

阳光电源 (300274.SZ) 太阳能行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

牵手阿里云正式触网，逆变器入口价值体现

事件

公司4月1日晚间公告，与阿里云计算有限公司签署《战略合作协议》，拟在智慧光伏电站、能源互联网、互联网金融、云计算、大数据、信息安全等领域广泛开展合作，以共同推进相关领域云服务业务的发展。

评论

1. 逆变器龙头实质性“触网”，软硬件结合初步形成侧重于电源侧的“能源互联网”布局；

在众多传统电力设备、新能源企业使尽浑身解数向“能源互联网”概念靠拢时，阳光电源凭借完备且极具前瞻性的能源互联网相关“硬件”产业布局（30%以上的光伏逆变器国内市场占有率、光伏电站 EPC、储能、新能源汽车电控及充电），闪电联手阿里云这一行业领先的“软件”供应商，初步形成了一套侧重于电源侧的真正意义上的“能源互联网”布局。

2. 在阿里云协助下，公司逆变器销售、以及光伏电站 EPC、投融资、运维等业务将如虎添翼；

短期来看，凭借阿里云的品牌影响力、以及未来向电站客户提供增值服务的潜力，公司光伏逆变器产品在国内外市场的竞争地位将得到有效提升。

此外，阿里的互联网金融服务能力也将令公司光伏电站建设运营的融资渠道大为拓宽，甚至进一步降低融资成本，而融资渠道和融资成本恰恰是光伏电站开发运营这一行业领域的竞争核心点之一。

3. 大规模光伏电站的优化运维，是未来光伏逆变器“入口”价值变现的重要途径；

我们认为，逆变器作为光伏电站运行数据的集散地，完全可将其看作是“能源互联网”在可再生能源电源侧的“入口”，也是相关大数据采集的唯一端口。

随着国内光伏电站装机量的快速增长，到 2015 年底累计装机将超过 45GW，对应年发电收入超过 600 亿元，其中蕴含了巨大的综合运维服务市场（即通过大数据分析、高精度监测等技术管理手段，优化光伏电站的运行效率，提升发电量），且随着装机量的增长，这一市场规模将持续扩大。

投资建议

2015 年国内光伏装机大年格局基本确定（同比 50%以上增长），公司光伏逆变器和电站开发及 EPC 业务都将直接受益，在新能源汽车、储能领域的前瞻布局，以及本次和阿里云的正式战略合作，则令公司“能源互联网”龙头的形象愈发清晰。

我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.45, 0.84, 1.22 元，维持“买入”评级，给予目标价 45~50 元；潜在的 Q1/Q2 业绩同比高增长（源于行业旺季提前和去年 Q4 的收入递延确认）以及后续即将出台的“配额制”等行业利好政策都将成为股价上涨的催化剂。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	874	1,083	2,120	3,048	5,112	7,779
增长率		24.0%	95.7%	43.7%	67.7%	52.2%
主营业务成本	-485	-724	-1,610	-2,316	-3,954	-6,156
% 销售收入	55.5%	66.8%	75.9%	76.0%	77.3%	79.1%
毛利	389	360	511	732	1,158	1,623
% 销售收入	44.5%	33.2%	24.1%	24.0%	22.7%	20.9%
营业税金及附加	-6	-3	-12	-12	-20	-31
% 销售收入	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-83	-124	-129	-186	-256	-350
% 销售收入	9.5%	11.5%	6.1%	6.1%	5.0%	4.5%
管理费用	-100	-146	-161	-232	-307	-389
% 销售收入	11.5%	13.5%	7.6%	7.6%	6.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	199	87	209	302	576	853
% 销售收入	22.8%	8.0%	9.9%	9.9%	11.3%	11.0%
财务费用	1	41	26	5	7	16
% 销售收入	-0.1%	-3.8%	-1.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-19	-73	-62	-23	-6	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	-1	2	2	4	6
% 税前利润	n.a	n.a	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	177	54	176	286	580	860
营业利润率	20.2%	5.0%	8.3%	9.4%	11.3%	11.1%
营业外收支	24	32	33	47	58	69
税前利润	201	86	209	333	638	929
利润率	23.0%	7.9%	9.9%	10.9%	12.5%	11.9%
所得税	-28	-13	-28	-42	-86	-130
所得税率	14.1%	15.3%	13.3%	12.5%	13.5%	14.0%
净利润	173	73	181	292	552	799
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	173	73	181	292	552	799
净利率	19.8%	6.7%	8.5%	9.6%	10.8%	10.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,338	1,082	1,258	1,896	2,191	2,986
应收款项	513	971	1,462	1,492	2,396	3,491
存货	364	400	780	761	1,191	1,686
其他流动资产	26	48	19	25	34	39
流动资产	2,240	2,501	3,519	4,175	5,812	8,202
% 总资产	92.8%	90.8%	90.1%	91.6%	93.6%	95.3%
长期投资	1	0	31	31	31	31
固定资产	147	218	299	308	320	326
% 总资产	6.1%	7.9%	7.7%	6.8%	5.2%	3.8%
无形资产	20	21	34	43	44	46
非流动资产	173	253	388	384	397	405
% 总资产	7.2%	9.2%	9.9%	8.4%	6.4%	4.7%
资产总计	2,413	2,754	3,906	4,559	6,210	8,608
短期借款	5	90	50	200	150	100
应付款项	543	770	1,699	1,973	3,106	4,738
其他流动负债	31	21	52	46	61	78
流动负债	579	881	1,801	2,219	3,318	4,916
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	24	27	57	0	0	0
负债	603	908	1,858	2,219	3,318	4,917
普通股股东权益	1,810	1,846	2,048	2,340	2,892	3,690
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,413	2,754	3,906	4,559	6,210	8,608

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.963	0.226	0.553	0.446	0.843	1.220
每股净资产	10.099	5.724	6.259	7.150	8.837	11.277
每股经营现金净流	-0.808	-0.691	0.899	1.706	1.064	2.540
每股股利	0.200	0.050	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.53%	3.94%	8.84%	12.46%	19.09%	21.64%
总资产收益率	7.15%	2.64%	4.63%	6.40%	8.89%	9.28%
投入资本收益率	9.42%	3.80%	8.65%	10.41%	16.37%	19.35%
增长率						
主营业务收入增长率	45.89%	24.00%	95.73%	43.74%	67.73%	52.17%
EBIT增长率	21.00%	-56.38%	141.00%	44.27%	90.58%	48.20%
净利润增长率	16.56%	-57.81%	148.66%	61.08%	89.31%	44.65%
总资产增长率	182.25%	14.13%	41.83%	16.70%	36.22%	38.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.4	221.9	169.8	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	223.0	192.6	133.8	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	207.5	177.3	149.0	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	34.7	61.0	46.6	34.5	21.4	14.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.66%	-53.72%	-58.98%	-72.47%	-70.57%	-78.18%
EBIT利息保障倍数	-301.7	-2.1	-7.9	-56.0	-87.8	-53.4
资产负债率	25.01%	32.96%	47.56%	48.67%	53.43%	57.13%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-05-08	增持	12.10	N/A
2	2013-07-29	买入	16.54	N/A
3	2013-10-24	买入	29.90	N/A
4	2014-03-20	买入	34.00	N/A
5	2014-08-26	买入	18.98	N/A
6	2014-10-21	买入	17.12	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD