

投资品 - 电气设备

## 季节性因素影响业绩波动，四季度有望提速

——阳光电源（300274）2014 年三季度报点评

2014 年 10 月 21 日

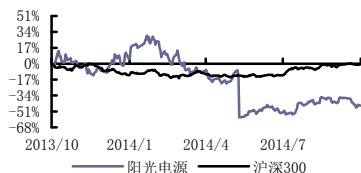
评级：（维持）增持

市场数据	2014 年 10 月 20 日
当前价格（元）	17.12
52 周价格区间（元）	13.19-40.20
总市值（百万）	11204.70
流通市值（百万）	4880.02
总股本（百万股）	654.48
流通股（百万股）	285.05
日均成交额（百万）	117.73
近一月换手（%）	91.66%
Beta（2 年）	
第一大股东	曹仁贤
公司网址	<a href="http://www.sungrowpower.com">http://www.sungrowpower.com</a>

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2120	2715	3218	3694
收入同比(%)	96%	28%	19%	15%
归属母公司净利润	181	351	470	586
净利润同比(%)	149%	94%	34%	25%
毛利率(%)	24.1%	26.6%	26.8%	27.1%
ROE(%)	8.8%	14.9%	17.1%	18.1%
每股收益(元)	0.28	0.54	0.72	0.90
P/E	60.85	31.36	23.42	18.80

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	-93.09%	227.75	63.59%
沪深 300	1.22%	13.43%	1.18%

### 相关报告

《盈利能力显著提升，中期看点在储能等新业务——阳光电源 2014 年年报点评》，2014.8  
《业绩靓丽，今年还将延续高速增长——阳光电源 2013 年年报点评》，2014.3

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

### 分析师声明

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。

- **三季度业绩下滑。**今年前三季度，公司实现营业总收入 14.01 亿元，同比增长 11.42%；实现归属于母公司净利润 1.24 亿元，同比增长 9.99%。其中，第三季度实现营业总收入 4.70 亿元，同比下滑 12.09%；实现归属于母公司净利润 2839.7 万元，同比下滑 51.75%。
- **季节性因素影响业绩波动。**分业务来看：（1）根据公告的合同执行情况测算，三季度电站 EPC 业务确认收入 1.52 亿元，较去年同期约 1.30 亿元的收入增加 0.22 亿元；（2）根据 EPC 业务倒推逆变器业务：今年三季度器收入约 3.1 亿元，较去年同期的约 4 亿元收入减少约 9000 万。我们认为，逆变器业务收入下滑主要跟今年电站建设进度有关：上半年能源局加强对地面电站额度控制，导致地面电站路条发放、核准以及建设并网的进度都落后于去年，逆变器作为电站工程中安装较晚的部件，出货速度必然受到影响。
- **四季度业绩将加速。**从实业进度来看，八九月份地面电站路条发放、建设速度已呈明显加速趋势，四季度将是电站建设、并网的高峰期，公司逆变器出货量及 EPC 业务确认收入速度都将加速。公司有信心完成年初设定的目标：全年实现新增产能 30 亿元。
- **储能业务有望成为新增长点。**公司已与韩国三星 SDI 公司签订合作备忘录，拟在储能领域进行战略合作。目前公司正在与三星洽谈成立合资公司。目前国内储能市场处于起步阶段，尚未大规模启动，随着新能源的大规模发展及技术条件的改进和成熟，储能市场有望逐步打开。公司提前布局储能领域，有望抢占市场先机。
- **盈利预测：**调整盈利预测后，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为：0.54 元、0.72 元、0.90 元，对应于 10 月 20 日收盘价，PE 分别为：31 倍、23 倍、19 倍。维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**市场份额及产品毛利率大幅下滑；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
<b>流动资产</b>	3519	4038	4777	5573	<b>营业收入</b>	2120	2715	3218	3694
现金	1258	1358	1648	1986	营业成本	1610	1992	2355	2693
应收账款	1143	1353	1603	1840	营业税金及附加	12	14	16	18
其他应收款	36	46	55	63	营业费用	129	136	138	148
预付账款	11	20	24	27	管理费用	161	182	193	203
存货	780	909	1029	1177	财务费用	-26	-24	-30	-36
其他流动资产	291	353	418	480	资产减值损失	62	60	60	60
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	176	356	485	608
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
<b>资产总计</b>	3906	4487	5250	6012	<b>利润总额</b>	209	390	523	647
<b>流动负债</b>	1788	2127	2496	2774	所得税	28	39	52	61
短期借款	50	5	0	0	<b>净利润</b>	181	351	470	586
应付账款	927	1156	1366	1562	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	811	966	1130	1212	<b>归属母公司净利润</b>	181	351	470	586
<b>非流动负债</b>	70	0	0	0	EBITDA	175	358	487	607
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.54	0.72	0.90
其他非流动负债	70	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1858	2127	2496	2774	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
股本	327	654	654	654	<b>成长能力</b>				
资本公积	1252	925	925	925	营业收入	95.7%	28.0%	18.5%	14.8%
留存收益	469	781	1175	1659	营业利润	223.5%	102.4%	36.3%	25.3%
归属母公司股东权益	2048	2360	2754	3238	归属于母公司净利润	148.7%	94.0%	33.9%	24.5%
<b>负债和股东权益</b>	3906	4487	5250	6012	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	24.1%	26.6%	26.8%	27.1%
					净利率(%)	8.5%	12.9%	14.6%	15.9%
					ROE(%)	8.8%	14.9%	17.1%	18.1%
					ROIC(%)	15.5%	30.6%	37.9%	42.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	47.6%	47.4%	47.5%	46.1%
					净负债比率(%)	2.69%	0.25%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.97	1.90	1.91	2.01
					速动比率	1.50	1.45	1.48	1.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.66	0.66
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.45	1.91	1.87	1.84
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.54	0.72	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.34	0.62	0.62
					每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.61	4.21	4.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	60.85	31.36	23.42	18.80
					P/B	5.38	4.67	4.00	3.40
					EV/EBITDA	56	27	20	16

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	294	221	407	404
净利润	181	351	470	586
折旧摊销	26	27	32	35
财务费用	-26	-24	-30	-36
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	50	-46	-98	-203
其他经营现金流	65	-86	33	22
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-36	-61	-52	-66
短期借款	-40	-45	-5	0
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	-16	-46	-66
<b>现金净增加额</b>	176	99	290	338

数据来源: 天软估值模型、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.