

投资品 - 电气设备

EPC 业务再下一城，今明两年业绩有保障

——阳光电源（300274）与华能新能源签署合作协议点评

2014 年 2 月 18 日

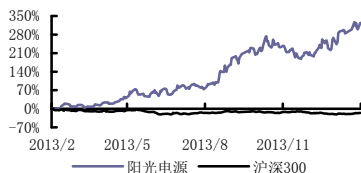
评级：（维持）买入

市场数据	2014 年 2 月 17 日
当前价格（元）	39.94
52 周价格区间（元）	9.18-40.20
总市值（百万）	13069.97
流通市值（百万）	5636.33
总股本（百万股）	327.24
流通股（百万股）	141.12
日均成交额（百万）	84.50
近一月换手（%）	37.42%
Beta（2 年）	
第一大股东	曹仁贤
公司网址	http://www.sungrowpower.com

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1083	2257	3693	4959
收入同比（%）	24%	108%	64%	34%
净利润（百万元）	73	190	354	456
净利润同比（%）	-58%	161%	86%	29%
毛利率（%）	33.2%	23.8%	23.6%	22.5%
ROE（%）	3.9%	9.4%	15.2%	16.8%
每股收益（元）	0.23	0.59	1.10	1.41
P/E	178.29	68.19	36.66	28.48

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	57.06%	91.19%	1120.56%
沪深 300	6.11%	-1.66%	-16.60%

相关报告

《进军分布式光伏发电领域，前景值得期待》
 《EPC 业务有序确认收入，逆变器出货大增》
 《EPC 业务开始发力，逆变器价格企稳》

郭江龙

执业证书号：S1030513120001
 0755-83199599-8284

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。

- **事件：与华能新能源签署合作协议。**公司 2 月 17 日与华能新能源股份有限公司正式签署《战略合作框架协议》，就光伏发电项目展开合作。双方计划在 2014-2015 年间，拟合作开发 30 万千瓦以上由乙方（阳光电源）提供的光伏发电项目，合作模式为甲方（华能新能源）独立开发或双方合资合作开发。
- **合作将实打实增厚公司今明两年业绩。**华能新能源是华能集团新能源业务子公司，是行业内标杆性的新能源投资开发公司。公司此次与华能新能源合作，不仅具有行业代表性（首次与代表大型地面电站开发主流的大型发电集团/央企合作），而且也将实打实增厚今明两年业绩。根据合作协议，2014-2015 年公司 will 提供 30 万千瓦以上的光伏发电项目，预计项目投资总额将在 24 亿元以上，根据公司当前的 EPC 项目的净利润率水平，预计项目将贡献净利润额超过 1.8 亿元（年均超过 9000 万元，增厚 EPS 约 0.275 元）。
- **今明两年业绩高速增长有保障。**随着国内光伏装机规模的高速增长（预计 2014 年光伏装机将达到 14GW），公司逆变器和电站 EPC 业务迎来空前发展机遇：（1）逆变器方面，2014、2015 年逆变器出货量有望分别超过 4GW、4.5GW，同比分别增长 15-20%、10-15%；（2）EPC 方面，根据公司已签署的框架合作协议，公司 EPC 储备项目超过 3GW，预计 2014-2015 年电站出货量有望达 350MW、500MW（出售金额有望超过 28 亿元、40 亿元，净利润有望超过 2 亿元、3 亿元）。
- **盈利预测与投资评级：**上调公司今明两年盈利预测，调整后预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为：1.10 元、1.41 元，对应于 2 月 17 日收盘价，PE 分别为：36 倍、28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内光伏装机低于预期；合作项目违约风险；其他。

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
流动资产	2501	3895	6377	8596	营业收入	1083	2257	3693	4959
现金	1082	1129	1846	2480	营业成本	724	1720	2823	3844
应收账款	830	1443	2361	3170	营业税金及附加	3	6	9	13
其他应收款	24	49	80	108	营业费用	124	124	166	198
预付账款	21	49	81	110	管理费用	146	169	240	298
存货	400	980	1609	2191	财务费用	-41	-11	16	50
其他流动资产	145	245	400	537	资产减值损失	73	60	60	60
非流动资产	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	营业利润	54	189	379	496
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
资产总计	2754	4229	6743	8936	利润总额	86	224	417	536
流动负债	881	2208	4410	6226	所得税	13	34	62	80
短期借款	90	305	1344	2058	净利润	73	190	354	456
应付账款	388	946	1553	2114	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	403	957	1513	2053	归属母公司净利润	73	190	354	456
非流动负债	27	0	0	-0	EBITDA	28	197	418	574
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.23	0.59	1.10	1.41
其他非流动负债	27	0	0	-0					
负债合计	908	2208	4410	6226	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	323	323	323	323	成长能力				
资本公积	1220	1220	1220	1220	营业收入	24.0%	108.4%	63.6%	34.3%
留存收益	304	478	790	1168	营业利润	-69.3%	248.1%	100.2%	31.1%
归属母公司股东权益	1846	2021	2333	2710	归属于母公司净利润	-57.8%	161.5%	86.0%	28.7%
负债和股东权益	2754	4229	6743	8936	获利能力				
					毛利率(%)	33.2%	23.8%	23.6%	22.5%
					净利率(%)	6.7%	8.4%	9.6%	9.2%
					ROE(%)	3.9%	9.4%	15.2%	16.8%
					ROIC(%)	1.3%	12.7%	18.3%	20.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.0%	52.2%	65.4%	69.7%
					净负债比率(%)	9.92%	13.81%	30.48%	33.06%
					流动比率	2.84	1.76	1.45	1.38
					速动比率	2.34	1.30	1.06	1.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.65	0.67	0.63
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.06	2.58	2.26	2.10
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.59	1.10	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.69	-0.30	-0.62	0.15
					每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.27	7.23	8.40
					估值比率				
					P/E	178.29	68.19	36.66	28.48
					P/B	7.03	6.42	5.56	4.79
					EV/EBITDA	437	62	29	21

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-223	-96	-199	48
净利润	73	190	354	456
折旧摊销	15	19	24	28
财务费用	-41	-11	16	50
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-333	-310	-697	-569
其他经营现金流	63	16	104	83
投资活动现金流	-77	-67	-65	0
资本支出	92	100	65	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	16	33	0	0
筹资活动现金流	42	210	982	585
短期借款	85	215	1039	714
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	143	0	0	0
资本公积增加	-143	0	0	0
其他筹资现金流	-43	-5	-58	-129
现金净增加额	-256	47	718	633

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.