

阳光电源 (300274.SZ)

太阳能行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

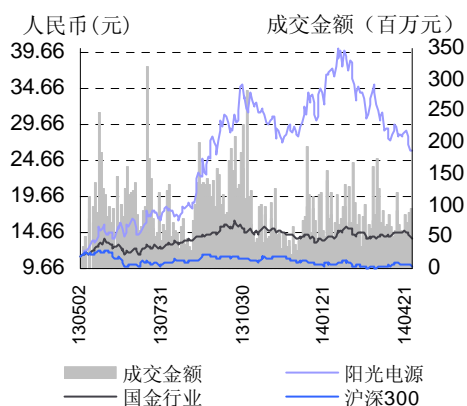
市价(人民币): 26.11元

降本推升毛利率, 电站加逆变器出口保增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	141.12
总市值(百万元)	85.44
年内股价最高最低(元)	40.20/11.34
沪深 300 指数	2167.83



相关报告

- 《逆变器龙头地位不改, 电站业务高速增长可期》, 2014.3.20
- 《逆变器毛利率显著回升, 电站业务继续加力》, 2013.10.24

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.226	0.553	1.227	1.723	2.388
每股净资产(元)	5.72	6.26	7.49	9.21	11.60
每股经营性现金流(元)	-0.69	0.90	1.97	1.33	2.79
市盈率(倍)	38.10	58.12	27.70	19.73	14.24
行业优化市盈率(倍)	27.15	42.54	42.59	42.59	42.59
净利润增长率(%)	-57.81%	148.66%	121.84%	40.43%	38.55%
净资产收益率(%)	3.94%	8.84%	16.39%	18.71%	20.59%
总股本(百万股)	322.56	327.24	327.24	327.24	327.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2014 一季报, 收入 4.43 亿元, 同比增长 186%, 净利润 4147 万元, 同比增长 692%, 符合业绩预告范围和市场预期。

经营分析

- 光伏电站系统集成业务收入同比大增、以及大批于 2013 年底交货的逆变器收入在 Q1 确认推动收入和利润同比大幅增长: 公司 Q1 收入中新增系统集成业务收入 1.5 亿元, 逆变器收入增速约为 90%, 由于公司下游光伏电站市场在 Q1 是全年淡季, 该季度表现为公司实现全年目标打下良好基础。
- 毛利率环比上升: 公司一季度综合毛利率 28.7%, 环比增加 6.3 个百分点, 但考虑到收入结构对毛利率影响较大, 我们拆分分析: 假设系统集成业务毛利率为 12%, 则可测算出 Q1 逆变器业务毛利率约为 37% (2013 年全年为 30%), 环比上升显著, 反映出体现公司降本成果的逆变器新产品占发货量比例上升对公司盈利能力的突出提升效果。
- 光伏电站系统集成储备丰富, 彰显异地扩张实力: 公司近期分别于江苏淮安市、河北张家口市、内蒙古多地政府等签署光伏电站开发合作协议, 作为民营企业彰显出难得的强大异地扩张实力, 为公司光伏电站开发及系统集成业务储备了丰富的项目资源。
- 国内优良的运行业绩助力逆变器产品出口加速: 随着公司逆变器产品在国内市场经过多年运行验证, 海外客户接受度迅速提升, 公司今年以来已成功向美国、土耳其市场供货; 在中国西部恶劣运行环境下积累的宝贵产品经验还帮助公司的 1MW 箱型逆变站产品于近期通过了 TUV 莱茵的严苛环境测试, 为公司产品进一步打开海外市场奠定基础。

盈利调整

- 我们维持公司 2014~2016E 年 EPS 预测为 1.23, 1.72, 2.39 元。

投资建议

- 公司在国内逆变器行业龙头地位稳固, 电站业务快速扩张和逆变器出口为公司提供持续的增长动力, 国内电动汽车市场的启动也为公司相关业务储备的发展带来空间。近期创业板大幅下跌令公司 PE 估值已回落至 21 倍左右, 建议积极布局, 维持“买入”评级。

图表1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	874	1,083	2,120	4,103	5,797	8,010
增长率		24.0%	95.7%	93.5%	41.3%	38.2%
主营业务成本	-485	-724	-1,610	-3,314	-4,778	-6,708
%销售收入	55.5%	66.8%	75.9%	80.8%	82.4%	83.7%
毛利	389	360	511	789	1,019	1,303
%销售收入	44.5%	33.2%	24.1%	19.2%	17.6%	16.3%
营业税金及附加	-6	-3	-12	-16	-23	-32
%销售收入	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-83	-124	-129	-144	-174	-200
%销售收入	9.5%	11.5%	6.1%	3.5%	3.0%	2.5%
管理费用	-100	-146	-161	-226	-261	-280
%销售收入	11.5%	13.5%	7.6%	5.5%	4.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	199	87	209	403	561	790
%销售收入	22.8%	8.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.9%
财务费用	1	41	26	38	52	74
%销售收入	-0.1%	-3.8%	-1.2%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-19	-73	-62	-16	-6	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	-1	2	2	4	6
%税前利润	n.a	n.a	0.9%	0.4%	0.6%	0.7%
营业利润	177	54	176	427	611	862
营业利润率	20.2%	5.0%	8.3%	10.4%	10.5%	10.8%
营业外收支	24	32	33	43	49	52
税前利润	201	86	209	470	660	914
利润率	23.0%	7.9%	9.9%	11.4%	11.4%	11.4%
所得税	-28	-13	-28	-68	-96	-133
所得税率	14.1%	15.3%	13.3%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	173	73	181	402	564	781
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	173	73	181	402	564	781
净利率	19.8%	6.7%	8.5%	9.8%	9.7%	9.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,338	1,082	1,258	2,001	2,375	3,236
应收款项	513	971	1,462	2,024	2,728	3,610
存货	364	400	780	1,090	1,440	1,838
其他流动资产	26	48	19	35	40	42
流动资产	2,240	2,501	3,519	5,150	6,583	8,726
%总资产	92.8%	90.8%	90.1%	93.4%	94.6%	95.8%
长期投资	1	0	31	31	31	31
固定资产	147	218	299	308	320	326
%总资产	6.1%	7.9%	7.7%	5.6%	4.6%	3.6%
无形资产	20	21	34	22	23	24
非流动资产	173	253	388	363	376	384
%总资产	7.2%	9.2%	9.9%	6.6%	5.4%	4.2%
资产总计	2,413	2,754	3,906	5,512	6,959	9,110
短期借款	5	90	50	200	150	100
应付款项	543	770	1,699	2,801	3,726	5,134
其他流动负债	31	21	52	62	70	80
流动负债	579	881	1,801	3,063	3,945	5,314
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	24	27	57	0	0	0
负债	603	908	1,858	3,063	3,945	5,315
普通股股东权益	1,810	1,846	2,048	2,450	3,014	3,795
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,413	2,754	3,906	5,512	6,959	9,110

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.963	0.226	0.553	1.227	1.723	2.388
每股净资产	10.099	5.724	6.259	7.486	9.210	11.598
每股经营现金净流	-0.808	-0.691	0.899	1.971	1.328	2.790
每股股利	0.000	0.200	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.53%	3.94%	8.84%	16.39%	18.71%	20.59%
总资产收益率	7.15%	2.64%	4.63%	7.29%	8.10%	8.58%
投入资本收益率	9.42%	3.80%	8.65%	13.00%	15.17%	17.34%
增长率						
主营业务收入增长率	45.89%	24.00%	95.73%	93.50%	41.28%	38.19%
EBIT增长率	21.00%	-56.38%	141.00%	92.52%	39.27%	40.78%
净利润增长率	16.56%	-57.81%	148.66%	121.84%	40.43%	38.55%
总资产增长率	182.25%	14.13%	41.83%	41.12%	26.24%	30.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.4	221.9	169.8	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	223.0	192.6	133.8	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	207.5	177.3	149.0	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	34.7	61.0	46.6	25.6	18.9	14.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.66%	-53.72%	-58.98%	-73.50%	-73.82%	-82.61%
EBIT利息保障倍数	-301.7	-2.1	-7.9	-10.7	-10.8	-10.6
资产负债率	25.01%	32.96%	47.56%	55.56%	56.69%	58.34%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	173	73	181	402	564	781
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	88	88	49	45	53
非经营收益	1	-51	-37	-15	-41	-50
营运资金变动	-347	-333	62	209	-133	128
经营活动现金净流	-145	-223	294	645	435	913
资本开支	-83	-92	-104	13	-3	0
投资	-8	-4	-30	-1	0	0
其他	3	19	51	2	4	6
投资活动现金净流	-87	-77	-82	14	1	6
股权募资	1,276	0	25	0	0	0
债权募资	0	85	-40	93	-50	-49
其他	-27	-42	-20	-10	-11	-8
筹资活动现金净流	1,249	43	-36	84	-61	-57
现金净流量	1,017	-256	176	743	374	862

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	8	11	27
增持	1	1	8	10	23
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.53	1.50	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-13	中性	9.31	N/A
2 2012-10-08	中性	8.66	N/A
3 2012-10-24	中性	9.09	N/A
4 2013-03-31	增持	9.95	N/A
5 2013-05-08	增持	12.12	N/A
6 2013-07-29	买入	17.00	N/A
7 2013-10-24	买入	30.25	N/A
8 2014-03-20	买入	32.55	N/A

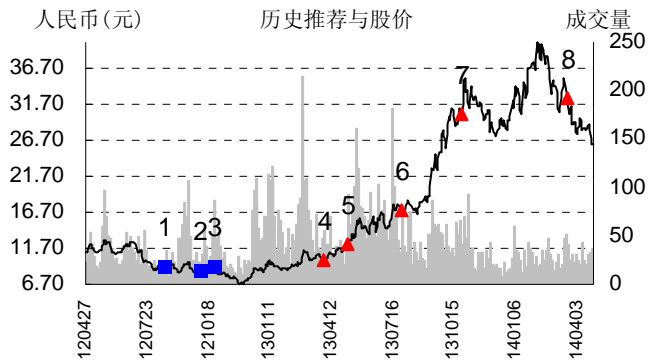
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD