

2014年04月28日

韩伟琪  
WeiQi\_Han@e-capital.com.cn  
目标价(元) 32.00

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/4/25)	26.11
深证成指(2014/4/25)	7323.65
股价 12 个月高/低	40.2/11.31
总发行股数(百万)	327.24
A 股数(百万)	141.12
A 市值(亿元)	85.44
主要股东	曹仁贤(38.28%)
每股净值(元)	6.41
股价/账面净值	4.07
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	-9.9 -30.3 124.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-20	34.00	买入

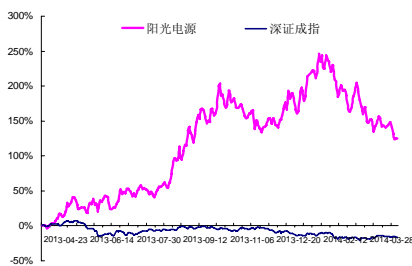
产品组合

光伏逆变器	64.53%
风能变流器	3.59%
电站系统集成	31.18%

机构投资者占流通 A 股比例

社保	10.4%
基金	59.4%

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

净利同比大增，电站业务单季营收 1.5 亿元

结论与建议:

一季度配合光伏电站产业的开工，公司无论是电站系统集成还是光伏逆变器销售都实现了非常快的增长。同时今年已公告的新签电站合同已经超过 900MW，加上分布式的合同，预计已经超过 1GW。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 1.051 元和 1.288 元，YoY 分别增长 90.05% 和 22.54%。14、15 年 P/E 分别为 25 倍和 20 倍。维持买入投资建议，目标价 32 元（2015 年 25x）。

- **14 年 Q1 电站收入确认 1.5 亿元:** 14 年 Q1 阳光电源完成营业收入 4.43 亿元，YoY+186.25%，实现净利润 0.41 亿元，YoY+692.60%，EPS 为 0.127 元，其中新增电站系统集成业务收入 1.5 亿元，而逆变器业务收入约合 2.9 亿元，YoY 增长超过 90%，同样大幅增长。
- **毛利率因业务结构变化而下降:** 14 年 Q1 综合毛利率为 28.72%，YoY 降 2.7 个 pct，主要为电站业务收入并入后降低了产品结构。期内销售费用支出 0.27 亿元，YoY+20.4%，管理费用支出 0.6 亿元，YoY+63%，增长较快，为开发新品的研发支出增加，同时股权激励摊销成本 745 万元。
- **预计 14 年光伏逆变器出货量达到 5GW:** 13 年出货达到 3.8GW，YoY+173%，其中国内部分销售达到 3.51GW，市占率仍在 30%左右。考虑到中国 14 年规划了 14GW 的装机目标，我们认为公司 14 年以内销部分将达到 4.5GW，配合国际业务，预计全年出货量能达到 5GW，YoY+31.5%。
- **14 年以来已承接光伏项目超 0.9GW:** 14 年以来，公司先后与云南、甘肃、江苏、内蒙、河北省内部分地区签订电站建设项目，总计规模超过 917MW，其中内蒙古项目达到 500MW。
- **分布式项目开始运作，未来增长可期:** 除了电站 EPC 外，公司于 14 年 2 月合肥苏美达新能源公司签订了位于合肥 68MW 分布式项目，总价 6.46 亿元。另外于 13 年 11 月签订的位于合肥高新开发区 32MW 分布式项目(总价 3.0 亿元) Q1 已确认 280 万元。未来分布式项目签订量预计会不断增多，将成为公司新的增长点。
- **业绩预测:** 预计公司 2014、15 年营收分别达到 37.02 亿元和 44.45 亿元，YoY 分别增长 74.58%和 20.08%；实现净利润分别为 3.44 亿元和 4.22 亿元，YoY 分别增长 90.05%和 22.54%；EPS 分别为 1.051 元和 1.288 元。14、15 年 P/E 分别为 25 倍和 20 倍。维持买入投资建议，目标价 32 元（2015 年 25x）。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	173	73	181	344	422
同比增减	%	16.56%	-57.81%	148.66%	90.05%	22.54%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.527	0.226	0.553	1.051	1.288
同比增减	%	-52.13%	-57.20%	145.11%	90.05%	22.54%
A 股市盈率(P/E)	X	49.52	115.68	47.20	24.83	20.27
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.050	0.120	0.150	0.150
股息率(Yield)	%	0.77%	0.19%	0.46%	0.57%	0.57%

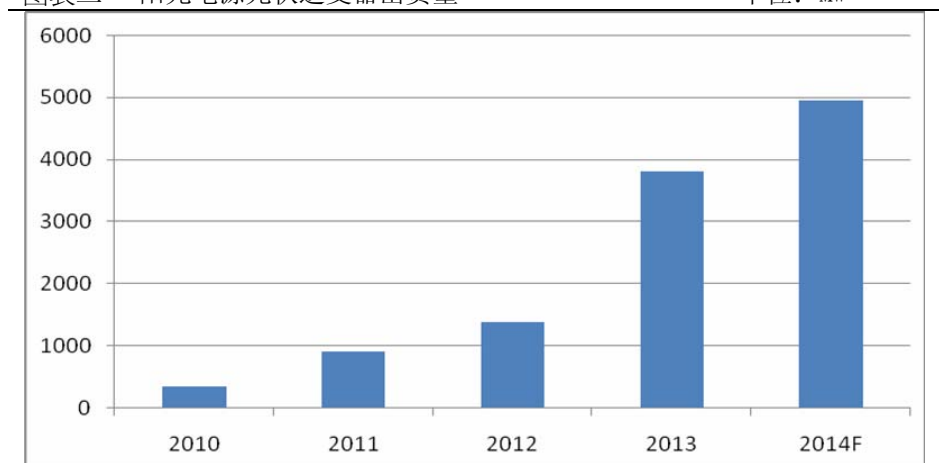
图表一：阳光电源近期合同/协议简要

公告时间	合作方	电站规模	备注
2014-1-21	云南省红河州开远市人民政府	100 MW	14年至15年一期项目选址开远市乐白道办事处阿德邑村委会清塘子村，50MW。16年至18年在开远市选址二期50MW项目
2014-2-19	合肥苏美达阳光发电有限公司	68 MW	分布式项目，2015-6-30前建成，承包单价按9.5元/w
2014-3-12	甘肃省酒泉市肃州区人民政府	49 MW	投资概算6.5亿RMB，为酒泉辉阳新能源公司项目
2014-3-13	甘肃省兰州市永登县人民政府	50 MW	14年5月开工，年底前完成
2014-3-31	江苏淮安市淮阴区韩桥乡人民政府	100 MW	分30MW、30MW、40MW三期，一期半年内完成，三期三年内完成
2014-4-4	内蒙古通辽市奈曼旗人民政府	300 MW	总投资30亿元，一期50MW，14年7月开建，二期100MW，15年7月开建，三期150MW，16年7月开建
2014-4-11	河北张家口市沽源县人民政府	50 MW	14年内建成
2014-4-11	内蒙古兴安盟扎赉特旗人民政府	200 MW	一期100MW，争取14年8月开建，二期100MW争取15年8月开建
2014-1-21	云南省红河州开远市人民政府	100 MW	14年至15年一期项目选址开远市乐白道办事处阿德邑村委会清塘子村，50MW。16年至18年在开远市选址二期50MW项目

资料来源：公司公告，群益证券（2014/04）

图表二：阳光电源光伏逆变器出货量

单位：MW



资料来源：公司公告（2014/04）

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	874	1083	2120	3702	4855
经营成本	485	724	1610	2914	3872
营业税金及附加	6	3	12	37	49
销售费用	83	124	129	148	182
管理费用	100	146	161	204	257
财务费用	-1	-41	-26	-15	-5
资产减值损失	19	73	62	60	61
投资收益	0	-1	2	0	1
营业利润	177	54	176	354	439
营业外收入	24	32	34	45	50
营业外支出	0	0	1	1	2
利润总额	201	86	209	398	487
所得税	28	13	28	54	66
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属于母公司所有者的净利润	173	73	181	344	422

**附二：合并资产负债表**

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	1338	1082	1258	1431	1665
应收帐款	497	947	1426	1754	2105
存货	364	400	780	936	1076
流动资产合计	2240	2501	3519	4152	4899
长期投资净额	1	0	31	34	38
固定资产合计	83	181	271	352	429
在建工程	64	37	29	32	35
无形资产	16	16	20	21	22
资产总计	2413	2754	3906	4631	5437
流动负债合计	579	881	1788	2109	2468
长期负债合计	24	27	70	84	93
负债合计	603	908	1858	2194	2561
少数股东权益	0	0	0	1	1
股东权益合计	1810	1846	2048	2437	2876
负债和股东权益总计	2413	2754	3906	4631	5437

**附三：合并现金流量表**

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	-145	-223	294	368	459
投资活动产生的现金流量净额	-87	-77	-82	-148	-174
筹资活动产生的现金流量净额	1247	42	-36	-47	-52
现金及现金等价物净增加额	1015	-257	176	173	234

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。