

2017年03月23日

# 太阳能 (000591)

——业绩增速超申万宏源预期，打造央企新能源运营品牌

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

**市场数据：** 2017年03月22日

收盘价(元)	14.24
一年内最高/最低(元)	18.87/12.35
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5537
上证指数/深证成指	3245.22 / 10553.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2016年12月31日

每股净资产(元)	8.26
资产负债率%	61.30
总股本/流通A股(百万)	1367/389
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《太阳能(000591)点评：业绩超预期，受益限电改善和规模扩张》 2017/03/08  
《综合版170308—每日市况》 2017/03/07

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
叶旭晨 A0230515030001  
yexc@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002  
zhengjw@swsresearch.com

联系人



申万宏源研究微信服务号  
宋欢  
(8621)23297818×7409  
songhuan@swsresearch.com

事件：

- 公司于2016年3月18日发布2016年年度报告。报告期内，公司实现营业收入43.33亿元，同比增长19.37%；实现归母净利润6.53亿元，同比增长38.18%；基本每股收益达到0.525元/股，同比下降19.23%。业绩超出申万宏源预期约16%。公司拟以总股本13.67亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.52元(含税)，每10股送红股2股(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

投资要点：

- 业绩增速超预期，规模持续扩张。**公司是全国最大的专注于太阳能光伏发电的投资运营商之一，且项目储备充足，增长潜力巨大。截至2016年12月底，公司总装机容量超3.2GW，且已经累计锁定超过21GW的优质太阳能光伏发电的项目规模。2016年公司电站板块上网电量20.80亿千瓦时，销售收入17.42亿元；太阳能产品板块实现光伏电池组件销售762.58MW，销售收入25.48亿元。
- 外延收购是公司规模扩张的重要手段。**公司在2016年大力发展光伏电站的建设，现已在甘肃、青海、宁夏、新建、内蒙、江苏、安徽、江西、上海等十多个省市建有光伏电站项目。报告期内，公司积极外延收购，完成了淄博中阳太阳能科技有限公司20MW项目、杭州舒能电力科技有限公司82MW项目、南皮新拓太阳能发电有限公司30MW项目、特变电工临泽新能源有限责任公司40MW项目、特变电工武威新能源有限责任公司9MW项目和奎屯绿能太阳能科技有限公司20MW项目的收购工作。
- 发电板块是公司业绩快速增长的核心板块。**2016年电站发电板块收入同比增长21.43%，占公司总收入的40.21%。公司下属6个电站运营大区：西中区636.8MW，西北区615.4MW，新疆区460MW，华北区566.39MW，华东区579.48MW，华中区357.2MW。公司2016年销售电力20.80亿千瓦时，较15年增加4.39亿千瓦时，增幅为26.75%；2016年发电含税价为0.98元/千瓦时，较15年平均电价1.03元/千瓦时有所降低。2016年各大区发电情况如下：西中区5.99亿千瓦时，西北区4.54亿千瓦时，新疆区2.74亿千瓦时，华东区2.71亿千瓦时，华北区3.83亿千瓦时，华中区0.99亿千瓦时。
- 维持盈利预测不变，维持“增持”评级：**我们认为公司作为中节能旗下唯一的太阳能光伏电站运营平台，受益国企改革、利率下行和股东资源支持三重预期，且公司储备了大量优质太阳能资源，未来光伏发电业绩将进一步释放。若暂时不考虑公司定增带来的股本增加，2016年公司归母净利润6.53元，对应EPS为0.525元/股。我们预计公司17-18年盈利预测为7.45亿元和8.55亿元，对应EPS分别为0.55元/股和0.63元/股，当前股价对应的PE分别为26倍和23倍，维持“增持”评级不变。
- 风险提示：太阳能行业弃风限电上升风险，太阳能组件市场竞争格局恶化

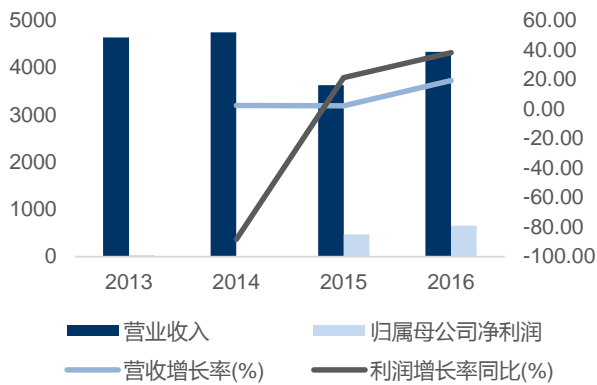
财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,630	4,333	5,200	5,310	5,557
同比增长率(%)	-23.55	19.37	20.00	2.12	4.65
净利润(百万元)	473	653	745	855	933
同比增长率(%)	12084.28	38.18	14.05	14.77	9.12
每股收益(元/股)	0.65	0.53	0.55	0.63	0.68
毛利率(%)	34.5	32.9	41.6	41.2	41.4
ROE(%)	7.9	5.8	6.2	6.6	6.7
市盈率	30	30	26	23	21

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。

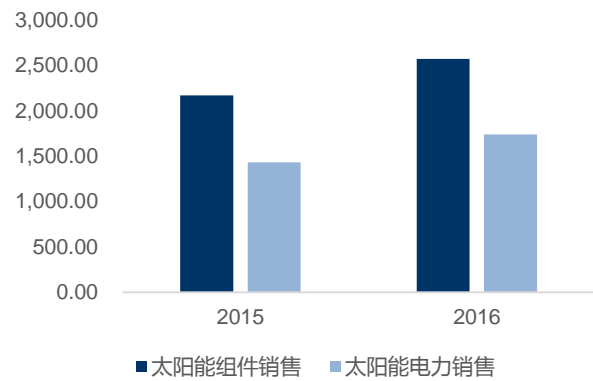
光伏发电和组件销售齐头并进，盈利能力持续增强。2016 年公司实现营业收入 43.33 亿元，同比增长 19.37%；实现归母净利润 6.53 亿元，同比增长 38.18%；基本每股收益达到 0.525 元/股，同比下降 19.23%，业绩超出申万宏源预期约 16%。利润持续增长的原因是公司转型光伏综合运营及设备商之后，业务规模持续扩张，盈利能力得到了良性的增强。2016 年公司电站板块上网电量 20.80 亿千瓦时，销售收入 17.42 亿元，同比增长 21.43%；太阳能产品板块实现光伏电池组件销售 762.58MW，销售收入 25.48 亿元，同比增长 18.48%。

图 1：公司利润大幅增长（单位：百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：公司光伏业务持续扩张（单位：百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

积极推进外延收购，光伏电站规模持续扩张。2016 年以来，公司在国内光资源较好、上网条件好、收益率好的地区积极收购光伏电站，欲打造国内最大的光伏电站运营商。2016 年内，公司先后完成了淄博中阳太阳能科技有限公司 20MW 项目、杭州舒能电力科技有限公司 82MW 项目、南皮新拓太阳能发电有限公司 30MW 项目、特变电工临泽新能源有限责任公司 40MW 项目、特变电工武威新能源有限责任公司 9MW 项目和奎屯绿能太阳能科技有限公司 20MW 项目的收购工作。截止 2017 年初，公司总装机容量超 3.2GW，已累计锁定了超过 21GW 的优质太阳能光伏发电的项目规模，覆盖地区为甘肃、青海、宁夏、新建、内蒙、江苏、安徽、江西、上海等十多个省市。

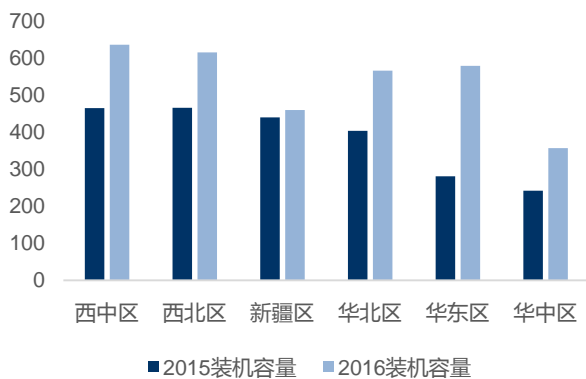
表 1：公司 2016 年通过外延收购拓展光伏电站规模

子公司名称	光伏项目容量 (兆瓦)	投资金额 (百万)
淄博中阳太阳能科技有限公司	20	48.41
杭州舒能电力科技有限公司	82	288.56
南皮新拓太阳能发电有限公司	30	63.42
特变电工临泽新能源有限责任公司	40	72.50
特变电工武威新能源有限责任公司	9	15
奎屯绿能太阳能科技有限公司	20	5

资料来源：公司公告、申万宏源研究

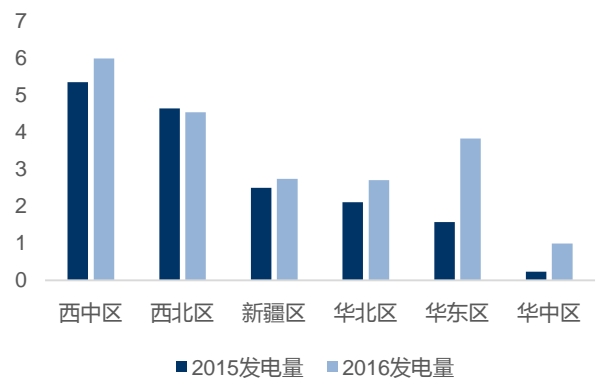
发电收入是公司业绩增长的核心板块，光伏电站增量是发电板块扩张的驱动力。2016年电站发电板块收入同比增长 21.43%，占公司总收入的 40.21%，是业绩增长的核心板块，其核心驱动力是2016年内大量光伏电站实现了并网运行。2016年，公司总装机容量超3.2GW，同比增长 39.88%，其中华东、华中地区的装机容量涨幅较大。公司 2016 年销售电力 20.80 亿千瓦时，较 15 年增加 4.39 亿千瓦时，增幅为 26.75%，2016 年各大区发电情况如下：西中区 5.99 亿千瓦时，西北区 4.54 亿千瓦时，新疆区 2.74 亿千瓦时，华东区 2.71 亿千瓦时，华北区 3.83 亿千瓦时，华中区 0.99 亿千瓦时。2016 年发电含税价为 0.98 元/千瓦时，较 15 年平均电价 1.03 元/千瓦时有所降低，但发电量的大幅增量给电站运营业绩带来了高增长。

图 3：运营电站装机容量不断增加（单位：兆瓦）



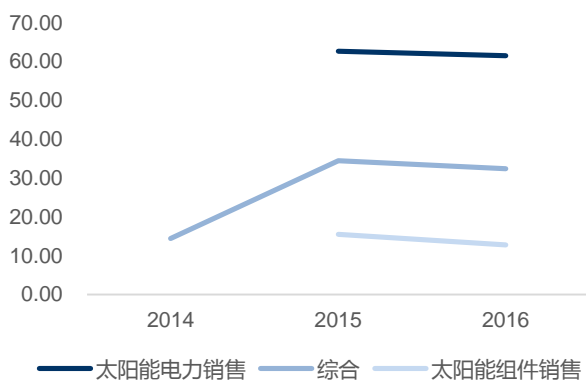
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 4：发电量大幅提高驱动业绩增长（单位：亿千瓦时）



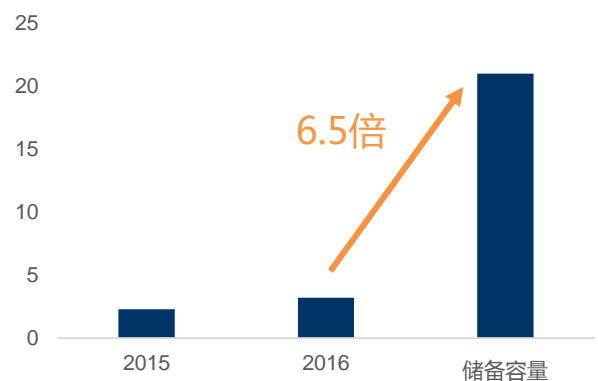
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 5：太阳能发电销售毛利率超过 60%



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 6：公司储备容量是现有装机容量的 6.5 倍



资料来源：WIND，申万宏源研究

公司发电销售毛利率达到 60% 以上，未来盈利能力不断提升。公司光伏组件和光伏运营协同效应明显，光伏组件转换效率较高，保障公司的光伏发电毛利率稳定在 60% 以上。公司依托中节能集团，储备了大量的优质太阳能电站资源，截至 2016 年底已累计锁定了超过

21GW 的优质太阳能，是现有机组容量的 6.5 倍。我们认为，公司光伏发电较高的毛利率水平，未来有望不断提振公司的盈利能力。

**维持盈利预测不变，重申“增持”评级：**我们认为公司作为中节能旗下唯一的太阳能光伏电站运营平台，受益央企改革、利率下行和股东资源支持三重预期，且公司储备了大量优质太阳能资源，未来光伏发电业绩将进一步释放。我们维持公司 17-18 年盈利预测为 7.45 亿元和 8.55 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 26 倍和 23 倍。维持“增持”评级不变。

表 2：太阳能（000591）的利润表（单位：百万元）

利润表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3,630	4,333	5,200	5,310	5,557
二、营业总成本	3,164	3,684	4,229	4,272	4,414
其中：营业成本	2,380	2,909	3,034	3,124	3,257
营业税金及附加	17	41	52	53	56
销售费用	39	38	39	37	39
管理费用	188	168	208	212	222
财务费用	512	525	897	846	840
资产减值损失	28	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	31	40	70	70
三、营业利润	484	680	1,010	1,108	1,212
加：营业外收入	46	50	50	50	50
减：营业外支出	3	2	2	2	2
四、利润总额	527	729	1,058	1,157	1,261
减：所得税	34	50	255	272	298
五、净利润	493	679	803	885	963
少数股东损益	20	25	58	30	30
归属于母公司所有者的净利润	473	653	745	855	933
六、基本每股收益	0.65	0.53	0.55	0.63	0.68
全面摊薄每股收益	0.65	0.53	0.55	0.63	0.68

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，资格证书编号为：ZX0065。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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

## 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。