

2013年10月24日

韩伟琪  
WeiQi\_Han@e-capital.com.cn  
目标价(元) 35.0

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/10/23)	29.90
深证成指(2013/10/23)	8512.96
股价 12 个月高/低	31.1/6.64
总发行股数(百万)	327.24
A 股数(百万)	141.12
A 市值(亿元)	97.84
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	5.84
股价/账面净值	5.12

	一个月	三个月	发行价
股价涨跌(%)	19.3	72.8	255.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-09-27	25.47	买入

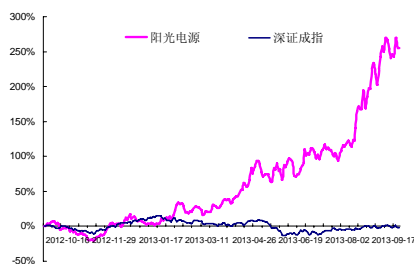
产品组合

光伏逆变器	59.46%
风能变流器	2.43%
分散式电源	0.87%
电站系统集成	36.75%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.2%
----	------

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

期待四季度国内光伏抢装潮

结论与建议:

阳光电源 Q3 继续保持快速的增长速度, 逆变器销售和 EPC 项目的收入确认按部就班地推进。预计国内 Q4 会有光伏电站的抢装潮, 将会推高公司 Q4 的营收和利润。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 0.570 元和 0.859 元, YoY 分别增长 156.22%和 50.78%。2014 年 P/E 为 35 倍。维持买入投资建议, 目标价 35 元 (2014 年 40x)。

- **三季度净利 YoY+250%:** 13 年前三季度阳光电源完成营业收入 12.57 亿元, YoY+112.63%, 实现净利润 1.13 亿元, YoY+82.16%, EPS 为 0.345 元, 其中 Q3 单季营收以及净利润分别为 5.3 亿元和 0.59 亿元, YoY 分别增长 133.3%和 250.3%, QoQ 分别下降 6%和增长 20.9%。
- **1~3Q 电站 EPC 确认收入 3.96 亿元:** 公司酒泉朝阳和酒泉三阳项目共计 9 亿元的 EPC 合同中, 前三季度已确认 3.96 亿元。全年确认金额预计在 6 亿元左右, 将大幅助长公司营收。不过由于电站 EPC 毛利率较低, 故随着营收占比加大, 公司综合毛利率会有所降低。
- **毛利率因业务结构变化而下降, 应收账款增加较多:** 13 年前三季毛利率为 25.28%, YoY 降 11 个百分点, 主要为 EPC 业务占比扩大后的业务结构变化。1~3Q 销售费用支出 0.78 亿元, YoY-3.6%, 管理费用支出 1.1 亿元, YoY+6.2%; 资产减值损失确认 0.46 亿元, YoY+356%, 为应收账款增加后的坏账计提。
- **EPC 项目储备充裕:** 根据公司此前的公告统计, 公司在甘肃省、安徽省和新疆自治区签订的 EPC 合同或框架协议, 涉及电站总量接近 1.9GW, 基本确保了公司未来两年 EPC 业务的爆发式增长。
- **预计全年公司逆变器出货量达到 2.4GW:** 我们维持 13 年国内装机量达到 8GW、公司逆变器出货量 2.4GW 的预期, 14 年国内装机升至 10GW、公司出货量达到 3.4GW 的预期, 同时逆变器价格止跌后, 主营收入将随销量增长而增长。
- **业绩预测:** 预计公司 2013、14 年营收分别达到 21.46 亿元和 33.52 亿元, YoY 分别增长 98.13%和 56.19%; 实现净利润分别为 1.87 亿元和 2.81 亿元, YoY 分别增长 156.22%和 50.78%; EPS 分别为 0.570 元和 0.859 元。2014 年 P/E 为 35 倍。维持买入投资建议, 目标价 35 元 (2014 年 40x)。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	148	173	73	187	281
同比增减	%	320.30%	16.56%	-57.81%	156.22%	50.78%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.101	0.527	0.226	0.570	0.859
同比增减	%	-6.18%	-52.13%	-57.20%	152.56%	50.78%
A 股市盈率(P/E)	X	27.15	56.71	132.48	52.45	34.79
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.050	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.00%	0.67%	0.17%	0.33%	0.33%

图表一：阳光电源电站 EPC 公告合同/协议简要

公告时间	合作方	电站规模	备注
2012-5-29	甘肃酒泉市肃州区	100MW	成立酒泉朝阳、酒泉三阳新能源发电公司，相关项目已获发改委批文
2012-8-31	甘肃省嘉峪关市	1GW	公司每年在嘉峪关市投资建设 200MW 以上光伏发电项目，“十二五”累计 1GW 以上
2013-3-4	甘肃酒泉市敦煌	30MW	成立酒泉辉煌新能源发电公司，相关项目已获发改委批文
	甘肃酒泉市肃州区	49MW	成立酒泉辉阳新能源发电公司，相关项目已获发改委批文
2013-5-14	安徽省亳州市	200MW	5 年内建设并实现并网 50MW 光伏电站及 150MW 屋面分散式光伏项目
2013-5-23	合肥荣事达三洋电器	10~13MW	厂房屋顶光伏发电项目
2013-6-20	新疆维吾尔自治区巴音郭楞蒙古自治州且末县	100MW	5 年建设期分步实施，首期 20MW
2013-7-22	安徽省苏州市埭桥区	100MW	一期 30MW，两年内建成并网；全部 100MW 在三年内完成
2013-9-16	安徽省宿州市灵璧县	100MW	
2013-9-26	安徽省宿州市泗县	200MW	建设意向书

资料来源：公司公告，群益证券（2013/09）

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

 强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% &gt; ER &gt; -10%)

 卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	599	874	1083	2146	3353
经营成本	300	485	724	1648	2579
营业税金及附加	0	6	3	3	5
销售费用	54	83	124	118	178
管理费用	79	100	146	167	248
财务费用	3	-1	-41	-26	10
资产减值损失	7	19	73	70	60
投资收益	0	0	-1	0	0
营业利润	155	177	54	165	273
营业外收入	18	24	32	55	55
营业外支出	0	0	0	1	1
利润总额	172	201	86	219	327
所得税	24	28	13	33	46
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	148	173	73	187	281

**附二：合并资产负债表**

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	321	1338	1082	1178	1261
应收帐款	180	497	947	1231	1515
存货	229	364	400	601	679
流动资产合计	784	2240	2501	3101	3489
长期投资净额	3	1	0	32	35
固定资产合计	58	83	181	226	294
在建工程	2	64	37	85	94
无形资产	5	16	16	18	19
资产总计	855	2413	2754	3498	3947
流动负债合计	443	579	881	1348	1402
长期负债合计	20	24	27	27	40
负债合计	462	603	908	1375	1442
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	393	1810	1846	2123	2506
负债和股东权益总计	855	2413	2754	3498	3947

**附三：合并现金流量表**

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	222	-145	-223	201	251
投资活动产生的现金流量净额	-34	-87	-77	-138	-152
筹资活动产生的现金流量净额	77	1247	42	34	-17
现金及现金等价物净增加额	265	1015	-257	97	82

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。