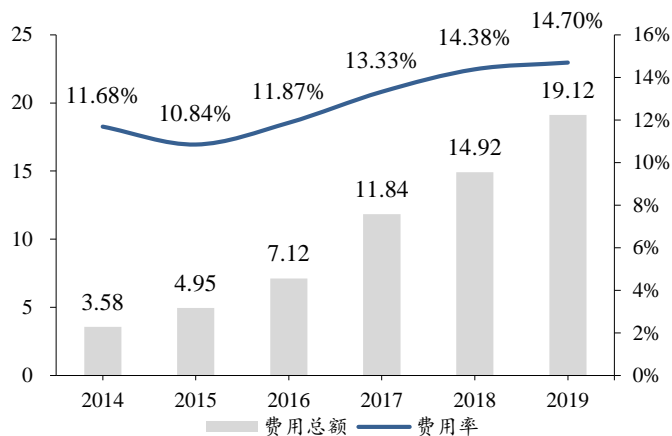
图 14: 期末应收账款 66.72 亿元, 较期初+3.59 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

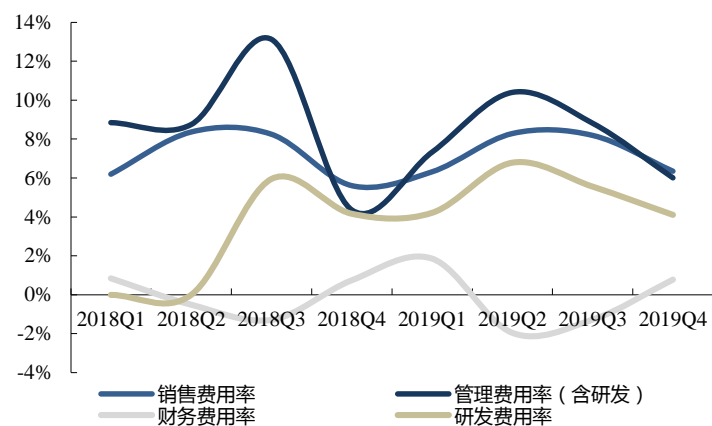
公司 2019 年费用同比增长 28.16% 至 19.12 亿元, 期间费用率上升 0.32 个百分点至 14.70%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 31.61%、上升 26.67%、上升 31.84%、下降 50.26% 至 9.18 亿元、9.85 亿元、6.36 亿元、0.08 亿元; 费用率分别上升 0.33、上升 0.08、上升 0.24、下降 0.09 个百分点至 7.06%、7.58%、4.89%、0.06%。19 年 Q4 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 +39.58%/+69.86%/+21.52%/+28.88%, 费用率分别为 6.35%/6.01%/4.11%/0.78%。

图 15: 2019 年期间费用 19.12 亿元, 同比+28.16%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: Q4 期间费用率 13.13%, 同比+2.43pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 20-22 年业绩为: 11.27、13.64、16.36 亿元, 同比+26.3%、+21.0%、+20.0%, 对应 EPS 为 0.77/0.94/1.12。目标价 15.4 元, 对应 20 年 20 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

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) | | | | |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 18429.3 | 19962.2 | 22726.0 | 25098.6 | 营业收入 | 13003.3 | 15470.3 | 17694.2 | 20507.9 |
| 现金 | 4457.0 | 4710.1 | 5727.2 | 5647.1 | 减:营业成本 | 9906.8 | 11932.2 | 13619.5 | 15733.8 |
| 应收账款 | 7924.2 | 8476.9 | 9695.5 | 11237.2 | 营业税金及附加 | 46.5 | 46.4 | 53.1 | 61.5 |
| 存货 | 3339.4 | 3759.5 | 4104.5 | 4741.7 | 营业费用 | 918.4 | 1082.9 | 1238.6 | 1435.5 |
| 其他流动资产 | 2708.8 | 3015.8 | 3198.8 | 3472.7 | 管理费用 | 358.2 | 1163.9 | 1330.7 | 1541.7 |
| 非流动资产 | 4389.8 | 5122.3 | 5683.6 | 6230.7 | 财务费用 | 7.9 | -31.0 | -51.9 | -46.3 |
| 长期股权投资 | 170.3 | 216.9 | 263.5 | 310.1 | 资产减值损失 | | | | |
| 固定资产 | 2958.4 | 3647.8 | 4166.2 | 4670.3 | 加:投资净收益 | 22.5 | 30.0 | 34.5 | 39.7 |
| 在建工程 | | | | | 其他收益 | -740.0 | -50.0 | 6.7 | 15.1 |
| 无形资产 | 108.1 | 104.5 | 100.9 | 97.3 | 营业利润 | 1047.8 | 1255.9 | 1545.4 | 1836.4 |
| 其他非流动资产 | 1153.0 | 1153.0 | 1153.0 | 1153.0 | 加:营业外净收支 | -16.1 | 30.0 | 10.0 | 30.0 |
| 资产总计 | 22819.1 | 25084.5 | 28409.6 | 31329.3 | 利润总额 | 1031.7 | 1285.9 | 1555.4 | 1866.4 |
| 流动负债 | 12192.9 | 13562.5 | 15809.2 | 16940.0 | 减:所得税费用 | 120.2 | 141.4 | 171.1 | 205.3 |
| 短期借款 | 516.0 | 120.0 | 452.8 | 362.9 | 少数股东损益 | 19.0 | 17.2 | 20.8 | 24.9 |
| 应付账款 | 9338.1 | 10788.0 | 12313.6 | 12931.9 | 归属母公司净利润 | 892.6 | 1127.2 | 1363.6 | 1636.2 |
| 其他流动负债 | 2338.8 | 2654.5 | 3042.9 | 3645.2 | EBIT | 1828.7 | 1294.9 | 1509.0 | 1800.4 |
| 非流动负债 | 1871.4 | 1896.4 | 1921.4 | 2446.4 | EBITDA | 2048.5 | 1470.3 | 1717.4 | 2046.4 |
| 长期借款 | 1596.0 | 1596.0 | 1596.0 | 1596.0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 275.4 | 300.4 | 325.4 | 850.4 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 14064.3 | 15458.9 | 17730.7 | 19386.4 | 每股收益(元) | 0.61 | 0.77 | 0.94 | 1.12 |
| 少数股东权益 | 160.6 | 174.7 | 191.7 | 212.1 | 每股净资产(元) | 5.90 | 6.49 | 7.20 | 8.05 |
| 归属母公司股东权益 | 8594.2 | 9450.9 | 10487.2 | 11730.7 | 发行在外股份(百万股) | 1457.1 | 1456.8 | 1456.8 | 1456.8 |
| 负债和股东权益 | 22819.1 | 25084.5 | 28409.6 | 31329.3 | ROIC(%) | 16.8% | 12.9% | 16.0% | 16.5% |
| | | | | | ROE(%) | 10.4% | 11.9% | 13.0% | 13.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 23.8% | 22.9% | 23.0% | 23.3% |
| 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 销售净利率(%) | 6.9% | 7.3% | 7.7% | 8.0% |
| 经营活动现金流 | 2480.4 | 1723.3 | 1831.2 | 745.5 | 资产负债率(%) | 61.6% | 61.6% | 62.4% | 61.9% |
| 投资活动现金流 | -1604.5 | -803.6 | -819.6 | -843.1 | 收入增长率(%) | 25.4% | 19.0% | 14.4% | 15.9% |
| 筹资活动现金流 | -20.2 | -666.6 | 5.5 | 17.5 | 净利润增长率(%) | 10.2% | 26.3% | 21.0% | 20.0% |
| 现金净增加额 | 864.4 | 253.1 | 1017.1 | -80.1 | P/E | 15.80 | 12.51 | 10.34 | 8.62 |
| 折旧和摊销 | 219.8 | 175.4 | 208.3 | 246.0 | P/B | 1.64 | 1.49 | 1.34 | 1.20 |
| 资本开支 | -561.9 | -757.0 | -773.1 | -796.5 | EV/EBITDA | 13.75 | 20.11 | 18.54 | 16.37 |
| 营运资本变动 | 2012.4 | 306.6 | 192.3 | -1207.1 | | | | | |

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>