阳光电源（300274）2019 年三季报点评

出口持续加速，静待国内市场启动

强推（维持）

目标价：14.88 元

当前价：9.93 元

事项：

- 10 月 25 日公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 71.84 亿元，同比增长 27.27%；实现归母净利润 5.54 亿元，同比下滑 8.69%，对应 EPS 为 0.38 元/股；扣非后归母净利润 4.64 亿元，同比下滑 12.22%。

评论：

- **三季度盈利 2.22 亿元，同比下滑 1.07%。**三季度公司实现营业收入 27.21 亿元，同比增长 55.59%，环比增长 21.36%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 1.07%，环比增长 37.89%；扣非后归母净利润 1.78 亿元，同比下滑 6.3%，环比增加 28.99%。公司业绩下滑预计主要和国内光伏市场启动晚于预期，逆变器国内销量大幅下滑有关。
- **海外拓展见效，国内需求逐步回暖。**报告期内，公司海外销售收入同比增长超 20%，预计主要系逆变器出口加速，海外市占率提升所致，我们预计这一趋势仍将持续。而国内需求自 9 月份起已开始明显恢复增长，预计随着 12 月底第一期并网截止日期到来，国内将陆续进入开工旺季，公司逆变器国内销售有望放量，需求迎来回升，盈利有望修复。
- **在手电站储备资源丰富，开发进度加速。**今年以来公司申报光伏竞价项目 1.67GW，平价项目 1GW，年内累计新增可开发光伏项目容量达 2.67GW。截至三季报公司预收款金额 8.25 亿元，相较于年初增长 33.58%，预计主要系公司新增开工项目增加，收到客户预付工程款增加所致。公司在手风场储备资源高达 2GW，随着国内风电项目退补，公司风场并网预计也将呈现加速。预计年内公司将实现 2GW 以上项目并网量。公司项目属于自有储备资源，随着光伏系统成本的下降，公司项目盈利能力有望迎来提升。
- **储能加速增长，有望增厚公司盈利能力。**依托于公司积累的丰富的逆变器经验，公司积极拓展储能逆变器及储能系统。2014 年携手三星成立储能合资子公司，目前已能够批量提供 5-2500kW 储能逆变器、锂电池及能量管理系统。公司储能系统目前已被广泛应用于美国、德国、日本、英国、澳大利亚、加拿大、印度等市场，累计提供的系统数量超 720 套，积累了丰富的开发经验。上半年公司储能实现营业收入 1.67 亿元，同比增长 40.25%；而预计下半年这一趋势有望加速，全年有望实现 10 亿元以上营收。而未来这一高增长趋势仍有望延续，增厚公司盈利能力。
- **下调公司盈利预测，维持“强推”评级。**国内市场启动晚于预期，且产业链价格有所下滑，影响公司国内逆变器业务盈利能力，我们下调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年有望实现归母净利润 10.26 亿/13.51 亿/17.17 亿（原值 11.72 亿/14.60 亿/18.37 亿），对应 EPS 分别为 0.7 元/0.93 元/1.18 元。基于公司历史估值中枢水平，我们给予公司 2020 年 16 倍估值，调整目标价至 14.88 元，维持“强推”评级。
- **风险提示。**国内装机量不及预期，价格下跌超预期，出口不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	10,369	12,733	15,168	18,242
同比增速(%)	16.7%	22.8%	19.1%	20.3%
净利润(百万)	810	1,026	1,351	1,717
同比增速(%)	-20.9%	26.7%	31.7%	27.0%
每股盈利(元)	0.56	0.70	0.93	1.18
市盈率(倍)	18	14	11	8
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：胡毅

电话：0755-82027731
邮箱：huyi@hcyjs.com
执业编号：S0360517060005

联系人：杨达伟

电话：021-20572572
邮箱：yangdawei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	145,788
已上市流通股(万股)	107,451
总市值(亿元)	144.77
流通市值(亿元)	106.7
资产负债率(%)	56.6
每股净资产(元)	5.5
12 个月内最高/最低价	14.11/5.55

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《阳光电源（300274）2018 年报及 2019 年一季报预告点评：逆变器加速出海，储能业务迎来爆发》 2019-04-04

《阳光电源（300274）深度研究报告：国内需求逐季向好，光伏逆变器龙头拐点将近》 2019-07-17

《阳光电源（300274）2019 年中报点评：出口市场打开，逆变器龙头有望迎来“双击”》 2019-08-16

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,176	4,178	4,608	5,281
应收票据	920	1,130	1,346	1,619
应收账款	6,313	7,033	8,378	10,076
预付账款	166	209	248	297
存货	2,459	3,093	3,663	4,393
其他流动资产	1,431	1,757	2,092	2,516
流动资产合计	14,465	17,400	20,335	24,182
其他长期投资	1,093	1,162	1,233	1,323
长期股权投资	124	124	124	124
固定资产	2,409	2,951	3,446	3,899
在建工程	98	148	198	248
无形资产	89	80	72	65
其他非流动资产	215	210	208	206
非流动资产合计	4,028	4,675	5,281	5,865
资产合计	**18,493**	**22,075**	**25,616**	**30,047**
短期借款	423	836	1,136	1,486
应付票据	3,098	3,897	4,614	5,534
应付账款	3,957	4,978	5,894	7,070
预收款项	617	758	903	1,086
其他应付款	252	252	252	252
一年内到期的非流动负债	299	299	299	299
其他流动负债	602	768	933	1,115
流动负债合计	9,248	11,788	14,031	16,842
长期借款	1,255.00	1,287.00	1,337.00	1,397.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	195	169	169	169
非流动负债合计	1,450	1,456	1,506	1,566
负债合计	**10,698**	**13,244**	**15,537**	**18,408**
归属母公司所有者权益	7,706	8,732	9,967	11,511
少数股东权益	89	99	112	128
所有者权益合计	**7,795**	**8,831**	**10,079**	**11,639**
负债和股东权益	**18,493**	**22,075**	**25,616**	**30,047**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**195**	**1,347**	**939**	**1,199**
现金收益	1,462	1,284	1,660	2,073
存货影响	-86	-634	-569	-730
经营性应收影响	-1,686	-1,403	-2,029	-2,453
经营性应付影响	441	1,960	1,779	2,279
其他影响	64	140	99	31
投资活动现金流	**-555**	**-750**	**-740**	**-730**
资本支出	-797	-754	-743	-732
股权投资	46	0	0	0
其他长期资产变化	196	4	3	2
融资活动现金流	**615**	**405**	**231**	**204**
借款增加	744	444	350	410
财务费用	-194	-210	-175	-222
股东融资	37	65	100	67
其他长期负债变化	28	106	-44	-51

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**10,369**	**12,733**	**15,168**	**18,242**
营业成本	7,791	9,801	11,605	13,920
税金及附加	35	42	50	61
销售费用	698	879	1,031	1,240
管理费用	295	363	432	520
财务费用	16	76	90	103
资产减值损失	300	430	429	433
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	66	50	50	50
其他收益	94	20	20	20
营业利润	**1,395**	**1,213**	**1,601**	**2,036**
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	**1,405**	**1,223**	**1,611**	**2,046**
所得税	105	187	247	313
净利润	**1,300**	**1,036**	**1,364**	**1,733**
少数股东损益	490	10	13	16
归属母公司净利润	**810**	**1,026**	**1,351**	**1,717**
NOPLAT	1,314	1,100	1,440	1,820
EPS(摊薄)（元）	0.56	0.70	0.93	1.18

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	16.7%	22.8%	19.1%	20.3%
EBIT 增长率	16.8%	-8.6%	30.9%	26.4%
归母净利润增长率	-20.9%	26.7%	31.7%	27.0%
获利能力				
毛利率	24.9%	23.0%	23.5%	23.7%
净利率	12.5%	8.1%	9.0%	9.5%
ROE	16.6%	11.6%	13.4%	14.8%
ROIC	15.4%	12.1%	13.8%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	57.8%	60.0%	60.7%	61.3%
债务权益比	27.9%	29.3%	29.2%	28.8%
流动比率	156.4%	147.6%	144.9%	143.6%
速动比率	129.8%	121.4%	118.8%	117.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转天数	197	189	183	182
应付帐款周转天数	160	164	169	168
存货周转天数	112	102	105	104
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.70	0.93	1.18
每股经营现金流	0.13	0.92	0.64	0.82
每股净资产	5.29	5.99	6.84	7.90
估值比率				
P/E	18	14	11	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	16	17	13	11

电力设备与新能源组团队介绍

首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富上榜团队核心成员。

分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富团队成员。

分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500