

**评级：买入(维持)**

市场价格：12.47

目标价格：15

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

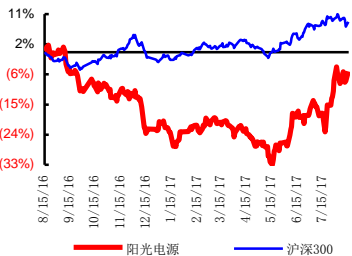
电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,449
流通股本(百万股)	1,057
市价(元)	12.47
市值(百万元)	18,066
流通市值(百万元)	13,185

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 电站业务发力，布局“新能源发电+储能+新能源车”智慧能源系统
- 2 三季报业绩增速放缓，新业务是未来看点
- 3 逆变器带动业绩增长，储能、新能源汽车进入收获期

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,569.25	6,003.66	7,665.58	9,183.23	10,566.65
增长率 yoy%	49.21%	31.39%	27.68%	19.80%	15.06%
净利润	425.40	553.61	797.29	954.29	1,094.59
增长率 yoy%	50.17%	30.14%	44.02%	19.69%	14.70%
每股收益(元)	0.64	0.39	0.55	0.66	0.76
每股现金流量	-0.49	0.61	0.44	0.53	0.63
净资产收益率	15.12%	9.31%	11.88%	12.45%	12.50%
P/E	42.60	26.93	22.66	18.93	16.50
PEG	0.85	0.89	0.51	0.96	1.12
P/B	6.44	2.51	2.69	2.36	2.06

### 投资要点

- **事件：**公司公布 2017 年半年度报告，实现营业收入 35.41 亿元，同比增长 48.68%，归母净利润 3.69 亿元，同比增长 63.99%，扣非归母净利润 3.36 亿元，同比增长 67.33%，经营活动产生的现金流量净额-9.45 亿元，去年同期为-2.44 亿元，ROE 为 5.94%。
- **受益于光伏上半年装机高景气，营收和利润实现高增长。**由于今年光伏标杆上网电价下调幅度高达 13%-19%，行业再次迎来“630”抢装浪潮，上半年光伏新增装机达到 24.4GW，刷新历史新高。在国内光伏行业快速发展的带动下，公司主营光伏业务快速增长。其中电站系统集成和太阳能光伏逆变器业务分别实现营收 18.31、16.20 亿元，分别同比增长 53.42%、39.78%，分别占总营收的 51.71%、45.76%。
- **受光伏抢装节奏不同的影响，第二季度同比增长 130.90%。**公司第二季度归母净利润为 2.40 亿元，同比增长 130.90%，远超第一季度的 6.59% 的增速。这主要是由于今年抢装节奏不同造成的。据经济参考报报道，与去年 3 月就异常火热的局面不同，受各省去年增补指标是否通过、用地受限等因素影响，今年前 4 个月，整个光伏行业相对平静，在 4 月末、5 月初才突然爆发，迎来井喷行情，2017 年的“630”抢装潮主要是在最后两个月爆发的。
- **行业需求依旧强劲、海外市场高增长，下半年业绩可期。**虽然今年 630 抢装潮较去年更为猛烈，但与去年不同的是，今年在领跑者计划、扶贫项目、分布式市场等需求的带动下，下半年国内光伏市场的需求依旧强劲。与此同时，公司今年重点拓展海外市场，上半年海外业务实现营收 4.27 亿元，同比增长 52.88%，超过国内市场的营收增速(48.17%)，海外市场实现高速增长。在国内需求强劲和海外业务高增长的背景下，下半年业绩值得期待。
- **长远来看，公司将受益于在户用光伏和储能业务上的布局。**由于在土地、消纳和电价方面的优势，分布式光伏得到迅速的发展，今年上半年分布式光伏新增装机 7.11GW，同比增长 2.9 倍。另一方面，按照电力发展“十三五”规划，2017-2020 年分布式光伏的 CAGR 达到 55%，因此 2017 年将是分布式光伏大发展的元年。公司积极布局户用光伏业务，将受益行业的快速增长。此外，公司积极布局储能业务，储能逆变器 SC250KU 顺利通过美国 UL 认证，这是国内兼具并网和离网功能的储能逆变器首次获得

UL 认证,意味着公司储能逆变器打开了进入北美市场乃至全球市场的绿色通道;而国内方面,据 CNESA 发布的储能年度产业研究白皮书,2016 年公司在国内储能市场的占有率排名第一。目前随着电池等环节成本的降低,储能市场蠢蠢欲动,据 CNESA 数据,中国储能市场 2017 年 Q2 电化学新增装机同比大幅增长 65%,随着储能市场空间的逐步打开,公司有望深度受益。

- **投资建议:** 2017-2019 年分别实现净利润 7.97、9.54 和 10.95 亿元,同比分别增长 44.02%、19.69%、14.70%,当前股价对应三年 PE 分别为 23、19、17 倍,给予目标价 15 元,“买入”评级。
- **风险提示事件:** 光伏装机不及预期,海外市场不及预期,新业务拓展不及预期。

图表 1: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,062	4,569	6,004	7,666	9,183	10,567
增长率	44.42%	49.2%	31.4%	27.7%	19.8%	15.1%
营业成本	-2,290	-3,486	-4,527	-5,859	-7,009	-8,052
% 销售收入	74.8%	76.3%	75.4%	76.4%	76.3%	76.2%
毛利	772	1,083	1,476	1,806	2,174	2,514
% 销售收入	25.2%	23.7%	24.6%	23.6%	23.7%	23.8%
营业税金及附加	-13	-19	-31	-36	-44	-51
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-137	-188	-286	-345	-416	-482
% 销售收入	4.5%	4.1%	4.8%	4.5%	4.5%	4.6%
管理费用	-224	-308	-430	-540	-646	-746
% 销售收入	7.3%	6.7%	7.2%	7.0%	7.0%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	398	568	729	885	1,069	1,236
% 销售收入	13.0%	12.4%	12.1%	11.5%	11.6%	11.7%
财务费用	3	1	4	1	3	4
% 销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-106	-124	-130	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-16	-1	11	2	5	5
% 税前利润	—	—	1.6%	0.2%	0.4%	0.4%
营业利润	279	444	613	888	1,077	1,245
营业利润率	9.1%	9.7%	10.2%	11.6%	11.7%	11.8%
营业外收支	47	49	55	52	52	52
税前利润	326	493	668	940	1,129	1,297
利润率	10.6%	10.8%	11.1%	12.3%	12.3%	12.3%
所得税	-42	-66	-122	-148	-183	-213
所得税率	13.0%	13.5%	18.3%	15.8%	16.2%	16.4%
净利润	283	426	546	791	946	1,084
少数股东损益	0	1	-7	-6	-8	-11
归属于母公司的净利润	283	425	554	797	954	1,095
净利率	9.3%	9.3%	9.2%	10.4%	10.4%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	283	426	546	791	946	1,084
少数股东损益	0	0	0	-6	-8	-11
非现金支出	120	137	179	103	130	160
非经营收益	-2	-14	-7	-34	-41	-42
营运资金变动	-391	-876	147	-219	-261	-283
经营活动现金净流	10	-327	866	636	765	909
资本开支	86	251	1,354	657	762	803
投资	-32	-14	-108	0	0	0
其他	21	-80	-1,459	2	5	5
投资活动现金净流	-96	-345	-2,921	-655	-757	-798
股权募资	17	21	2,657	34	0	0
债权募资	49	210	493	-199	0	0
其他	-58	-37	-100	-20	-88	-16
筹资活动现金净流	7	195	3,050	-184	-88	-16
现金净流量	-78	-477	995	-204	-80	95

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,180	702	1,697	1,500	1,428	1,533
应收款项	2,382	3,512	4,538	5,102	6,171	7,114
存货	812	1,322	1,340	1,798	2,120	2,436
其他流动资产	59	91	1,775	1,809	1,834	1,855
流动资产	4,433	5,627	9,350	10,209	11,552	12,938
% 总资产	90.8%	83.0%	80.2%	77.8%	76.3%	75.1%
长期投资	57	534	401	401	401	401
固定资产	312	448	1,727	2,317	2,987	3,673
% 总资产	6.4%	6.6%	14.8%	17.7%	19.7%	21.3%
无形资产	32	107	102	118	133	142
非流动资产	447	1,156	2,307	2,912	3,597	4,293
% 总资产	9.2%	17.0%	19.8%	22.2%	23.7%	24.9%
资产总计	4,879	6,783	11,657	13,121	15,149	17,231
短期借款	96	107	199	0	0	0
应付款项	2,280	3,474	4,535	5,372	6,466	7,410
其他流动负债	74	305	552	624	612	666
流动负债	2,451	3,886	5,285	5,996	7,078	8,076
长期贷款	2	2	321	321	321	321
其他长期负债	60	59	87	87	87	87
负债	2,513	3,947	5,693	6,404	7,486	8,484
普通股股东权益	2,367	2,814	5,949	6,709	7,663	8,758
少数股东权益	0	22	14	8	0	-11
负债股东权益合计	4,879	6,783	11,657	13,121	15,149	17,231

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.430	0.644	0.391	0.550	0.659	0.756
每股净资产(元)	3.595	4.258	4.207	4.631	5.289	6.045
每股经营现金净流(元)	0.016	-0.494	0.612	0.443	0.534	0.634
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.97%	15.12%	9.31%	11.88%	12.45%	12.50%
总资产收益率	5.81%	6.27%	4.75%	6.08%	6.30%	6.35%
投入资本收益率	28.20%	28.76%	13.59%	14.51%	14.55%	14.48%
增长率						
营业总收入增长率	44.42%	49.21%	31.39%	27.68%	19.80%	15.06%
EBIT增长率	90.26%	42.54%	28.40%	21.40%	20.78%	15.64%
净利润增长率	56.48%	50.17%	30.14%	44.02%	19.69%	14.70%
总资产增长率	24.91%	39.02%	71.85%	12.56%	15.46%	13.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	192.0	204.9	207.1	203.9	205.1	205.0
存货周转天数	126.8	111.7	107.3	112.0	110.4	110.4
应付账款周转天数	199.8	183.9	185.7	187.5	186.3	186.6
固定资产周转天数	33.1	22.8	32.0	40.1	39.6	39.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.68%	-20.93%	-19.74%	-17.55%	-14.44%	-13.86%
EBIT利息保障倍数	-151.2	-469.3	-198.8	-964.3	-309.9	-337.2
资产负债率	51.50%	58.19%	48.84%	48.81%	49.42%	49.24%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。