

阳光电源 (300274.SZ) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

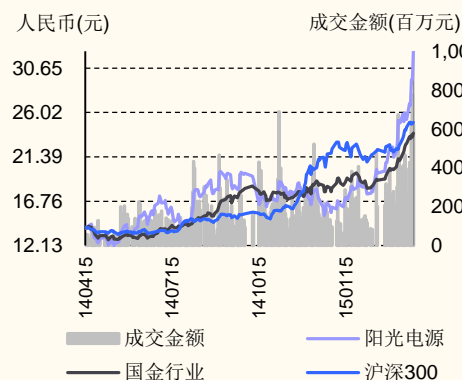
业绩点评

市场价格 (人民币): 32.40 元
目标价格 (人民币): 45.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	453.46
总市值(百万元)	21,328.43
年内股价最高最低(元)	32.40/12.13
沪深 300 指数	4438.18



相关报告

- 《牵手阿里云正式触网, 逆变器入口价值体现》, 2015.4.2
- 《电站建设加速, Q4 抢装拉动逆变器出货》, 2014.10.21
- 《逆变器业务增长强劲, 储能打开成长新空间》, 2014.8.26
- 《降本推升毛利率, 电站加逆变器出口保增长》, 2014.4.27

姚遥

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

张帅

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

光伏逆变器稳坐龙头, 全面布局能源互联网

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.553	0.430	0.886	1.373	1.967
每股净资产(元)	6.26	3.59	4.48	5.85	7.82
每股经营性现金流(元)	0.90	0.02	1.14	0.71	1.73
市盈率(倍)	58.12	37.55	36.56	23.59	16.47
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	93.45	93.45	93.45
净利润增长率(%)	148.66%	56.48%	105.94%	54.97%	43.22%
净资产收益率(%)	8.84%	11.97%	19.79%	23.47%	25.15%
总股本(百万股)	327.24	658.29	658.29	658.29	658.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2014 年报, 收入 30.62 亿元, 同比增 44%, 净利润 2.83 亿元, 同比增 56%, 符合市场预期。
- 公司同时公告非公开增发预案, 计划募资 33 亿元, 用于 5GW 逆变器产能扩建、220MW 光伏电站、新能源汽车电机控制产品、补充流动资金四个项目, 公司股票将于 4 月 15 日复牌。

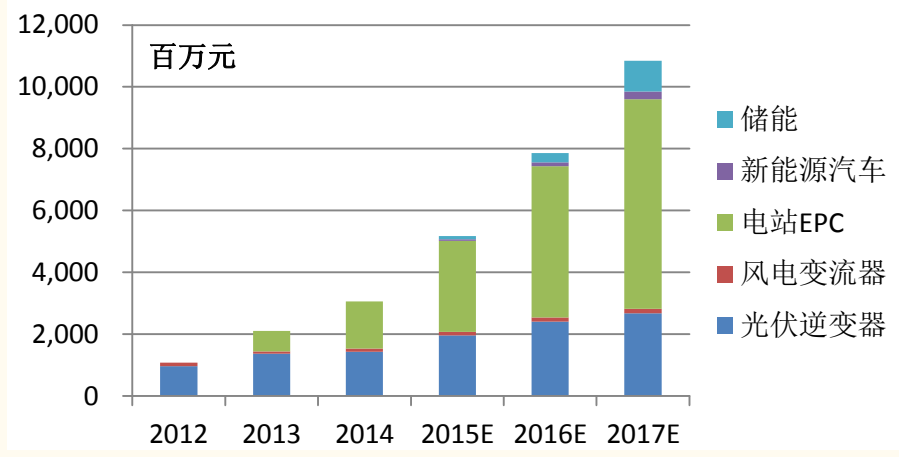
经营分析

- **逆变器业务绝对龙头地位稳固, 毛利率回升彰显由研发成果转化的持续降本能力:** 光伏逆变器仍是公司核心业务, 收入和利润贡献分别占到约 5 成和 6 成, 在 2014 年国内光伏新增装机同比几无增长的情况下, 公司逆变器出货量同比仍然增长 11%, 主要源于对过去几年因行业恶性竞争而失去的国内市场份额的逐步夺回、以及出口销售的快速增长; 而在产品单价显著下跌的情况下, 公司产品毛利率则上升 3 个百分点至 33.4%, 显示出持续的研发投入在降本方面的成效。无论从市占率还是毛利率的角度看, 此前市场一度担心华为对公司的威胁均被彻底打消。
- **逆变器及电站 EPC 业务充分受益国内装机大年, 逆变器行业景气度将继续回升:** 我们预计在能源局大力政策支持和监督下, 2015 年国内光伏新增装机大概率将实现 50% 以上增长, 公司逆变器和电站 EPC 业务都将充分受益, 并且随着国内光伏电站业主对产品质量重视度的提升、以及规模效益门槛的逐步提高, 我们预计逆变器行业集中度和公司市占率仍将继续提升。
- **增发聚焦核心业务优势强化及新业务开拓, 全力卡位“能源互联网”:** 公司增发募资用途聚焦光伏电站投资、逆变器扩产、及新能源车电机控制产品, 其中持有优质电站一方面将为公司提供稳定收入和现金流, 另一方面也将成为公司在电改背景下的业务创新提供基础资源, 逆变器业务扩产则将助力公司继续稳固国内市场的绝对龙头地位并加速向全球市场的扩张。

盈利调整及投资建议

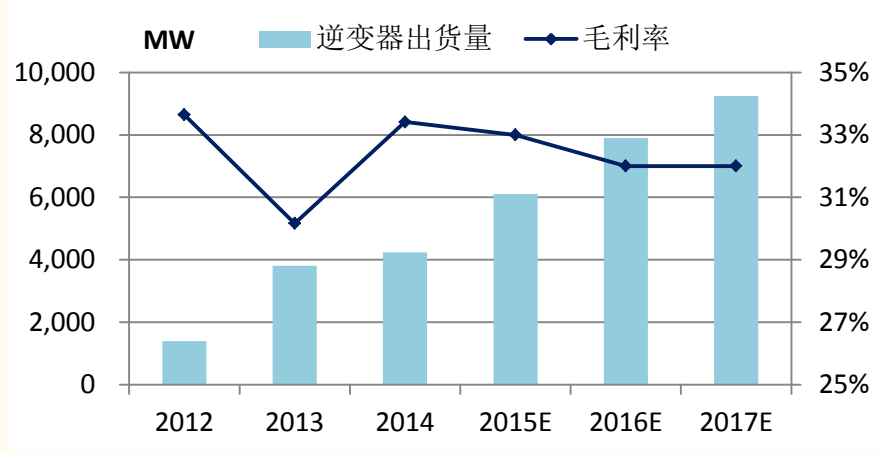
- 我们小幅上调盈利预测, 预计 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.90, 1.39, 2.00 元, 三年净利润符合增速 67%。
- 考虑公司以逆变器、光伏电站、储能、新能源汽车等业务对“能源互联网”硬件环节的全面积极布局, 以及引入“阿里云”这一互联网合作伙伴后未来商业模式的创新提升空间(包括电站侧运维优化、需求侧管理等), 我们维持对公司的“买入”评级, 以及 45~50 元目标价。

图表 1：公司主营收入分业务构成情况及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司光伏逆变器出货量、毛利率变化及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,083	2,120	3,062	5,177	7,865	10,850
增长率		95.7%	44.4%	69.1%	51.9%	38.0%
主营业务成本	-724	-1,610	-2,290	-3,972	-6,178	-8,515
% 销售收入	66.8%	75.9%	74.8%	76.7%	78.6%	78.5%
毛利	360	511	772	1,205	1,687	2,336
% 销售收入	33.2%	24.1%	25.2%	23.3%	21.4%	21.5%
营业税金及附加	-3	-12	-13	-21	-31	-43
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-124	-129	-137	-207	-275	-347
% 销售收入	11.5%	6.1%	4.5%	4.0%	3.5%	3.2%
管理费用	-146	-161	-224	-311	-393	-488
% 销售收入	13.5%	7.6%	7.3%	6.0%	5.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	87	209	398	667	987	1,457
% 销售收入	8.0%	9.9%	13.0%	12.9%	12.5%	13.4%
财务费用	41	26	3	7	14	19
% 销售收入	-3.8%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-73	-62	-106	-51	-5	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	-16	2	4	6
% 税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.3%	0.4%	0.4%
营业利润	54	176	279	625	999	1,463
营业利润率	5.0%	8.3%	9.1%	12.1%	12.7%	13.5%
营业外收支	32	33	47	53	60	66
税前利润	86	209	326	678	1,059	1,529
利润率	7.9%	9.9%	10.6%	13.1%	13.5%	14.1%
所得税	-13	-28	-42	-88	-143	-214
所得税率	15.3%	13.3%	13.0%	13.0%	13.5%	14.0%
净利润	73	181	283	590	916	1,315
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	181	283	590	916	1,315
净利率	6.7%	8.5%	9.3%	11.4%	11.6%	12.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,082	1,258	1,180	1,439	1,642	2,243
应收款项	971	1,462	2,382	2,950	4,294	5,639
存货	400	780	812	1,306	1,946	2,566
其他流动资产	48	19	59	42	64	87
流动资产	2,501	3,519	4,433	5,737	7,946	10,536
% 总资产	90.8%	90.1%	90.8%	93.1%	94.7%	95.9%
长期投资	0	31	57	57	57	57
固定资产	218	299	312	339	349	354
% 总资产	7.9%	7.7%	6.4%	5.5%	4.2%	3.2%
无形资产	21	34	32	30	33	37
非流动资产	253	388	447	428	441	449
% 总资产	9.2%	9.9%	9.2%	6.9%	5.3%	4.1%
资产总计	2,754	3,906	4,879	6,164	8,387	10,985
短期借款	90	50	96	46	0	0
应付款项	770	1,699	2,280	3,057	4,372	5,622
其他流动负债	21	52	74	104	142	174
流动负债	881	1,801	2,451	3,207	4,514	5,796
长期贷款	0	0	2	2	2	3
其他长期负债	27	57	60	0	0	0
负债	908	1,858	2,513	3,209	4,516	5,799
普通股股东权益	1,846	2,048	2,367	2,955	3,871	5,186
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,754	3,906	4,879	6,164	8,387	10,985

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.226	0.553	0.430	0.896	1.391	1.997
每股净资产	5.724	6.259	3.595	4.489	5.880	7.877
每股经营现金净流	-0.691	0.899	0.016	1.174	0.739	1.783
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	3.94%	8.84%	11.97%	19.97%	23.66%	25.35%
总资产收益率	2.64%	4.63%	5.81%	9.57%	10.92%	11.97%
投入资本收益率	3.80%	8.65%	14.06%	19.31%	22.04%	24.15%
增长率						
主营业务收入增长率	24.00%	95.73%	44.42%	69.07%	51.91%	37.96%
EBIT增长率	-56.38%	141.00%	90.26%	67.39%	48.00%	47.64%
净利润增长率	-57.81%	148.66%	56.48%	108.28%	55.21%	43.56%
总资产增长率	14.13%	41.83%	24.91%	26.33%	36.07%	30.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.9	169.8	192.0	180.0	175.0	170.0
存货周转天数	192.6	133.8	126.8	120.0	115.0	110.0
应付账款周转天数	177.3	149.0	199.8	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	61.0	46.6	34.0	21.2	14.5	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.72%	-58.98%	-45.68%	-47.07%	-42.36%	-43.19%
EBIT利息保障倍数	-2.1	-7.9	-151.2	-90.6	-73.1	-75.8
资产负债率	32.96%	47.56%	51.50%	52.06%	53.85%	52.79%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	12
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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
7	2015-04-02	买入	32.40	45.00~50.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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：021-60753903

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