

**投资评级：买入(维持)**

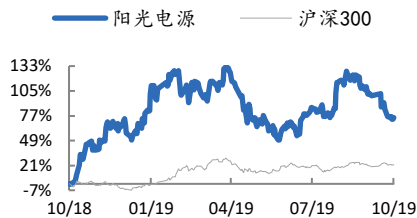
 当前价格(元): 9.93  
合理价格区间(元): 12.32~14.08

**证券分析师**
**韩伟琪**

 资格编号: S0120518020002  
电话: 021-68761616-6160  
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

**联系人**
**冯俊**

 电话: 021-68761616-6361  
邮箱: fengjun@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.0	-18.3	-6.1
相对涨幅 (%)	-14.6	-20.3	-7.2

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

阳光电源 (300274.SZ): 成功可以复制, 储能或将爆发  
阳光电源 (300274.SZ): 一季度业绩不及预期, 装机缩减政策推迟  
阳光电源 (300274.SZ): 国内需求蓄势待发, 中报业绩符合预期

## 三季度报业绩符合预期 静待年底需求放量 阳光电源(300274)

**投资要点:**

- 三季度收入增长, 利润小幅下滑, 业绩基本符合预期。**公司前三季度实现营业收入 71.84 亿, 同比增长 27.27%, 其中, 三季度营收 27.21 亿, 同比增长 55.59%。公司前三季度归母净利润 5.54 亿元, 同比下降 8.69%, 其中, 三季度归母净利润 2.22 亿元, 小幅下滑 1.07%。由于前三季度国内装机需求受到压制, 公司前三季度盈利能力此影响, 毛利率、净利率分别为 7.98%、25.82%, 同比减少 4.2、2.9 个百分点。
- 现金流改善, 营运能力提升。**受益于客户回款增加, 经营现金流净额较上年同期增加 58.33%。公司前三季度营业周期、存货周转天数、营收账款周转天数分别为 386、144、241 天, 较去年同期分别减少 65、56、10 天, 营运能力显著提升。
- 海外订单持续斩获, 收入增长有望延续。**进入三季度以来, 公司陆续与西班牙光伏电站开发商 Solarpack 签署 400MW/1500V 整体解决方案供货协议, 并成功签约美国马萨诸塞州 15MW/32MWh 储能项目, 以及同澳洲分销商 Prosun Solar 签署 100MW 户用战略协议。公司在海外不断攻城掠地, 海外收入有望持续增长。
- 国内高峰将至, 静待年底需求释放。**根据能源局官方预测, 2019 年国内光伏建设规模将在 50GW 左右, 预计年内可建成并网容量约 40-45GW。1-8 月份国内光伏装机仅 14.95GW, 四季度我国光伏装机需求有望迎来集中释放, 国内装机高峰将至, 公司进入业绩兑现期, 收入继续增长, 盈利能力触底反弹, 量利齐增。
- 投资建议。**年底国内光伏装机需求将迎来集中释放。我们维持 2019 年光伏国内装机容量 45GW, 全球 120GW 的预测, 继续维持公司盈利预测: 2019-2021 年营收分别为 120 亿元、135 亿元、170 亿元, 同比增长分别为 15.8%、12.4%、25.6%, 实现归母净利润分别为 11.13 亿、12.85 亿、15.11 亿, 同比增长分别为 37.5%、15.5%、17.6%, EPS 分别为 0.76 元、0.88 元、1.04 元, 对应 PE 分别为 13、11、9.6 倍。参考公司历史估值波动和行业估值中枢, 给与公司 2020 年 14-16 倍的估值, 对应目标价格区间为 12.32-14.08 元, 公司当前价格 9.93 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**新能源政策执行不及预期, 海外订单执行不及预期。

**股票数据**

总股本(百万)	1,457.88
流通 A 股(百万)	1,457.88
52 周内股价区间(元)	13.21-5.74
总市值(百万)	14,476.78
总资产(百万)	18,499.60
每股净资产(元)	5.69

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8886	10369	12010	13500	16960
(+/-) YoY (%)	48.0	16.7	15.8	12.4	25.6
净利润(百万元)	1024	810	1113	1285	1511
(+/-) YoY (%)	85.0	-20.9	37.5	15.5	17.6
全面摊薄 EPS (元)	0.70	0.55	0.76	0.88	1.04
毛利率 (%)	27.3	24.9	24.0	23.1	22.2
净资产收益率 (%)	14.7	10.5	12.8	13.1	13.5

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>10369</b>	<b>12010</b>	<b>13500</b>	<b>16960</b>
每股收益	0.55	0.76	0.88	1.04	营业成本	7791	9126	10378	13187
每股净资产	5.28	5.95	6.73	7.65	毛利率%	24.9	24.0	23.1	22.2
每股经营现金流	0.12	1.25	0.95	1.01	营业税金及附加	35	43	46	59
每股股利	0.06	0.09	0.10	0.12	营业税金率%	0.3	0.4	0.3	0.3
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	698	733	846	1067
P/E	16.07	13.02	11.27	9.58	营业费用率%	6.7	6.1	6.3	6.3
P/B	1.69	1.67	1.48	1.30	管理费用	295	348	371	458
P/S	1.39	1.20	1.07	0.85	管理费用率%	2.8	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	9.68	8.25	7.37	6.02	研发费用	482	444	459	543
股息率%	0.7	0.9	1.0	1.2	研发费用率%	4.7	3.7	3.4	3.2
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>1068</b>	<b>1315</b>	<b>1400</b>	<b>1647</b>
毛利率	24.9	24.0	23.1	22.2	财务费用	16	56	56	58
净利率	7.8	9.3	9.5	8.9	财务费用率%	0.2	0.5	0.4	0.3
净资产收益率	10.5	12.8	13.1	13.5	资产减值损失	300	161	81	85
资产回报率	4.4	5.4	5.5	5.5	投资收益	66	80	85	100
投资回报率	16.3	18.9	17.9	18.6	<b>营业利润</b>	<b>912</b>	<b>1274</b>	<b>1463</b>	<b>1724</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	10	18	19	20
营业收入增长率	16.7	15.8	12.4	25.6	<b>利润总额</b>	<b>923</b>	<b>1292</b>	<b>1482</b>	<b>1744</b>
EBIT 增长率	-15.6	23.2	6.4	17.7	EBITDA	1214	1514	1643	1935
净利润增长率	-20.9	37.5	15.5	17.6	所得税	105	168	184	217
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	11.4	13.0	12.4	12.4
资产负债率%	57.8	57.4	57.3	59.1	少数股东损益	8	11	13	15
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>810</b>	<b>1113</b>	<b>1285</b>	<b>1511</b>
速动比率	1.3	1.3	1.2	1.2					
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	3176	4054	4578	5190
应收帐款周转天数	231.8	224.5	226.9	226.1	应收款项	7233	7385	8392	10505
存货周转天数	113.2	110.4	111.3	111.0	存货	2459	2760	3165	4010
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	其它流动资产	1597	1594	1688	1888
固定资产周转率	5.0	4.4	4.1	4.5	流动资产合计	14465	15793	17823	21593
					长期股权投资	124	124	124	124
					固定资产	2409	2997	3529	4002
					在建工程	98	298	398	498
					无形资产	89	89	89	89
					非流动资产合计	4028	4815	5448	6020
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>18493</b>	<b>20607</b>	<b>23271</b>	<b>27613</b>
净利润	810	1113	1285	1511	短期借款	423	473	523	573
少数股东损益	8	11	13	15	应付账款	7055	7808	8920	11317
非现金支出	427	359	324	373	预收账款	617	787	910	1111
非经营收益	-67	-17	-16	-25	其它流动负债	1153	1205	1334	1573
营运资金变动	-996	364	-221	-408	流动负债合计	9248	10273	11688	14574
<b>经营活动现金流</b>	<b>181</b>	<b>1830</b>	<b>1386</b>	<b>1467</b>	长期借款	1255	1355	1455	1555
资产	-839	-967	-858	-841	其它长期负债	195	195	195	195
投资	189	0	0	0	非流动负债合计	1450	1550	1650	1750
其他	96	80	85	100	<b>负债总计</b>	<b>10698</b>	<b>11822</b>	<b>13337</b>	<b>16323</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-555</b>	<b>-887</b>	<b>-773</b>	<b>-741</b>	实收资本	1452	1452	1452	1452
债权募资	744	50	50	150	普通股股东权益	7706	8685	9820	11162
股权募资	37	0	0	0	少数股东权益	89	100	113	128
其他	-166	-115	-138	-265	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>18493</b>	<b>20607</b>	<b>23271</b>	<b>27613</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>615</b>	<b>-65</b>	<b>-88</b>	<b>-115</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>241</b>	<b>877</b>	<b>525</b>	<b>611</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。