

2015年01月15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(2015/1/14)	17.10
深证成指(2015/1/14)	11237.78
股价 12 个月高/低	40.2/13.19
总发行股数(百万)	658.29
A 股数(百万)	453.46
A 市值(亿元)	112.57
主要股东	曹仁贤(38.06%)
每股净值(元)	3.31
股价/账面净值	5.17

	一个月	三个月	发行价
股价涨跌(%)	-5.2	5.8	1.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-21	16.87	买入

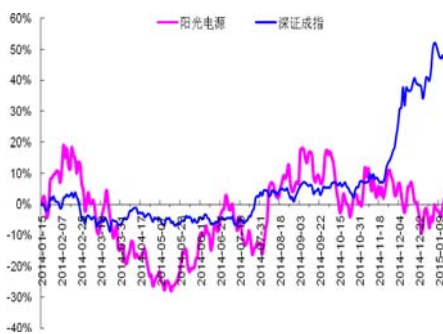
产品组合

太阳能光伏逆变器	66.3%
电站系统集成(不含自制产品)	27.5%
风能变流器	3.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	42.3%
一般法人	4.9%

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

14 年预增 50%~70%，15 年行业分布式有望正式启动

结论与建议:

阳光电源 14 年业绩预增 50%~70%，国内光伏虽低于预期，但仍保持庞大的体量，配合海外市场拓展，公司逆变器产销两旺的同时，电站建设业务保持快速增长。公司利用超募资金进一步加大地面分布式电站建设力度，保障了 15 年电站业务的继续跃进。

预计公司 2014~16 年，YoY 分别增长 64.91%、56.43%和 30.70%；EPS 分别为 0.454 元、0.709 元和 0.927 元。15、16 年 P/E 分别为 25 倍和 19 倍。维持买入投资建议，目标价 21 元（15 年 30x）

- **14 年预增 50.25%~72.35%:** 实现净利润约 2.72 亿元~3.12 亿元，Q4 单季净利润约为 1.5 亿元~1.9 亿元，YoY 增长 117%~175%，QoQ 增长 421%~562%，年末逆变器销售高峰、EPC 项目集中结算，拉动 Q4 业绩井喷。同时公司披露 14 年因募集资金利息收入和政府补贴，贡献非主营净利约 0.52 亿元。
- **预计 15 年光伏逆变器出货 5.5GW:** 14 年国内光伏并网量可能略超 10GW，低于年初的预期目标，不过体量依旧庞大。市场将低于预期归咎于政策末端落实不力、弃光现象频发以及缺乏资金支持等原因，我们认为 15 年政策对光伏的扶持不会改变，并将进一步细化，尤其对分布式的政策、资金支持将更为完善。我们看好国内 15 年的光伏装机，特别是分布式领域的正式起步，并由此带动的小型逆变器需求，加上公司海外业务的拓展，我们预计公司 15 年逆变器出货量继续保持快速增长。
- **风能变流器预计增长 5 成:** 群益预计 15 年是风电的大年，能源局进一步推动风电平价上网、鼓励海上风电建设都将拉动 15 年风电装机并网，预计 15 年国内风电并网量将超过 20GW，增幅超过 40%。
- **斥资 5 亿元搭建电站建设平台:** 公司拟设立阳光电源能源科技有限公司，涉及利用超募资金 5 亿元，其中 3.29 亿元用于投资 5 个合计 150MW 电站项目，计划于 15 年上半年完成并网，包括 1) 肥东石塘镇 20MW+20MW 地面分布式光伏电站（资本金 7200 万元）、2) 宿州埇桥区 20MW+20MW 地面分布式光伏电站（6800 万元）、3) 长丰下塘镇 20MW 地面分布式光伏电站（5160 万元）、4) 兰州永登县 20MW 光伏电站（5160 万元）、5) 青海格尔木 30MW 光伏电站（8550 万元）；另外 1.71 亿元将用于开发累计 150MW-500MW 光伏电站资源的资金需求。另，公司拟斥资 1527 万元采购光伏中功率产品自动化组装设备。
- **业绩预测:** 预计公司 2014~16 年营收分别达到 34.65 亿元、58.84 亿元和 78.40 亿元，YoY 分别增长 63.39%、69.83%和 33.26%；实现净利润分别为 2.99 亿元、4.67 亿元和 6.54 亿元，YoY 分别增长 64.91%、56.43%和 30.70%；EPS 分别为 0.454 元、0.709 元和 0.927 元。15、16 年 P/E 分别为 25 倍和 19 倍。维持买入投资建议，目标价 21 元（15 年 30x）

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014F	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	73	181	299	467	610
同比增减	%	-57.81%	148.66%	64.91%	56.43%	30.70%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.226	0.553	0.454	0.709	0.927
同比增减	%	-57.20%	145.11%	-18.02%	56.43%	30.70%
A 股市盈率(P/E)	X	77.98	31.81	38.81	24.81	18.98
股利(DPS)	RMB 元	0.050	0.120	0.150	0.150	0.150
股息率(Yield)	%	0.28%	0.68%	0.85%	0.85%	0.85%

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	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	1083	2120	3465	5884	7840
经营成本	724	1610	2644	4652	6240
营业税金及附加	3	12	21	35	47
销售费用	124	129	177	253	329
管理费用	146	161	281	394	502
财务费用	-41	-26	-2	2	8
资产减值损失	73	62	50	60	61
投资收益	-1	2	0	0	0
营业利润	54	176	294	487	654
营业外收入	32	34	60	70	75
营业外支出	0	1	1	1	2
利润总额	86	209	353	556	727
所得税	13	28	55	89	116
少数股东损益	0	0	0	1	2
归属于母公司所有者的净利润	73	181	299	467	610

## 附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	1082	1258	1254	1332	1424
应收帐款	947	1426	1640	1804	1984
存货	400	780	819	860	902
流动资产合计	2501	3519	3765	4066	4391
长期投资净额	0	31	47	51	56
固定资产合计	181	271	298	333	373
在建工程	37	29	20	22	24
无形资产	16	20	25	26	28
资产总计	2754	3906	4192	4531	4899
流动负债合计	881	1788	1609	1689	1774
长期负债合计	27	70	84	93	102
负债合计	908	1858	1693	1782	1876
少数股东权益	0	0	1	1	2
股东权益合计	1846	2048	2499	2749	3024
负债和股东权益总计	2754	3906	4192	4531	4899

## 附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	-223	294	88	203	264
投资活动产生的现金流量净额	-77	-82	-63	-82	-107
筹资活动产生的现金流量净额	42	-36	-29	-43	-65
现金及现金等价物净增加额	-257	176	-4	77	92

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,不在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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。