

电气设备

2019年10月29日

阳光电源 (300274)

——业绩低于申万宏源预期，系统集成业务受益国内光伏装机启动

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：	2019年10月28日
收盘价(元)	10.23
一年内最高/最低(元)	14.2/5.85
市净率	1.8
息率(分红/股价)	0.59
流通A股市值(百万元)	10992
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2019年09月30日
每股净资产(元)	5.69
资产负债率%	54.32
总股本/流通A股(百万)	1458/1075
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
郑嘉伟 A0230518010002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

研究支持

张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

联系人

刘爽
(8621)23297818×转
liushuang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司于2019年10月26日发布2019年第三季度报告。第三季度，公司实现营业总收入27.22亿元，同比增长55.59%；归属于上市公司股东的净利润2.22亿元，同比减少1.07%。前三季度，公司实现营业总收入71.84亿元，同比增长27.27%；归属于上市公司股东的净利润5.54亿元，同比减少8.69%。第三季度业绩略低于申万宏源预期，主要原因是国内竞价项目建设进度低于预期。

投资要点：

- 业绩低于申万宏源预期，财务费用大幅降低。** 第三季度，公司实现营业总收入27.22亿元，同比增长55.59%；归属于上市公司股东的净利润2.22亿元，同比减少1.07%。前三季度，公司实现营业总收入71.84亿元，同比增长27.27%；归属于上市公司股东的净利润5.54亿元，同比减少8.69%。业绩下滑的主要原因是今年国内光伏装机不达预期，系统集成业务交付较少。前三季度公司研发费用本期金额较上年同期增加38.95%，主要系本期研发人员薪酬及研发原材料投入增加较多所致。财务费用本期金额较上年同期减少94.10%，主要系汇兑收益大幅度增加。
- 海外市场爆发带动逆变器出货提升。** 公司是全球光伏逆变器的龙头企业，2016-2018三年间，海外出货量分别为1.22GW、3.30GW、4.80GW，复合增长率高达98.35%。2019上半年，面向海外市场日益升级的需求，公司有针对性推出多款新品，覆盖户用、工商业、大型地面电站等市场。在国内装机颇为惨淡的背景下，公司上半年光伏逆变器业务营收逆势增长1.27%至16.65亿元。针对平价竞价项目，公司推出了全球单机功率最大1500V组串逆变器SG225HX，随着光伏平价上网大潮在全球范围内推进，光伏海外市场需求不断提升。
- 电站集成增速提升，储能进入全面爆发。** 公司近年来不断拓展电站业务，根据国家能源局公布的相关数据，公司竞价项目共计中标1570MW，若叠加首批平价项目860MW，将共获得2430MW的电站项目。公司的新能源电源变换技术、储能技术应用广泛。根据CNESA的相关数据，公司2018年储能变流器装机规模位于全球第一。公司所参与的储能系统集成项目数量已超800个，累计供应约720套储能项目，可用于辅助新能源并网、微电网等一系列方案。
- 下调盈利预测，维持“买入”评级。** 公司是全球光伏逆变器龙头，有望直接受益全球光伏装机提升。我们下调盈利预测，预计公司19-21年公司归母净利润分别为9.51亿元、11.75亿元和14.13亿元（下调前分别为10.29亿元、12.69、15.14亿元），对应的EPS分别为0.65、0.81、0.97元/股。目前股价对应19-21年PE分别为16、13和11倍，维持“买入”评级。
- 风险提升：** 国内光伏装机不达预期；逆变器销量不达预期。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	10,369	7,184	11,544	13,646	15,900
同比增长率(%)	16.7	27.3	11.3	18.2	16.5
归母净利润(百万元)	810	554	951	1,175	1,413
同比增长率(%)	-21.0	-8.7	17.4	23.6	20.2
每股收益(元/股)	0.56	0.38	0.65	0.81	0.97
毛利率(%)	24.9	25.8	23.1	23.1	22.9
ROE(%)	10.5	6.7	10.9	11.9	12.5
市盈率	18		16	13	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：利润表（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	6,004	8,886	10,369	11,544	13,646	15,900
其中：营业收入	6,004	8,886	10,369	11,544	13,646	15,900
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	5,401	7,890	9,617	10,526	12,377	14,369
其中：营业成本	4,527	6,464	7,791	8,873	10,496	12,252
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	31	28	35	38	45	53
销售费用	286	518	698	693	819	938
管理费用	430	259	295	323	382	413
研发费用	0	352	482	473	559	636
财务费用	-4	55	16	57	63	63
资产减值损失	130	214	300	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	68	12	13
加：其他收益	0	106	94	3	20	20
投资收益	11	42	66	66	66	66
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	-1	1	0	0	0	0
汇兑收益及其他	-0	-0	0	0	0	0
三、营业利润	613	1,145	912	1,087	1,354	1,617
加：营业外收入	57	21	14	10	6	16
减：营业外支出	2	4	4	4	6	4
四、利润总额	668	1,162	923	1,093	1,354	1,629
减：所得税	122	147	105	134	167	203
五、净利润	546	1,014	817	960	1,187	1,426
持续经营净利润	546	1,014	817	960	1,187	1,426
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	-7	-10	8	9	11	13
归属于母公司所有者的净利润	554	1,024	810	951	1,175	1,413
六、其他综合收益的税后净额	-1	1	-4	0	0	0
七、综合收益总额	545	1,015	814	960	1,187	1,426
归属于母公司所有者的综合收益总额	553	1,025	806	951	1,175	1,413
八、基本每股收益	0.41	0.71	0.56	0.65	0.81	0.97
全面摊薄每股收益	0.38	0.70	0.56	0.65	0.81	0.97

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。