

2014年08月26日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) 21.0

公司基本资讯

| | |
|-----------------|-----------------|
| 产业别 | 电气设备 |
| A 股价(2014/8/25) | 18.98 |
| 深证成指(2014/8/25) | 7934.81 |
| 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) | 124.22 |
| 主要股东 | 曹仁贤(38.28%) |
| 每股净值(元) | 3.24 |
| 股价/账面净值 | 5.86 |
| | 一个月 三个月 发行价 |
| 股价涨跌(%) | 30.4 41.3 106.5 |

近期评等

| | | |
|------------|-------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
| 2014-07-15 | 16.15 | 买入 |

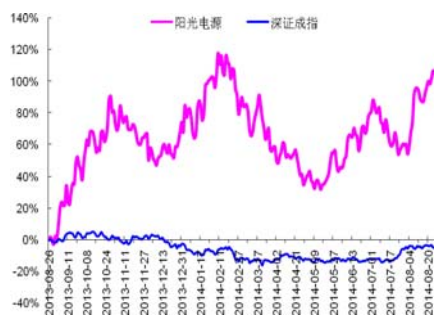
产品组合

| | |
|--------|--------|
| 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 | 37.4% |
| 一般法人 | 4.9% |

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

海外增长快速，关注下半年抢装

结论与建议：

阳光电源上半年净利增 77%，光伏逆变器增量依旧可观，海外业务增长近 8 成，同时风电业务随新的规划复苏，将带动公司变流器的成长。下半年国内光伏抢装潮是大概率事件，相应的逆变器产销量和 EPC 工程量将随之大增。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 0.521 元和 0.619 元，YoY 分别增长 88.46% 和 18.77%。14、15 年 P/E 分别为 36 倍和 31 倍。维持买入投资建议，目标价 21 元（2015 年 35x）。

- **14 年 H1 净利 YoY+77%，海外业务快速增长：** 14 年 H1 阳光电源实现营业收入 9.31 亿元，YoY+28.79%，其中海外收入达到 1.36 亿元、YoY+76.5%；期内实现净利润 0.96 亿元，YoY+77.38%，EPS 为 0.146 元。其中 Q2 单季营收及净利分别为 4.9 亿元和 0.54 亿元，YoY 分别下降 14% 和增长 11%，QoQ 分别增长 10% 和 31%。
- **H1 光伏逆变器增长四成，下半年看抢装潮：** 达到 6.16 亿元，同时逆变器价格也有所上涨，业务毛利率提升 4.2 个 pct 至 34.3%。上半年国内光伏新增装机量 3.3GW，因处在行业政策多变之秋，故增长缓慢，我们认为海外业务的增长贡献了很大的力量。下半年，在全年目标一改再改后，定在了 13GW，预示着下半年、尤其 Q4 将出现抢装潮，且地面电站装机量或将远超年初 6GW 的规划。即公司下半年逆变器出货量也将水涨船高，我们维持 4GW 以上的内销预期，考虑海外部分，预计光伏逆变器 14 年将冲刺 5GW 的新高。
- **预计公司 14 年 EPC 交付 200MW：** 上半年公司 EPC 业务营收确认 2.5 亿元，YoY-4.1%，不过毛利率提升 7.3 个 pct 至 15.75%，与工程进度确认有关。公司酒泉朝阳、三阳项目已经确认了 82% 的工程款，约 7.5 亿元；与苏美达新能源合作的 100MW 分布式项目也开始运作，下半年有望开始贡献收入。我们维持公司 14 年 EPC 交付量 200MW 的预期。
- **风电复兴，变流器迎来快速增长期：** 上半年公司风能变流器收入大幅增长 96% 至 0.34 亿元；14 年国内风电复兴，国家能源局 8 月 22 日发布规划 16 年建成 10GW 海上风电项目（尚有 9GW 以上的缺口），预计 14 年公司风能变流器营收将超过 1 亿元。
- **业绩预测：** 预计公司 2014、15 年营收分别达到 35.12 亿元和 47.70 亿元，YoY 分别增长 65.65% 和 35.80%；实现净利润分别为 3.41 亿元和 4.05 亿元，YoY 分别增长 88.46% 和 18.77%；EPS 分别为 0.521 元和 0.619 元。14、15 年 P/E 分别为 36 倍和 31 倍。维持买入投资建议，目标价 21 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 | 341 | 405 |
| 同比增减 | % | 16.56% | -57.81% | 148.66% | 88.46% | 18.77% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.527 | 0.226 | 0.553 | 0.521 | 0.619 |
| 同比增减 | % | -52.13% | -57.20% | 145.11% | -5.77% | 18.77% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 36.00 | 84.09 | 34.31 | 36.41 | 30.66 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.200 | 0.050 | 0.120 | 0.150 | 0.150 |
| 股息率(Yield) | % | 1.05% | 0.26% | 0.63% | 0.79% | 0.79% |

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 | 3512 | 4770 |
| 经营成本 | 485 | 724 | 1610 | 2624 | 3649 |
| 营业税金及附加 | 6 | 3 | 12 | 21 | 43 |
| 销售费用 | 83 | 124 | 129 | 179 | 219 |
| 管理费用 | 100 | 146 | 161 | 299 | 372 |
| 财务费用 | -1 | -41 | -26 | -25 | -14 |
| 资产减值损失 | 19 | 73 | 62 | 50 | 60 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 2 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 177 | 54 | 176 | 364 | 441 |
| 营业外收入 | 24 | 32 | 34 | 40 | 45 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 201 | 86 | 209 | 404 | 485 |
| 所得税 | 28 | 13 | 28 | 63 | 80 |
| 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 | 341 | 405 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金 | 1338 | 1082 | 1258 | 1457 | 1693 |
| 应收帐款 | 497 | 947 | 1426 | 1782 | 2139 |
| 存货 | 364 | 400 | 780 | 702 | 807 |
| 流动资产合计 | 2240 | 2501 | 3519 | 3976 | 4664 |
| 长期投资净额 | 1 | 0 | 31 | 47 | 51 |
| 固定资产合计 | 83 | 181 | 271 | 284 | 347 |
| 在建工程 | 64 | 37 | 29 | 20 | 22 |
| 无形资产 | 16 | 16 | 20 | 25 | 26 |
| 资产总计 | 2413 | 2754 | 3906 | 4363 | 5125 |
| 流动负债合计 | 579 | 881 | 1788 | 1698 | 1987 |
| 长期负债合计 | 24 | 27 | 70 | 84 | 93 |
| 负债合计 | 603 | 908 | 1858 | 1783 | 2080 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 股东权益合计 | 1810 | 1846 | 2048 | 2581 | 3045 |
| 负债和股东权益总计 | 2413 | 2754 | 3906 | 4363 | 5125 |

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 | 323 | 404 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -87 | -77 | -82 | -63 | -82 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1247 | 42 | -36 | -61 | -86 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1015 | -257 | 176 | 199 | 236 |

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及意见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

