

2014年07月15日

韩伟琪
WeiQi_Han@e-capital.com.cn
目标价(元) 20.0

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/7/14)	16.15
深证成指(2014/7/14)	7278.86
股价 12 个月高/低	40.2/13.19
总发行股数(百万)	654.48
A 股数(百万)	282.24
A 市值(亿元)	105.70
主要股东	曹仁贤(38.28%)
每股净值(元)	3.14
股价/账面净值	5.14
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	3.1 12.2 101.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-28	26.11	买入

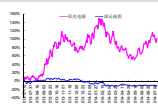
产品组合

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

基金	34.8%
一般法人	2.9%

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

上半年预增 59%~89%，符合预期

结论与建议:

阳光电源上半年预增 59%~89%，得益于 EPC 交付量和逆变器销量提升、价格稳定，公司业绩得以大幅增长。虽然上半年国内装机量整体低于预期，不过年度 10GW 的保障目标仍旧给力，预计下半年仍会有抢装潮，由此公司下半年业绩将随之上升。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 0.477 元和 0.577 元，YoY 分别增长 72.53% 和 21.00%。14、15 年 P/E 分别为 34 倍和 28 倍。维持买入投资建议，目标价 20 元（2015 年 35x）。

■ **14 年 H1 预增 59%~89%，符合预期:** 14 年 H1 阳光电源收获颇丰，受益于公司主导产品性价比、质量、品牌的优势，进一步拓展国内外市场，使得公司经营规模和经济效益得以快速提高，同时光伏电站系统集成业务按完工进度确认收入，使整体主营业务的业绩大幅提升，另外还有 0.15 亿元左右非经常性损益，为利息收入和政府补贴。鉴于以上，公司预告上半年实现归母净利润 0.86~1.02 亿元，YoY+59.5%~89.2%。

■ **上半年逆变器和 EPC 业务增长快速:** 根据此前公司订单公告情况，我们估算上半年公司 EPC 交付量大约在 50~60MW，确认收入预计为 4.5 亿元左右。另一方面，我们估计上半年公司逆变器出货量在 1~1.2GW 左右，考虑现阶段国内外逆变器价格平稳，预计销售收入在 6.5 亿元左右。

■ **14 年国内装机量预计与 13 年持平，下半年会有抢装:** 14 年上半年因分布式低于预期，故政府将装机目标定为确保 10GW，基本与去年一致；另外，考虑去年大约 12GW 的实际装机量，我们预计 14 年也将会达到这一水平，而年末抢装大潮还将会出现，届时对收入和业绩会有正面的推动。而今年相对于 13 年，分布式的占比会较去年有明显提升。

■ **预计公司 14 年 EPC 交付 200MW，逆变器出货 4GW:** 其中 EPC 交付量维持预期，YoY+172%，预计收入确认在 17 亿元左右。另外由于我们的装机预期从原先的 14GW 下调至 12GW，故将公司逆变器销量从原先的 5GW 预期下修至 4.2GW，YoY+10%。

■ **业绩预测:** 预计公司 2014、15 年营收分别达到 35.78 亿元和 47.04 亿元，YoY 分别增长 68.73% 和 31.50%；实现净利润分别为 3.12 亿元和 3.78 亿元，YoY 分别增长 72.53% 和 21.00%；EPS 分别为 0.477 元和 0.577 元。14、15 年 P/E 分别为 34 倍和 28 倍。维持买入投资建议，目标价 20 元（2015 年 35x）。

..... 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	312	378
同比增减	%	16.56%	-57.81%	148.66%	72.53%	21.00%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.527	0.226	0.553	0.477	0.577
同比增减	%	-52.13%	-57.20%	145.11%	-13.74%	21.00%
A 股市盈率(P/E)	X	30.63	71.56	29.19	33.84	27.97
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.050	0.120	0.150	0.150
股息率(Yield)	%	1.24%	0.31%	0.74%	0.93%	0.93%

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	3578	4704
经营成本	485	724	1610	2816	3744
营业税金及附加	6	3	12	32	42
销售费用	83	124	129	154	198
管理费用	100	146	161	233	292
财务费用	-1	-41	-26	-18	-14
资产减值损失	19	73	62	50	61
投资收益	0	-1	2	0	1
营业利润	177	54	176	311	382
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	355	430
所得税	28	13	28	43	53
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	312	378

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, 不对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)有限公司及其任何之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)有限公司及其任何之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

