



分布式是关键

买入 维持

目标价格：暂无

投资要点：

☞ 阳光电源发布 2014 年一季报，实现营业收入 4.43 亿元，同比增长 186%，净利润 4148 万元，同比增长 693%，每股收益 0.13 元。

报告摘要：

- **业绩符合预期。**公司一季度实现营业收入 4.43 亿元，同比增长 186%，其中电站 EPC 收入 1.5 亿元，扣除此部分影响，公司制造业务（主要是光伏逆变器）营业收入同比增长 89%。一季度实现净利润 4147 万元，同比增长 693%，与一季报业绩预告相符，每股收益 0.13 元。
- **盈利能力环比继续提升。**公司一季度，整体毛利率偏低的电站 EPC 业务比重达到 33.9%，较 2013Q4 的 30.9% 略有提升，但是综合毛利率达到 28.72%，较 2013Q4 的 22.35% 继续大幅度提升。公司制造业务盈利能力继续提升，体现出强大的竞争力，公司光伏逆变器产品获得了客户的广泛认可，具有一定的品牌溢价，另外，公司坚持成本领先的战略，通过设计优化加速产品的更新换代，始终保持成本的竞争力，提升盈利能力。
- **分布式是关键。**能源局今年对地面电站严格控制额度，项目备案难度增加，分布式则是重点鼓励方向。逆变器业务，公司新产品 SG500MX-M 能更好的适应屋顶、荒坡、滩涂等的应用需求，为客户创造价值。EPC 方面，分布式项目涉及各方面因素更为复杂，对公司的风险控制、项目管理能力提出了新的要求，与江苏苏美达签订的合计 100MW 项目正在执行中。分布式政策的完善、公司的逆变器市场份额以及 EPC 项目的推进是今年成败的关键。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 1.24、1.76 和 2.18 元，维持买入评级。分布式政策的完善、创业板再融资放开是公司股价表现的催化剂。

电力设备与新能源研究组

分析师：

王静(S1180510120001)

电话：010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

杨培龙(S1180514040001)

电话：010-88085788

Email: yangpeilong@hysec.com

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

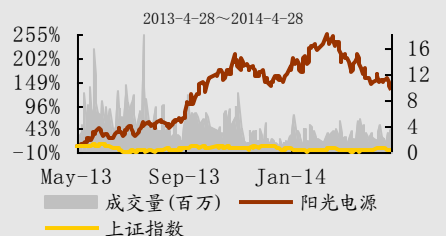
研究助理：

徐超

电话：010-88085388

Email: xuchao3@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,083	2,120	4,084	5,658	6,858
增长率(%)	24.00%	95.73%	92.60%	38.54%	21.21%
归母净利润(百万)	73	181	407	577	714
增长率(%)	-57.81%	148.66%	125.04%	41.59%	23.80%
每股收益	0.23	0.55	1.24	1.76	2.18
市盈率	113.52	47.20	20.97	14.81	11.96

表 1: 阳光电源财务报表预测

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	3,519	7,596	7,056	10,650	营业收入	2,120	4,084	5,658	6,858
现金	1,258	1,225	1,697	2,057	营业成本	1,610	3,219	4,550	5,532
应收账款	1,190	3,866	3,108	5,316	营业税金及附加	12	21	25	34
存货	780	2,306	1,763	2,944	营业费用	129	143	155	170
非流动资产	388	657	857	980	管理费用	161	195	194	202
固定资产	271	482	636	734	财务费用	-26	-25	-28	-27
无形资产	20	46	63	74	资产减值损失	62	82	113	137
资产总计	3,906	8,254	7,913	11,630	投资净收益	2	0	0	0
流动负债	1,788	5,814	4,894	7,895	利润总额	209	479	679	840
短期借款	50	2,226	974	2,901	所得税	28	72	102	126
应付账款	1,165	2,567	2,446	3,570	净利润	181	407	577	714
其他					少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	70	24	25	27	归属股东净利润	181	407	577	714
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.55	1.24	1.76	2.18
其他非流动负债	57	19	19	19					
负债合计	1,858	5,837	4,920	7,923	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
归属股东权益	2,048	2,416	2,993	3,707	成长能力				
负债和股东权益	3,906	8,254	7,913	11,630	营收增长率	95.73%	92.60%	38.54%	21.21%
					净利润增长率	148.66%	125.04%	41.59%	23.80%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	毛利率	24.09%	21.18%	19.58%	19.33%
经营活动现金流	276	-1,825	1,957	-1,397	净利率	8.54%	9.98%	10.19%	10.41%
净利润	181	407	577	714	ROE	8.84%	16.86%	19.27%	19.26%
折旧摊销	26	45	63	77	偿债能力				
财务费用	-26	-25	-28	-27	资产负债率	47.56%	70.72%	62.17%	68.12%
投资损失	-2	0	0	0	流动比率	1.97	1.31	1.44	1.35
营运资金变动	105	-2,260	1,346	-2,161	速动比率	1.53	0.91	1.08	0.98
其它	-8	8	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-150	-322	-262	-200	总资产周转率	0.64	0.67	0.70	0.70
筹资活动现金流	51	-102	30	29	应收账款周转率	2.15	1.70	1.70	1.70

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
赵越		0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com	
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。