阳光电源（300274.SZ）

业绩基本符合预期，静候 EPC 项目放量

积极布局海外市场，收入高速增长，业绩基本符合预期。在全球光伏多点开花高速增长的大背景下，公司积极开拓海外市场，报告期内，公司实现销售收入 71.84 亿元，同比增长 27.27%，公司前三季度实现归母净利润 5.54 亿元，同比下滑 8.69%。公司第三季度实现收入 27.22 亿元，同比增长 55.59%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 1.07%。公司三季度净利率为 8.57%，环比提升 1.25pct。公司业绩基本符合预期。

三季度海外订单捷报频传，后续业绩有望持续增长。三季度以来，公司陆续获得海外大单，9 月，公司获得与西班牙太阳能光伏电站开发商 Solarpack 签署了 400MW 1500V 整体解决方案供货协议。本次订单的签署再一次证明了公司逆变器的海外竞争实力。10 月，公司在美国成功签约马萨诸塞州 15MW/32MWh 储能项目，未来将成为当地光储样板工程。公司在海外市场稳扎稳打，后续业绩有望持续增长。

静候四季度国内装机旺季，国内光伏 EPC 龙头业绩有望加速释放。今年国内装机需求以竞价项目为主，根据 7 月 10 日公布的《国家能源局综合司关于公布 2019 年光伏发电项目国家补贴竞价结果的通知》，2019 年国内光伏竞价项目为 22.79GW，其中有 21.92GW 为新建项目。考虑到这部分项目均需要在 12 月 31 日之前并网才能获得竞标时的电价，四季度将会是国内装机高峰。在 2019 年国内竞价项目中，阳光电源中标的项目规模为 1.570GW，仅次于国电投，规模超出市场预期。从历史来看，公司四季度是确认收入的高峰，随着四季度国内项目的启动，公司 EPC 板块有望高速增长。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年实现营业收入 126.53/139.45/151.86 亿元，实现归母净利润 9.82/11.75/14.02 亿元。同比增速预计为 21.3%/19.6%/19.3%，对应 PE 14.7/12.3/10.3 倍。

风险提示：EPC 装机不及预期；电网侧储能推进速度较慢，储能出货量不及预期；预测偏差和估值风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,886	10,369	12,653	13,945	15,186
增长率 yoy（%）	48.0	16.7	22.0	10.2	8.9
归母净利润（百万元）	1,024	810	982	1,175	1,402
增长率 yoy（%）	85.0	-20.9	21.3	19.6	19.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.70	0.56	0.67	0.81	0.96
净资产收益率（%）	14.4	10.5	11.3	11.9	12.6
P/E（倍）	14.1	17.9	14.7	12.3	10.3
P/B（倍）	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

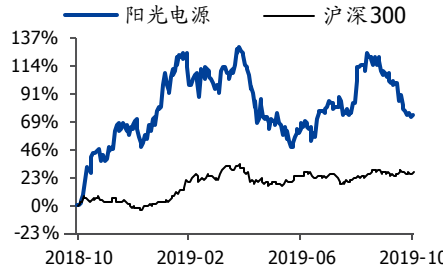
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	电源设备
前次评级	增持
最新收盘价	9.93
总市值(百万元)	14,476.78
总股本(百万股)	1,457.88
其中自由流通股(%)	73.70
30 日日均成交量(百万股)	11.54

股价走势



作者

分析师 王磊
执业证书编号：S0680518030001
邮箱：wanglei1@gszq.com

相关研究

1、《阳光电源（300274.SZ）：下半年竞价项目启动有望助力公司业绩增长》2019-08-15
2、《阳光电源（300274.SZ）：逆变器龙头“向阳而生”》2019-07-09

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,172	14,465	19,785	22,127	26,563
现金	2,921	3,176	6,180	6,476	9,783
应收账款	5,046	6,313	7,366	9,040	8,826
其他应收款	392	0	506	567	648
预付账款	79	166	45	209	129
存货	2,373	2,459	2,978	3,540	3,574
其他流动资产	2,361	2,351	2,711	2,295	3,603
非流动资产	3,076	4,028	4,589	4,901	5,274
长期投资	65	124	183	242	301
固定投资	1,747	2,409	2,941	3,436	3,804
无形资产	87	89	96	103	102
其他非流动资产	1,177	1,406	1,369	1,121	1,067
资产总计	16,248	18,493	24,374	27,028	31,837
流动负债	7,879	9,248	14,380	16,148	19,844
短期借款	10	423	423	4,203	423
应付账款	2,985	3,957	4,939	5,815	5,923
其他流动负债	4,884	4,868	9,018	6,130	13,499
非流动负债	1,346	1,450	1,301	1,086	885
长期借款	1,223	1,255	1,106	891	690
其他非流动负债	123	195	195	195	195
负债合计	9,225	10,698	15,681	17,234	20,729
少数股东权益	79	89	86	81	78
股本	1,448	1,452	1,458	1,458	1,458
资本公积	3,135	3,184	3,184	3,184	3,184
留存收益	2,535	3,228	4,123	5,167	6,420
归属母公司股东收益	6,944	7,706	8,608	9,714	11,029
负债和股东权益	16,248	18,493	24,374	27,028	31,837

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	855	181	3,973	-2,622	8,017
净利润	1,014	817	979	1,170	1,399
折旧摊销	134	147	201	253	302
财务费用	55	16	-6	77	43
投资损失	-42	-66	-40	-50	-52
营运资金变动	-470	-1,029	2,838	-4,073	6,325
其他经营现金流	164	297	-0	-0	-0
投资活动净现金流	-170	-555	-723	-516	-622
资本支出	356	840	502	254	313
长期投资	17	214	-60	-59	-59
其他投资现金流	204	499	-280	-321	-368
筹资活动净现金流	544	615	-247	-345	-307
短期借款	-189	413	0	0	0
长期借款	902	32	-149	-215	-201
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	-105	-131	-106
现金净增加额	1,224	255	3,003	-3,484	7,087

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,886	10,369	12,653	13,945	15,186
营业成本	6,464	7,791	9,786	10,754	11,738
营业税金及附加	28	35	50	54	54
营业费用	518	698	785	767	805
管理费用	611	295	759	767	759
财务费用	55	16	-6	77	43
资产减值损失	214	300	214	243	252
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	66	40	50	52
营业利润	1,145	912	1,106	1,333	1,587
营业外收入	21	14	37	32	26
营业外支出	4	4	5	4	4
利润总额	1,162	923	1,138	1,361	1,609
所得税	147	105	159	192	210
净利润	1,014	817	979	1,170	1,399
少数股东收益	-10	8	-3	-5	-3
归属母公司净利润	1,024	810	982	1,175	1,402
EBITDA	1,335	1,130	1,349	1,706	1,978
EPS（元/股）	0.70	0.56	0.67	0.81	0.96

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	48.0	16.7	22.0	10.2	8.9
营业利润（%）	86.7	-20.3	21.2	20.5	19.1
归属母公司净利润（%）	85.0	-20.9	21.3	19.6	19.3
盈利能力					
毛利率（%）	27.3	24.9	22.7	22.9	22.7
净利率（%）	11.5	7.8	7.8	8.4	9.2
ROE（%）	14.4	10.5	11.3	11.9	12.6
ROIC（%）	12.6	8.9	9.3	8.2	11.6
偿债能力					
资产负债率（%）	56.8	57.8	64.3	63.8	65.1
净负债比率（%）	-24.0	-15.4	-50.3	-11.1	-75.2
流动比率	1.7	1.6	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.60	0.59	0.54	0.52
应收账款周转率	2.0	1.8	1.9	1.7	1.7
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	0.70	0.56	0.67	0.81	0.96
每股经营现金流（最新摊薄）	0.90	0.35	2.72	-1.80	5.50
每股净资产（最新摊薄）	4.76	5.28	5.90	6.66	7.56
估值指标（倍）					
P/E	14.1	17.9	14.7	12.3	10.3
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.7	12.0	7.7	8.0	3.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com