

阳光电源(300274) 2013 年年报点评

# 期间费用率大幅下降, EPC 业务快速发展

## 投资要点

- 2013 年公司实现营业收入 21.20 亿元, 同比增长 95.73%; 营业利润 1.76 亿元, 同比增长 223.52%; 归属于上市公司股东的净利润 1.81 亿元, 同比增长 148.66, 折合每股收益 0.56 元; 拟每 10 股转增 10 股派现金 1.2 元(含税)。
- **光伏电站系统集成业务快速发展。**公司营业收入、净利润大幅增长的主要原因如下: (1) 募投年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目投产, 且 2013 年国内光伏市场转暖使得现有产能得到充分发挥, 光伏逆变器业务实现营业收入 13.68 亿元, 同比增长 41.32%; (2) 新开拓的光伏电站系统集成业务实现营业收入 6.61 亿元, 增量收入使得公司营收规模明显提高。
- **期间费用率大幅下降提高公司盈利能力。**报告期内公司销售毛利率为 24.09%, 同比下降 7.31 个百分点, 下降主要原因为: (1) 占营业收入 64.53% 的逆变器业务毛利率同比下降 3.49 个百分点至 30.16%, 由于竞争激烈我们预计今年该业务毛利率将继续下降; (2) 新增的电站系统集成业务(不含自制品)占营业收入的 31.18%, 而毛利率为 10.24%, 拉低了公司综合毛利率水平。虽然公司毛利率有所下降, 但销售净利率反而同比上升 1.82 个百分点至 8.54%, 主要原因为公司费用管控良好, 在营业收入和净利润大幅增长的情况下, 销售费用和管理费用同比仅增长 3.59% 和 10.57%。
- **预计一季度业绩同比增长 568.99%-760.12%。**公司预计一季度实现归属于上市公司股东净利润 3500 万元-4500 万元, 同比增长 568.99%-760.12%, 其中非经常性损益约 950 万元。预计业绩大幅增长主要原因为光伏电站系统集成业务较去年同期大幅增长。
- **大量订单保业绩高增长。**目前公司重大在手订单合计 14.94 亿元, 分别为与酒泉朝阳、三阳新能源未确认收入的 3.68 亿元 EPC 合同, 与江苏、合肥苏美达的 9.86 亿分布式光伏电站 EPC 合同, 与振发新能源的 1.4 亿元逆变器合同。2014 年国家规划光伏新增装机量达 14GW, 公司作为国内市占率第一的光伏逆变器生产商将从中获益, 也有望收获更多 EPC 业务订单。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.06 元、1.52 元、2.00 元, 对应 PE 为 31X、21X、16X, 首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏电站业务开发低于预期; 逆变器毛利率大幅下滑。

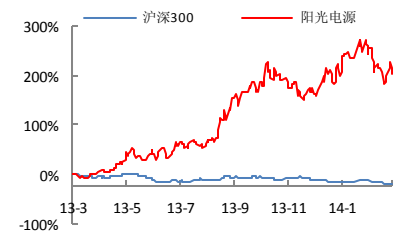
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2120.40	3286.61	4568.39	5847.54
增长率	95.73%	55.00%	39.00%	28.00%
归属母公司净利润(百万元)	181.03	348.26	498.52	652.27
增长率	148.66%	92.37%	43.15%	30.84%
每股收益 EPS(元)	0.55	1.06	1.52	2.00
净资产收益率 ROE	8.84%	14.53%	17.22%	18.39%
PE	58.84	30.59	21.37	16.33
PB	5.20	4.44	3.68	3.00

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 刘正  
执业证号: S1250513090003  
电话: 023-63810475  
邮箱: liuzh@swsc.com.cn  
研究助理: 文雪颖  
电话: 023-67909731  
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	3.27
流通 A 股(亿股)	1.41
52 周内股价区间(元)	9.52-41.07
总市值(亿元)	106.52
总资产(亿元)	39.06
每股净资产(元)	6.26

## 相关研究

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1249.75	833.91	1311.28	1248.70	营业收入	2120.4	3286.61	4568.39	5847.54
应收和预付款项	1473.40	2347.23	2962.99	3833.74	减:营业成本	1609.5	2497.83	3449.14	4397.35
存货	779.59	1051.48	1476.97	1746.58	营业税金及附加	11.57	17.94	24.93	31.91
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	128.51	199.20	276.88	354.41
长期股权投资	31.02	31.02	31.02	31.02	管理费用	161.37	250.12	347.66	445.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-26.42	-48.54	-50.56	-55.22
固定资产和在建工程	299.44	298.26	299.28	298.00	资产减值损失	61.82	51.40	51.40	51.40
无形资产和开发支出	30.95	30.95	30.95	30.95	加:投资收益	1.86	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3.39	1.70	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3867.55</b>	<b>4594.55</b>	<b>6112.50</b>	<b>7189.01</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>175.82</b>	<b>318.67</b>	<b>468.94</b>	<b>622.68</b>
应付和预收款项	1698.99	2127.73	3147.16	3571.40	加:其他非经营损益	33.06	29.58	29.58	29.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>208.88</b>	<b>348.25</b>	<b>498.52</b>	<b>652.26</b>
其他负债	70.35	70.35	70.35	70.35	减:所得税	27.85	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>1819.34</b>	<b>2198.08</b>	<b>3217.51</b>	<b>3641.76</b>	净利润	181.03	348.25	498.52	652.26
股本	327.24	327.24	327.24	327.24	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1251.82	1251.82	1251.82	1251.82	归属母公司股东净利润	181.03	348.26	498.52	652.27
留存收益	469.14	817.40	1315.91	1968.18	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	2048.19	2396.45	2894.97	3547.24	经营性现金净流量	267.60	-358.54	491.66	-47.96
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.01	投资性现金净流量	-82.05	-29.42	-38.42	-43.42
<b>股东权益合计</b>	<b>2048.21</b>	<b>2396.47</b>	<b>2894.98</b>	<b>3547.25</b>	筹资性现金净流量	-36.10	-27.89	24.13	28.80
负债和股东权益合计	3867.55	4594.55	6112.50	7189.01	<b>现金流量净额</b>	<b>149.82</b>	<b>-415.84</b>	<b>477.38</b>	<b>-62.58</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn