

## 电站业务拉动业绩高速增长

阳光电源  
(300274.SZ)

### 投资要点：

- 阳光电源发布三季度报告，公司前三季度实现营业收入**12.57亿元**，同比增长**112.63%**，实现归属净利润**1.12亿元**，同比增长**82.16%**。其中第三季度单季实现营业收入**5.34亿元**，同比增长**133.25%**，实现归属净利润**5885万元**，同比增长**250.29%**。
- EPC业务成为公司增长的主要推动力。公司13年营收增加**6.6亿元**，其中EPC业务贡献**3.9亿元**。EPC净利率约为**8%**，贡献的净利润约为**3120万元**，占公司前三季度净利润总和的**50%**以上。
- 公司电站项目充足，国内电站开发环境的持续好转将使未来几年电站开发呈高速增长态势，公司未来EPC收入的大幅增加将带动公司业绩的高速增长。目前酒泉三阳项目已完成基础施工，顺利的话酒泉三阳项目EPC收入有望在四季度得到确认，有望大幅增加公司单季度的收入和净利润。随着国内四季度电站建设进度的加快，公司今年的电站交付规模很有可能在**100MW**以上。
- 国内电站开发环境持续好转，国内四季度电站的抢装行情使得逆变器需求大幅增加，公司逆变器销量在四季度将持续增长，同时阶段性供需关系的转变将使逆变器的价格迎来一定的上涨。
- 盈利预测：我们预测 13-15 年公司 EPS 分别为 0.5 元，0.68 元和 0.85 元，给予“增持”评级。  
风险提示：逆变器价格下降的风险，国内电站开发进度低于预期。

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel：010-59355924

Email：fucx@chinans.com.cn

联系人：马光耀

Tel：010-59355810

Email：magy@chinans.com.cn

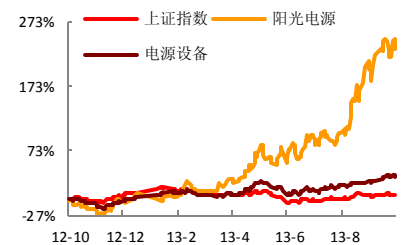
### 投资评级

本次评级：**增持**  
 跟踪评级：**维持**  
 目标价格：

### 市场数据

市价(元)	29.9
上市的流通 A 股(亿股)	1.41
总股本(亿股)	3.27
52 周股价最高最低(元)	33-6
上证指数/深证成指	2183.11/8512.96
2012 年股息率	1.21%

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1083.33	1765.83	2507.48	3159.43
增长率(%)	24.00%	63.00%	42.00%	26.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	72.80	159.81	221.63	278.71
增长率(%)	-57.81%	119.52%	38.68%	25.75%
毛利率%	33.19%	25.00%	25.00%	25.00%
净资产收益率(%)	3.94%	7.97%	9.95%	11.12%
EPS(元)	0.222	0.488	0.677	0.852
P/E(倍)	135.97	61.94	44.66	35.52
P/B(倍)	5.36	4.93	4.44	3.95

数据来源：民族证券

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	2,635	2,909	3,218	<b>营业收入</b>	1,083	1,766	2,507	3,159
现金	1,103	795	929	1,115	营业成本	724	1,324	1,881	2,370
应收账款	947	1,200	1,300	1,400	营业税金及附加	3	4	6	8
其它应收款	24	30	40	40	营业费用	124	106	150	190
预付账款	21	30	40	43	管理费用	146	159	226	284
存货	400	580	600	620	财务费用	-41	-19	-19	-23
其他	0	0	0	0	资产减值损失	73	3	3	3
<b>非流动资产</b>	239	206	174	143	公允价值变动收	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	189	161	133	<b>营业利润</b>	54	188	261	328
无形资产	16	15	13	11	营业外收支	32	0	0	0
其他	41	2	0	0					
<b>资产总计</b>	2,734	2,841	3,083	3,362	<b>利润总额</b>	86	188	261	328
<b>流动负债</b>	860	805	825	825	所得税	13	28	39	49
短期借款	90	0	0	0	<b>净利润</b>	73	160	222	279
应付账款	706	700	700	700	少数股东损益	0	0	0	0
其他	64	105	125	125	<b>归属母公司净利</b>	73	160	222	279
<b>非流动负债</b>	27	30	30	30	EBITDA	62	198	271	332
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.49	0.68	0.85
其他	27	30	30	30	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	887	835	855	855	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	323	323	323	323	营业收入	24.00%	63.00%	42.00%	26.00%
资本公积金	1,220	1,220	1,220	1,220	营业利润	-69.27%	245.95%	38.68%	25.75%
留存收益	304	464	685	964	归属母公司净利	-57.81%	119.52%	38.68%	25.75%
归属母公司股东权益	1,846	2,006	2,228	2,507	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2,734	2,841	3,083	3,362	毛利率	33.2%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>现金流量表</b>					净利率	6.7%	9.1%	8.8%	8.8%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	3.9%	8.0%	9.9%	11.1%
<b>经营活动现金流</b>	-225	-240	115	163	ROIC	2.5%	17.0%	16.7%	19.6%
净利润	73	160	222	279	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	15	29	29	27	资产负债率	32.45%	29.39%	27.73%	25.43%
财务费用	-39	-19	-19	-23	净负债比率	0	0	0	0
投资损失(收益前加-号)	0	0	0	0	流动比率	2.90	3.27	3.53	3.90
营运资金净变动(增加为负)	-265	-420	-127	-130	速动比率	2.43	2.55	2.80	3.15
其它	-9	10	10	10	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-77	3	0	0	总资产周转率	0.40	0.62	0.81	0.94
资本支出	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.14	1.47	1.93	2.26
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	1.81	2.28	3.13	3.82
其他	-77	3	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	42	-71	19	23	每股收益	0.22	0.49	0.68	0.85
短期借款	85	-90	0	0	每股经营现金	-0.69	-0.73	0.35	0.50
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.64	6.13	6.81	7.66
普通股增加	143	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-143	0	0	0	P/E	135.97	61.94	44.66	35.52
其他	-43	19	19	23	P/B	5.36	4.93	4.44	3.95
<b>现金净增加额</b>	-260	-308	134	186	EV/EBITDA	141.53	45.24	32.70	26.11

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

符彩霞，1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事行业与公司研究。

马光耀，

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受任何形式的报酬。

## 研究服务

### 机构销售人员

### 联系电话

### 邮箱

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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。本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。

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。

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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站[www.e5618.com](http://www.e5618.com)信息披露栏查询公司静默期安排。