

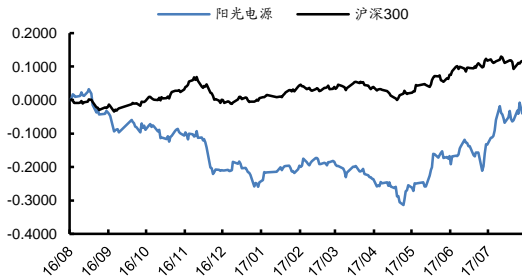
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 孙纯鹏 S0350117050013
0755-83026892 suncp@ghzq.com.cn

业绩增长超预期，分布式及海外市场持续拓展

——阳光电源（300274）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
阳光电源	10.6	28.8	-7.5
沪深300	-0.1	9.4	10.7

市场数据

2017-08-18

当前价格(元)	12.36
52周价格区间(元)	8.63 - 13.47
总市值(百万)	17906.78
流通市值(百万)	13069.16
总股本(万股)	144876.86
流通股(万股)	105737.51
日均成交额(百万)	103.94
近一月换手(%)	36.37

相关报告

《阳光电源（300274）点评报告：受益光伏行业高速增长，能源互联网布局行业领先，储能和新能源汽车带来新潜力（买入）*电力设备新能源*谭倩》——2015-10-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

阳光电源发布2017年半年报，报告期内实现营收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%。其中，二季度实现营收22.94亿元，同比增长125.80%，环比增长83.96%。

投资要点：

- 业绩增速超预期，抢装推动逆变器价稳量升。**公司作为国内逆变器龙头，充分受益630抢装。上半年逆变器产量9.93GW，同比增长67.45%；实现营收16.2亿元，同比增长39.78%。近年来逆变器市场，华为异军突起，公司国内市占率仍维持在30%以上，大功率逆变器市场仍维持统治地位。在多年来逆变器价格持续下滑的背景下，公司通过技术提升及成本管控维持产品毛利率基本稳定。上半年受抢装行情驱动，逆变器价格基本维持稳定，其中大容量集中式逆变器维持0.2元/W左右，组串式逆变器0.3元/W左右；该板块毛利率33.86%，同比基本持平。能源局十三五新能源装机规划的出台，持续提振逆变器需求，未来该板块将为公司贡献更大的业绩增量。
- 电站集成带动综合毛利率提升，户用光伏系统蓄势待发。**公司持续推动电站业务扩张，上半年累计并网1.2GW左右。由于项目施工并未完全完成，部分项目延后至下半年确认收入，报告期内实现电站开发业务收入18.31亿元，同比增长54.42%。通过加强项目管理控制，提升项目效率，上半年电站集成板块毛利率上升至21.6%，带动公司综合毛利率提升至27.4%。公司在手项目充裕，工商业屋顶分布式在手项目超过500MW。公司看好未来户用光伏系统市场，预计市场规模1000万屋顶以上。上半年成立家庭光伏事业部加强渠道拓展，上半年开发户用光伏系统2000余户，实现营收3000万左右。公司将继续强化品牌及渠道意识，逐步与质优企业合作，共同拓展做大做强市场。
- 海外需求逐步释放，逆变器及储能双轮驱动。**看好全球光伏需求持续提升的大趋势，上半年逆变器海外确认出货1.5GW，特别是新兴市场如印度等电力需求缺口拉动光伏装机需求的快速提升。公司逆变器产品契合印度市场需求且产品线完善，较欧美产品价格优势明显。海外市场将成为新的业绩增长点，公司正筹划印度建厂，降低印度“双反”对公司业务的影响。目前海外市场毛利率超过40%，随着海外市场需求持续市场，出货量的提升将摊薄管理费用，盈利能力有望进一步提升。公司是海外储能市场拓展最快的企业，上半年储能业务并网13.5MWh，确认业绩2258.6万元且主要集中在海外市场。通过与

三星 SDI 强强联手，技术和成本优势凸显。未来随着国内储能市场爆发，海外项目的经验积累将为公司奠定极大的先发优势。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 0.51 元、0.68 元、0.83 元。我们看好全球光伏需求持续提升的大趋势下，公司逆变器及户用光伏系统产品市场需求持续改善；同时海外特别是新兴市场对逆变器及储能需求的快速增长将成为公司新的业绩增长点。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**可再生能源补贴下滑的政策性风险；竞争加剧带来的毛利率降低风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6004	8008	10063	11962
增长率(%)	31%	33%	26%	19%
净利润（百万元）	554	744	982	1199
增长率(%)	30%	34%	32%	22%
摊薄每股收益（元）	0.39	0.51	0.68	0.83
ROE(%)	9.28%	11.12%	12.82%	13.57%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 阳光电源盈利预测表

证券代码:	300274.SZ				股价:	12.36	投资评级:	买入		日期:	2017-08-18
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	9%	11%	13%	14%	EPS	0.39	0.51	0.68	0.83		
毛利率	25%	26%	26%	26%	BVPS	4.21	4.62	5.29	6.12		
期间费率	12%	14%	14%	13%	估值						
销售净利率	9%	9%	10%	10%	P/E	31.58	24.06	18.23	14.94		
成长能力					P/B	2.94	2.68	2.34	2.02		
收入增长率	31%	33%	26%	19%	P/S	2.91	2.24	1.78	1.50		
利润增长率	30%	34%	32%	22%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.52	0.56	0.59	0.61	营业收入	6004	8008	10063	11962		
应收账款周转率	1.32	1.30	1.37	1.40	营业成本	4527	5932	7442	8852		
存货周转率	3.38	3.38	3.38	3.38	营业税金及附加	31	42	52	62		
偿债能力					销售费用	286	408	513	610		
资产负债率	49%	53%	55%	55%	管理费用	430	593	735	861		
流动比	1.77	1.77	1.75	1.75	财务费用	(4)	65	79	80		
速动比	1.52	1.51	1.48	1.49	其他费用 / (-收入)	(119)	(130)	(130)	(130)		
					营业利润	613	838	1113	1367		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	55	60	72	80		
现金及现金等价物	1697	1709	2173	2623	利润总额	668	898	1185	1447		
应收款项	4538	6163	7331	8551	所得税费用	122	164	216	264		
存货净额	1340	1768	2217	2638	净利润	546	734	969	1183		
其他流动资产	1775	2367	2975	3536	少数股东损益	(7)	(10)	(13)	(16)		
流动资产合计	9350	12007	14697	17348	归属于母公司净利润	554	744	982	1199		
固定资产	769	767	770	768							
在建工程	958	962	964	967	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	87	87	91	94	经营活动现金流	866	(393)	330	466		
长期股权投资	50	50	50	50	净利润	546	734	969	1183		
资产总计	11657	14316	17014	19670	少数股东权益	(7)	(10)	(13)	(16)		
短期借款	199	254	374	439	折旧摊销	55	86	85	86		
应付款项	4286	5655	7094	8439	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	221	295	371	441	营运资金变动	272	(4089)	(3740)	(3616)		
其他流动负债	579	579	579	579	投资活动现金流	(2921)	(2)	(5)	(1)		
流动负债合计	5285	6783	8418	9898	资本支出	(1279)	(2)	(5)	(1)		
长期借款及应付债券	321	752	852	852	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	87	87	87	87	其他	(1637)	0	0	0		
长期负债合计	408	839	939	939	筹资活动现金流	2067	482	215	59		
负债合计	5693	7622	9357	10837	债务融资	411	486	220	65		
股本	1414	1449	1449	1449	权益融资	2657	0	0	0		
股东权益	5964	6694	7657	8833	其它	(1001)	(4)	(5)	(6)		
负债和股东权益总计	11657	14316	17014	19670	现金净增加额	11	87	539	523		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。