

## 投资品 - 电气设备

## EPC 业务开始发力，逆变器价格企稳

——阳光电源（300274）2013 年中报点评

2013 年 7 月 29 日

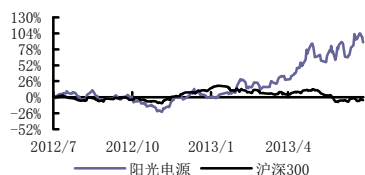
评级：（维持）增持

市场数据	2013 年 7 月 26 日
当前价格（元）	16.54
52 周价格区间（元）	6.64-17.82
总市值（百万）	5335.14
流通市值（百万）	2334.12
总股本（百万股）	322.56
流通股（百万股）	141.12
日均成交额（百万）	52.83
近一月换手（%）	97.35%
Beta（2 年）	
第一大股东	曹仁贤
公司网址	<a href="http://www.sungrowpower.com">http://www.sungrowpower.com</a>

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1083	2002	2701	3456
收入同比（%）	24%	85%	35%	28%
净利润（百万元）	73	125	187	260
净利润同比（%）	-58%	72%	49%	40%
毛利率（%）	33.2%	24.0%	24.0%	24.2%
ROE（%）	3.9%	6.4%	8.8%	11.2%
每股收益（元）	0.23	0.39	0.58	0.81
P/E	73.28	42.55	28.60	20.48

资料来源：世纪证券研究所

## 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
阳光电源	15.54%	158.74%	250.44%
沪深 300	2.57%	-9.12%	-5.26%

## 相关报告

《》，2013.1  
《》，2012.8  
《》，2012.2

## 郭江龙

执业证书号：

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **收入大幅增长。**2013 年上半年，公司实现营业收入 7.23 亿元，同比增长 99.59%；实现净利润 5391.3 万元，同比增长 19.53%；实现经营性净现金流 1.44 亿元，同比增长 190%。
- **EPC 业务开始发力。**上半年，公司营收增长 3.61 亿元，主要源于今年新开拓的光伏电站系统集成业务，该业务贡献了 2.66 亿元。根据公司已签署的合同项目情况来看，预计 EPC 业务全年将实现 5.5-6 亿元收入，将成为公司今年及未来几年主要的业绩增长点。
- **逆变器维持较高增长，价格逐步企稳。**受益于国内光伏市场的启动，公司逆变器业务上半年实现收入 4.3 亿元，同比增长 33.58%，继续维持较高出货量；实现毛利率 30.10%，虽然同比下降了 10.32 个百分点，但环比去年下半年基本持平。
- **充分受益国内光伏市场的爆发。**随着国家“十二五”光伏装机目标规划由 20GW 上调到 35GW，国内光伏市场爆发式增长已经开启，预计 2013-2015 年国内光伏装机容量将分别达到 8GW、10GW、12GW。公司作为国内逆变器龙头企业，一方面将充分受益于逆变器业务的快速增长（公司占据国内逆变器市场约 30% 的份额），另一方面将受益于下游光伏电站系统集成业务的快速增长（EPC 方面，公司在资金、经验、政府关系等方面都具有优势）。
- **盈利预测与投资评级：**调整公司未来三年的盈利预测，调整后，预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为：0.39 元、0.58 元、0.81 元，对应 7 月 26 日收盘价，PE 分别为：43 倍、29 倍、21 倍。考虑到国内光伏市场的爆发将保障公司未来三年的业绩，目前估值基本反映了未来三年的成长性，故维持“增持”评级。
- **风险提示：**逆变器价格继续大幅下跌风险；国内光伏装机容量低于预期风险；EPC 项目违约风险；创业板系统性风险。

Figure 1 财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2501	3452	4658	5954	<b>营业收入</b>	1083	2002	2701	3456
现金	1082	1001	1351	1728	营业成本	724	1522	2054	2619
应收账款	830	1280	1727	2209	营业税金及附加	3	5	7	9
其他应收款	24	44	59	75	营业费用	124	138	173	207
预付账款	21	44	59	75	管理费用	146	178	227	276
存货	400	868	1171	1493	财务费用	-41	-14	-1	18
其他流动资产	145	217	293	374	资产减值损失	73	60	60	60
<b>非流动资产</b>	253	334	365	339	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	181	217	248	248	<b>营业利润</b>	54	113	182	267
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	32	35	38	40
其他非流动资产	56	100	101	75	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2754	3786	5024	6293	<b>利润总额</b>	86	148	219	306
<b>流动负债</b>	881	1830	2909	3960	所得税	13	22	33	46
短期借款	90	141	672	1108	<b>净利润</b>	73	125	187	260
应付账款	388	837	1130	1440	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	403	852	1108	1411	<b>归属母公司净利润</b>	73	125	187	260
<b>非流动负债</b>	27	0	0	0	<b>EBITDA</b>	28	117	205	313
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.23	0.39	0.58	0.81
其他非流动负债	27	0	0	0					
<b>负债合计</b>	908	1830	2909	3960	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	323	323	323	323	<b>成长能力</b>				
资本公积	1220	1220	1220	1220	营业收入	24.0%	84.8%	34.9%	27.9%
留存收益	304	414	572	791	营业利润	-69.3%	107.5%	61.1%	46.8%
归属母公司股东权益	1846	1956	2115	2334	归属于母公司净利润	-57.8%	72.2%	48.8%	39.6%
<b>负债和股东权益</b>	2754	3786	5024	6293	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.2%	24.0%	24.0%	24.2%
					净利率(%)	6.7%	6.3%	6.9%	7.5%
					ROE(%)	3.9%	6.4%	8.8%	11.2%
					ROIC(%)	1.3%	7.7%	10.7%	14.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	33.0%	48.3%	57.9%	62.9%
					净负债比率(%)	9.92%	7.68%	23.09%	27.99%
					流动比率	2.84	1.89	1.60	1.50
					速动比率	2.34	1.39	1.18	1.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.42	0.61	0.61	0.61
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.06	2.49	2.09	2.04
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.39	0.58	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.69	-0.19	-0.28	0.00
					每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.06	6.56	7.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E	73.28	42.55	28.60	20.48
					P/B	2.89	2.73	2.52	2.29
					EV/EBITDA	156	37	21	14

数据来源: 世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**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。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.