

投资品 - 电气设备

业绩靓丽，今年还将延续高增长

——阳光电源（300274）年报及一季度业绩预告点评

2014 年 3 月 20 日

评级：（维持）买入

市场数据		2014 年 3 月 19 日
当前价格（元）		34.00
52 周价格区间（元）		9.84-40.20
总市值（百万）		11126.16
流通市值（百万）		4798.08
总股本（百万股）		327.24
流通股（百万股）		141.12
日均成交额（百万）		84.85
近一月换手（%）		36.91%
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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2120	3610	4335	5034
收入同比（%）	96%	70%	20%	16%
净利润（百万元）	181	330	384	468
净利润同比（%）	149%	82%	16%	22%
毛利率（%）	24.1%	20.3%	19.5%	19.3%
ROE（%）	8.8%	13.9%	13.9%	14.5%
每股收益（元）	0.55	1.01	1.17	1.43
P/E	61.46	33.68	28.97	23.77

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	-41.35%	50.49%	757.99%
沪深 300	-8.13%	-9.07%	-16.01%

相关报告

《EPC 业务再下一城，今明两年业绩有保障——与华能新能源签署合作协议事件点评》，2014.2
 《进军分布式光伏发电领域，前景值得期待——阳光电源事件点评》，2013.11
 《EPC 业务有序确认收入，逆变器出货大增——阳光电源季报点评》，2013.10
 《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。

- **业绩靓丽：**2013 年，公司实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 96%；实现营业利润 1.76 亿元，同比增长 224%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 149%。同时，公司预计 2014 年一季度实现归母净利润 3500-4500 万元，同比增长 569%-760%。
- **逆变器市场份额稳固，毛利率企稳。**受益于国内光伏市场的爆发，2013 年公司光伏逆变器国内出货量达到 3.5GW，同比增长 179%。按照 2013 年全国 11.3GW 的装机规模测算，公司在国内的市场份额依然保持在 30%以上，龙头地位异常稳固。毛利率方面，全年毛利率为 30.16%，持平于上半年的 30.1%。
- **EPC 业务大幅贡献业绩。**公司近年新开拓的光伏电站系统集成业务 2013 年实现多个项目的转让并确认项目的部分收入（合计 6.61 亿元），实现毛利率 10.24%，预计贡献净利润超过 5000 万元，成为收入和净利润的重要来源。此外，公司已签署合同、意向协议的储备项目接近 1GW，为未来几年的业务发展奠定了坚实基础。
- **现金流良好，资金充裕。**2013 年，公司实现经营性现金流 2.94 亿元，超净利润额，也扭转了连续两年经营性现金流为负的局面，显示公司对上下游的议价能力增强。此外，年末公司在手货币资金达 12.58 亿元，充裕的资金能够保障 EPC 业务的快速发展。
- **2014 年将继续高增长。**2014 年国内光伏装机规模预计达 14GW，公司逆变器出货量有望超过 4.5GW；电站开发转让规模有望超过 300MW，EPC 业务收入有望超过 25 亿元（净利润额超 2 亿元）。
- **维持“买入”评级：**较保守预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为：1.01 元、1.17 元，对应 19 日收盘价，PE 分别为：34 倍、29 倍，鉴于公司的高成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；创业板整体估值回调；其他。

Figure 1 财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3519	5476	6524	7581	营业收入	2120	3610	4335	5034
现金	1258	1805	2168	2517	营业成本	1610	2879	3488	4062
应收账款	1143	1799	2160	2508	营业税金及附加	12	18	22	25
其他应收款	36	62	74	86	营业费用	129	148	169	186
预付账款	11	29	35	41	管理费用	161	186	212	232
存货	780	1313	1524	1775	财务费用	-26	-13	-6	-9
其他流动资产	291	469	564	654	资产减值损失	62	60	60	60
非流动资产	388	449	473	440	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	271	296	318	309	营业利润	176	333	389	478
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	34	35	38	40
其他非流动资产	66	133	135	111	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3906	5926	6997	8021	利润总额	209	367	427	517
流动负债	1788	3547	4235	4790	所得税	28	37	43	49
短期借款	50	538	596	677	净利润	181	330	384	468
应付账款	927	1670	2023	2356	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	811	1339	1615	1757	归属母公司净利润	181	330	384	468
非流动负债	70	0	0	0	EBITDA	175	346	415	504
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	1.01	1.17	1.43
其他非流动负债	70	0	0	0					
负债合计	1858	3547	4235	4790	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	327	327	327	327	成长能力				
资本公积	1252	1252	1252	1252	营业收入	95.7%	70.3%	20.1%	16.1%
留存收益	469	799	1184	1651	营业利润	223.5%	89.1%	17.1%	22.7%
归属母公司股东权益	2048	2379	2763	3231	归属于母公司净利润	148.7%	82.5%	16.3%	21.9%
负债和股东权益	3906	5926	6997	8021	获利能力				
					毛利率(%)	24.1%	20.3%	19.5%	19.3%
					净利率(%)	8.5%	9.1%	8.9%	9.3%
					ROE(%)	8.8%	13.9%	13.9%	14.5%
					ROIC(%)	15.5%	26.7%	29.6%	31.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.6%	59.9%	60.5%	59.7%
					净负债比率(%)	2.69%	15.18%	14.08%	14.14%
					流动比率	1.97	1.54	1.54	1.58
					速动比率	1.50	1.15	1.16	1.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.73	0.67	0.67
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.45	2.22	1.89	1.86
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	1.01	1.17	1.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.33	1.11	0.79
					每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.27	8.44	9.87
					估值比率				
					P/E	61.46	33.68	28.97	23.77
					P/B	5.43	4.68	4.03	3.44
					EV/EBITDA	56	29	24	20

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	294	108	364	260
净利润	181	330	384	468
折旧摊销	26	27	32	35
财务费用	-26	-13	-6	-9
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	50	-201	-91	-269
其他经营现金流	65	-35	45	35
投资活动现金流	-82	-61	-65	0
资本支出	104	100	65	0
长期投资	-25	-31	0	0
其他投资现金流	-3	8	0	0
筹资活动现金流	-36	500	64	90
短期借款	-40	488	58	81
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0
资本公积增加	32	0	0	0
其他筹资现金流	-33	11	6	9
现金净增加额	176	547	362	350

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.