

# 西部抢装拉动 EPC 与逆变器业务

## 买入 维持

目标价格：40.00 元

### 公司半年报主要内容:

- 公司发布 2013 年三季度业绩预告:归属于母公司净利润 1.05 ~ 1.18 亿元, 同比增涨 70 ~ 90%, 前三季度 EPS 为 0.32 ~ 0.36 元, 非经常性损益 0.42 亿, 主要包括募集资金利息收入及政府补助。第三季度 EPS 为 0.15 ~ 0.19 元。

### 点评分析:

- 公司三季度业绩超市场预期。主要原因是在 8 月底国内光伏补贴政策落实, 并且明确西部地区的集中式电站标杆电价将在明年下调, 西部地面电站出现抢装潮, 对国内公司逆变器及电站 EPC 两大主业都有非常强的拉动作用。
- 由于四季度仍然是全年收入确认高峰, 单季度业绩超过三季度可能性非常大, 因此全年业绩超预期的概率较大。从公司历年的收入确认规律来看, 具有较强的季节性, 第四季度的收入大幅超过前三季度, 今年公司收入的季节性仍然存在, 因此第四季度收入环比大幅增长的可能性很高, 单季度业绩同样较高, 全年业绩将超过此前预期。
- 近期国内西部地面电站的抢装使得逆变器需求短期内大幅度增长, 造成阶段性供不应求, 逆变器价格有上行趋势。近期西部的地面电站抢装潮造成逆变器需求短期内大量释放, 而各大逆变器厂家的产能扩张需要一定的时间, 导致供需关系紧张, 出现了阶段性的供不应求, 逆变器价格出现上行趋势。
- 西部电站的抢装也大幅度拉动公司电站 EPC 业务的发展。为了满足下游电站业主的快速增加的需求, 公司 EPC 业务的规模可能在短期内迅速扩大, 并且交付时间也可能大幅度提前。公司今年完成 EPC 的工程量有较大的概率远超原先计划的 80~100MW 体量。。
- 由于公司两大主业均加速发展, 上调 2013、14、15 年的 EPS 为 0.59、0.83、1.23 元, 对应的 PE 分别为 52、37、25 倍, 维持“买入”评级, 并上调目标价到 40 元。

### 电力设备与新能源研究组

#### 分析师:

**王静(S1180510120001)**

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

**徐伟(S1180111070035)**

电话: 010-88085388

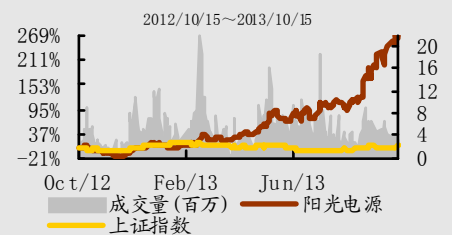
Email: xuwei@hysec.com

**赵曦(S1180511010008)**

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

行业周报\*光伏行业: 分布式示范区公布, 三季度看国内

2013/8/25

公司半年报点评\*金风科技: 毛利回升验证, 中标预示收入拐点 2013/8/25

行业周报\*光伏行业: 多晶硅上涨, 分布式管理办法出台

2013/8/18

公司深度报告\*金风科技: 收入、毛利及预期三重拐点已显现

2013/8/15

公司中报简评\*精功科技: 设备投资仍低廉, 横向拓展成关键

2013/8/11

行业专题报告\*光伏行业: 光伏政策细则落地, 分布式最受 2013/7/16

主要经营指标	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万)	873.64	1083.33	2381.30	3401.50	4609.50
增长率 (%)	45.89	24.00	119.81%	42.84%	35.51%
归母净利润(百万)	172.55	72.80	191.46	271.83	403.20
增长率 (%)	16.56	-57.81	162.99%	41.97%	48.33%
每股收益	0.96	0.23	0.585	0.831	1.232
市盈率	36.11	154.05	52.73	37.14	25.04

**表 3: 阳光电源财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2,495	3,096	3,561	4,367	营业收入	1,083	2,381	3,402	4,610
货币资金	1,103	953	1,361	1,844	营业成本	724	1,758	2,544	3,440
应收与预付款项	991	1,509	1,495	1,700	营业税金及附加	3	7	10	14
存货	400	634	705	824	销售费用	124	226	306	415
<b>非流动资产</b>	239	209	167	114	管理费用	146	179	221	254
固定资产在建工程	218	192	154	103	财务费用	-41	-24	-15	-7
无形资产待摊费用	16	15	13	11	资产减值损失	73	30	35	40
<b>资产总计</b>	2,734	3,305	3,728	4,481	投资收益	-1	0	0	0
<b>流动负债</b>	860	1,269	1,461	1,872	利润总额	86	225	320	474
短期借款	90	74	223	430	所得税	13	34	48	71
应付与预收账款	770	1,195	1,237	1,441	净利润	73	191	272	403
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	27	27	27	27	归属母公司净利	73	191	272	403
<b>负债合计</b>	887	1,296	1,488	1,898	<b>EPS (元)</b>	0.222	0.585	0.831	1.232
股本	323	323	323	323	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	1,220	1,220	1,220	1,220	<b>成长能力</b>				
留存收益	304	467	698	1,041	营业收入	24.00%	119.81%	42.84%	35.51%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	-57.81%	162.99%	41.97%	48.33%
归属于母公司权益	1,846	2,009	2,240	2,583	<b>获利能力</b>				
<b>负债股东权益合计</b>	2,734	3,305	3,728	4,481	毛利率	33.19%	26.16%	25.20%	25.36%
<b>现金流量表</b>					净利率	6.72%	8.04%	7.99%	8.75%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	3.94%	9.53%	12.13%	15.61%
<b>经营活动现金流</b>	-225	-124	275	302	<b>偿债能力</b>				
税后经营利润	73	174	255	386	资产负债率	32.45%	39.20%	39.90%	42.36%
折旧摊销	15	29	32	33	流动比率	2.90	2.44	2.44	2.33
资产减值损失	73	30	35	40	速动比率	2.43	1.94	1.96	1.89
利息费用	-42	-31	-32	-37	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-77	-13	-8	-3	总资产周转率	0.40	0.72	0.91	1.03
<b>融资活动现金流</b>	42	-13	141	184	应收账款周转率	1.14	1.66	2.43	2.93
<b>现金流量净额</b>	-259	-151	408	483	存货周转率	1.81	2.77	3.61	4.18

资料来源: 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

**徐伟:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究助理, 2011 年加盟宏源证券研究所。证券执业资格证书编号 S1180111070035。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

**主要研究覆盖公司:** 平高电气、许继电气、阳光电源、隆基股份、金风科技、航天机电、国电南瑞、置信电气、森源电气、正泰电器、阳光电源、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

**机构销售团队**

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。