

再签 500MW 生态光伏电站框架协议

阳光电源
(300274.SZ)

投资要点：

- **事件：**阳光电源与陕西省榆神市榆神工业区管委会就规划建设500MW以上“荒漠治理、煤矿采空区治理与光伏应用相结合”的生态光伏发电项目签订了框架协议。自2014年开始，未来五年内，每年建设100MW生态光伏发电项目，年均用荒地、煤矿采空塌陷区等废弃土地4000亩，年均投资金额约10亿元人民币。此项目不同于以往的地面电站和分布式屋顶项目，所占土地为荒地和煤矿采空塌陷区，土地使用成本将低于一般的地面电站。

投资要点：

- 电站业务成为公司13年业绩增长的主要推动力，电站贡献前三季度净利润总和的50%以上。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。
- 公司电站项目充足，目前公司累计所获电站开发协议规模在2GW以上，包括地面电站和分布式电站，位于甘肃，安徽，山东，陕西和山西等地。在青海产能的扩充有助于后续在优质区域电站路条的获取。根据公司与甘肃等地签订的众电站开发协议，明后年公司电站的建设规模将迅速加大，电站确认收入将迅速扩大。
- 逆变器出货量和盈利能力双提升。从明年电站新增装机规模增速为50%，公司作为国内逆变器龙头明年出货量将大幅增长。目前逆变器价格保持稳定，公司产品持续升级促进成本的下降，逆变器的盈利能力将持续提升。
盈利预测：我们预测13-15年公司EPS分别为0.5元，0.74元和0.95元，对应目前的股价分别为60倍，40倍和30倍，目前股价基本反应了公司的盈利预期，给予“增持”评级。
- 风险提示：电站转让进度低于预期。

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

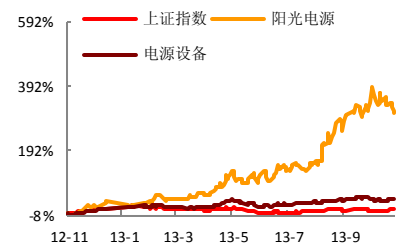
投资评级

本次评级：增持
跟踪评级：维持
目标价格：

市场数据

市价(元) 29.62
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) 35.4-6.58
上证指数/深证成指 2196.38/8523.75
2012 年股息率 1.16%

52 周相对市场改变



相关研究

阳光电源(300274.SZ)-----20131024
电站业务拉动业绩高速增长

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	2737.04	3558.15
增长率(%)	24.00%	63.00%	55.00%	30.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	72.80	159.81	240.83	312.44
增长率(%)	-57.81%	119.52%	50.70%	29.73%
毛利率%	33.19%	25.00%	25.00%	25.00%
净资产收益率(%)	3.94%	7.97%	10.72%	12.21%
EPS(元)	0.222	0.488	0.736	0.955
P/E(倍)	132.78	60.49	40.14	30.94
P/B(倍)	5.24	4.82	4.30	3.78

数据来源：民族证券

表 1: 阳光电源光伏电站获取情况

2012.9.01	甘肃省嘉峪关市	甲方从 2012 年开始, 每年为乙方配置光伏发电资源 200MW 以上, “十二五”期间, 累计配置光伏发电资源 1000MW 以上, 并积极协助企业获得发改委核准。乙方在嘉峪关市投资建设光伏发电项目, 每年建设 200MW 以上, “十二五”期间, 累计建设光伏电站 1000MW 以上;	1GW
2012.11.14		与三峡新能源合作, 开发朝阳和三阳 100MW 电站, 公司在两个公司中占 10% 股权, 公司负责 EPC, 并网后转让。合同金额 9 亿元。	100MW
2013.5.23	合肥	与合肥荣事达三洋电器股份有限公司就在甲方屋顶开发光伏系统签订了合作协议。 1、2013-2015 年间, 双方合作在甲方具备条件的厂房屋顶开发建设光伏发电系统(下称光伏电站)。 2、2013 年完成二工厂(合欢路) 2.893MW 屋顶发电项目建设, 实现并网发电。 3、甲方向乙方出租其所有的、拥有合法处分权的、符合光伏电站开发条件的仓房屋顶租赁给乙方进行光伏电站的开发。租赁期限为 25 年, 双方再根据具体光伏电站实施情况签署租赁协议/电力购买协议; 4、电站乙方所有。	10-13MW
2013.7.18	安徽省宿州市埇桥区	宿州市埇桥区解集乡及周边区域投资兴建 100MW 光伏电站生产项目。在一期 30MW 项目得到有关部门核准后三个月内开工建设, 且在合同签订后两年内建成并网发电; 全部 100MW 光伏电站项目则在三年内建成且并网发电。	100MW
2013.9.13	与安徽省宿州市灵璧县	乙方在该项目合同签署后三个月内, 应立即委托有能力和资质的设计单位对该光伏电站一期 30MW 项目区域进行前期勘测设计工作, 尽快向国家、省、市能源局申报项目有关程序, 在一期 30MW 项目得到有关部门核准后六个月内开工建设, 且在合同签订后两年内建成并网发电; 全部 100MW 光伏电站项目则在三年内建成且并网发电	100MW
2013.9.26	安徽省宿州市泗县	在一期 50MW 项目得到有关部门核准后六个月内开工建设, 且在合同签订后两年内建成并网发电; 全部 200MW 光伏电站项目则在三年内建成且并网发电。	200MW
2013.10.25	山东省枣庄市山亭区北庄镇	协议有效期 3 年。	20MW
2013.11.04	合肥市高新开发区	与苏美达成立合资公司, 公司占股 15%, 开发 32MW 分布式电站。在项目并网发电验收完成后一至两年, 在满足一定条件的情况下, 甲方按原始出资额加银行同期贷款利息分两次先后回购乙方所持合资公司的 10%、5% 的股权。竣工时间 2014.3.31	32MW

2013.11.07	山西省阳泉市盂县	乙方在该项目协议签署后一个月内，应立即委托有能力和资质的设计单位对该光伏电站一期 50MW 项目区域进行前期勘测设计工作，尽快向国家、省发改部门申报项目备案等有关程序，在一期 50MW 项目具备开工条件后三个月内开工建设，且在合同签订后两年内建成并网发电；全部 100MW 光伏电站项目则在三年内建成且并网发电	100MW
2013.11.22	陕西榆神市	就规划建设 500MW 以上“荒漠治理、煤矿采空区治理与光伏应用相结合”的生态光伏发电项目签订了框架协议。 自 2014 年开始，未来五年内，每年建设 100MW 生态光伏发电项目，年均用荒地、煤矿采空塌陷区等废弃土地 4000 亩，年均投资金额约 10 亿元人民币。	500MW

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
流动资产	2,495	2,635	2,928	3,271	营业收入	1,083	1,766	2,737	3,558
现金	1,103	795	948	1,168	营业成本	724	1,324	2,053	2,669
应收账款	947	1,200	1,300	1,400	营业税金及附加	3	4	7	9
其它应收款	24	30	40	40	营业费用	124	106	164	213
预付账款	21	30	40	43	管理费用	146	159	246	320
存货	400	580	600	620	财务费用	-41	-19	-20	-24
其他	0	0	0	0	资产减值损失	73	3	3	3
非流动资产	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	营业利润	54	188	283	368
无形资产	16	15	13	11	营业外收支	32	0	0	0
其他	41	2	0	0					
资产总计	2,734	2,841	3,102	3,415	利润总额	86	188	283	368
流动负债	860	805	825	825	所得税	13	28	43	55
短期借款	90	0	0	0	净利润	73	160	241	312
应付账款	706	700	700	700	少数股东损益	0	0	0	0
其他	64	105	125	125	归属母公司净利	73	160	241	312
非流动负债	27	30	30	30	EBITDA	62	198	293	371
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.49	0.74	0.95
其他	27	30	30	30	主要财务比率				
负债合计	887	835	855	855	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	323	323	323	323	营业收入	24.00%	63.00%	55.00%	30.00%
资本公积金	1,220	1,220	1,220	1,220	营业利润	-69.27%	245.95%	50.70%	29.73%
留存收益	304	464	705	1,017	归属母公司净利	-57.81%	119.52%	50.70%	29.73%
归属母公司股东权益	1,846	2,006	2,247	2,560	获利能力				
负债和股东权益	2,734	2,841	3,102	3,415	毛利率	33.2%	25.0%	25.0%	25.0%
现金流量表					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%	10.7%	12.2%
经营活动现金流	-225	-240	134	196	ROIC	2.5%	17.0%	18.2%	22.0%
净利润	73	160	241	312	偿债能力				
折旧摊销	15	29	29	27	资产负债率	32.45%	29.39%	27.56%	25.04%
财务费用	-39	-19	-20	-24	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	3.55	3.97
营运资金净变动(增加为负)	-265	-420	-130	-131	速动比率	2.43	2.55	2.82	3.21
其它	-9	10	13	11	营运能力				
投资活动现金流	-77	3	0	0	总资产周转率	0.40	0.62	0.88	1.04
资本支出	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.14	1.47	2.11	2.54
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	1.81	2.28	3.42	4.30
其他	-77	3	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	42	-71	20	24	每股收益	0.22	0.49	0.74	0.95
短期借款	85	-90	0	0	每股经营现金	-0.69	-0.73	0.41	0.60
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.64	6.13	6.87	7.82
普通股增加	143	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-143	0	0	0	P/E	132.78	60.49	40.14	30.94
其他	-43	19	20	24	P/B	5.24	4.82	4.30	3.78
现金净增加额	-260	-308	153	220	EV/EBITDA	137.83	44.09	29.36	22.63

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。

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信息披露栏查询公司静默期安排。