

投资品 - 电气设备

盈利能力显著提升，中期看点在储能等新业务

——阳光电源（300274）2014 年中报点评

2014 年 8 月 26 日

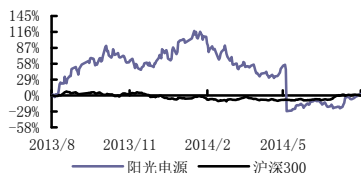
评级：（维持）增持

市场数据	2014 年 8 月 26 日
当前价格（元）	17.96
52 周价格区间（元）	13.19-40.20
总市值（百万）	11754.46
流通市值（百万）	5069.03
总股本（百万股）	654.48
流通股（百万股）	282.24
日均成交额（百万）	103.90
近一月换手（%）	91.13%
Beta（2 年）	
第一大股东	曹仁贤
公司网址	http://www.sungrowpower.com

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2120	3289	4005	4819
收入同比（%）	96%	55%	22%	20%
净利润（百万元）	181	390	517	690
净利润同比（%）	149%	115%	33%	34%
毛利率（%）	24.1%	24.8%	25.1%	25.7%
ROE（%）	8.8%	16.3%	18.3%	20.2%
每股收益（元）	0.28	0.60	0.79	1.05
P/E	64.93	30.14	22.74	17.03

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
阳光电源	34.13%	38.90%	109.53%
沪深 300	2.82%	7.80%	-0.49%

相关报告

《业绩靓丽，今年还将延续高增长》，2014.3
 《EPC 业务再下一城，今明两年业绩有保障——与华能新能源签署合作协议事件点评》，2014.2
 《进军分布式光伏发电领域，前景值得期待——阳光电源事件点评》，2013.11
 《EPC 业务有序确认收入，逆变器出货大增——阳光电源三季报点评》，2013.10

郭江龙

执业证书号：S1030513120001
 0755-83199599-8284

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **中期业绩增长 77%：**2014 年上半年，公司实现营业收入 9.31 亿元，同比增长 29%；实现净利润 9563 万元，同比增长 77%。
- **逆变器收入和毛利率均好于预期。**上半年，公司逆变器业务实现收入 6.16 亿元，同比增长 43.17%。分区域来看：国内市场实现收入 4.79 亿元，同比增长 35.8%，行业龙头地位进一步稳固；海外市场实现收入 1.36 亿元，同比增长 76.4%，海外市场拓展卓有成效。此外，得益于成本下降、新产品（高附加值产品）的推出及（毛利率相对较高的）海外市场收入占比的提升，逆变器业务毛利率同比提升 4.22 个百分点至 34.32%，盈利能力得到显著提升。
- **EPC 业务放缓，下半年有望加速。**上半年，公司电站 EPC 业务实现收入 2.55 亿元，同比减少 4.05%，我们认为这与工程进度有关，预计下半年与苏美达新能源合作的 100MW 分布式项目有望加速推进，收入确认也有望提速。尽管收入放缓，但得益于经验成熟，EPC 业务毛利率提升了 7.25 个百分点至 15.75%，盈利能力增强。
- **中期看点在储能等新业务。**8 月中旬，公司与三星 SDI 公司签订了《合作备忘录》，拟在储能领域进行战略合作，拟成立合资公司，从事储能系统产品的开发、生产、销售、分销。公司有望以此为契机，结合自身优势，向储能、新能源汽车等领域战略性延伸，布局中长期增长点，实现跨越式增长。
- **盈利预测与投资评级：**小幅调整公司盈利预测，调整后，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为：0.60 元、0.79 元、1.05 元，对应于 8 月 25 日收盘价，PE 分别为：30 倍、23 倍、17 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**EPC 业务增长放缓；分布式发展低于预期；逆变器竞争加剧导致毛利率下滑；其他。

Figure 1 财务预测

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	3519	4918	5929	7119	营业收入	2120	3289	4005	4819
现金	1258	1644	2003	2409	营业成本	1610	2472	3001	3581
应收账款	1143	1638	1995	2401	营业税金及附加	12	16	20	24
其他应收款	36	56	68	82	营业费用	129	141	160	183
预付账款	11	25	30	36	管理费用	161	217	240	265
存货	780	1127	1312	1565	财务费用	-26	-17	-13	-17
其他流动资产	291	428	521	626	资产减值损失	62	60	60	60
非流动资产	388	449	473	440	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	271	296	318	309	营业利润	176	399	537	723
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	34	35	38	40
其他非流动资产	66	133	135	111	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3906	5368	6402	7559	利润总额	209	433	574	763
流动负债	1788	2969	3571	4150	所得税	28	43	57	72
短期借款	50	358	408	482	净利润	181	390	517	690
应付账款	927	1434	1741	2077	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	811	1177	1422	1591	归属母公司净利润	181	390	517	690
非流动负债	70	0	0	-0	EBITDA	175	409	555	741
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.60	0.79	1.05
其他非流动负债	70	0	0	-0					
负债合计	1858	2969	3571	4150	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	327	654	654	654	成长能力				
资本公积	1252	925	925	925	营业收入	95.7%	55.1%	21.8%	20.3%
留存收益	469	820	1252	1830	营业利润	223.5%	126.8%	34.6%	34.7%
归属母公司股东权益	2048	2399	2831	3409	归属于母公司净利润	148.7%	115.4%	32.5%	33.5%
负债和股东权益	3906	5368	6402	7559	获利能力				
					毛利率(%)	24.1%	24.8%	25.1%	25.7%
					净利率(%)	8.5%	11.9%	12.9%	14.3%
					ROE(%)	8.8%	16.3%	18.3%	20.2%
					ROIC(%)	15.5%	31.9%	38.8%	43.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.6%	55.3%	55.8%	54.9%
					净负债比率(%)	2.69%	12.07%	11.43%	11.61%
					流动比率	1.97	1.66	1.66	1.72
					速动比率	1.50	1.26	1.27	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.71	0.68	0.69
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.45	2.09	1.89	1.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.60	0.79	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.25	0.68	0.65
					每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.67	4.33	5.21
					估值比率				
					P/E	64.93	30.14	22.74	17.03
					P/B	5.74	4.90	4.15	3.45
					EV/EBITDA	60	26	19	14

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	294	163	445	428
净利润	181	390	517	690
折旧摊销	26	27	32	35
财务费用	-26	-17	-13	-17
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	50	-181	-133	-319
其他经营现金流	65	-56	43	39
投资活动现金流	-82	-61	-65	0
资本支出	104	100	65	0
长期投资	-25	-31	0	0
其他投资现金流	-3	8	0	0
筹资活动现金流	-36	284	-21	-21
短期借款	-40	308	50	73
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	5	327	0	0
资本公积增加	32	-327	0	0
其他筹资现金流	-33	-24	-71	-95
现金净增加额	176	386	358	407

数据来源: 天软估值模板、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.