

阳光电源 (300274.SZ) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

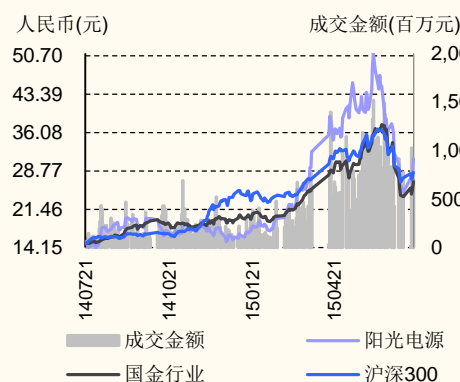
业绩点评

市场价格 (人民币): 31.10 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)	20,472.45
年内股价最高最低(元)	51.20/14.15
沪深 300 指数	4151.50



相关报告

- 《一季报高增长奠定大年基调, 电改提速助力业务模式升级》, 2015.4.27
- 《光伏逆变器稳坐龙头, 全面布局能源互联网》, 2015.4.15
- 《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

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

兼具业绩支撑和想象空间的“真成长”

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	0.883	1.317	1.858
每股净资产(元)	6.26	3.59	4.48	5.79	7.65
每股经营性现金流(元)	0.90	0.02	0.54	1.33	1.63
市盈率(倍)	58.12	37.55	35.96	24.10	17.08
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	89.71	89.71	89.71
净利润增长率(%)	148.66%	56.48%	105.12%	49.22%	41.07%
净资产收益率(%)	8.84%	11.97%	19.72%	22.74%	24.29%
总股本(百万股)	327.24	658.29	658.28	658.28	658.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2015 上半年实现营业收入 17.8 亿元, 同比增长 91.53%, 净利润 1.66 亿元, 同比增长 73.9%, 对应 EPS 为 0.25 元; 其中扣非净利润 1.55 亿元, 同比增长 93.28%, 符合此前业绩预告范围。

经营分析

- 光伏电站系统集成业务带动业绩高增长, 战略布局后劲十足:** 公司上半年确认系统集成收入 9.4 亿元, 同比增长 267%, 占总收入比例达到 52%, 我们测算对应约 125MW 左右的装机规模收入; 我们预计公司今年全年确认 400~500MW 电站系统集成收入是大概率事件, 且以公司目前的战略布局来看 (与多家电站开发/运营企业签署战略合作协议), 未来 2~3 年内系统集成业务规模维持 50% 以上增速的难度不大。
- 逆变器收入维持较快增长, 毛利率略微下滑, 下半年有望回升:** 公司上半年光伏逆变器业务实现收入 8 亿元, 同比增长 30%, 毛利率环比去年下半年略微下滑 1.3 个百分点至 31.4%, 仍然处于健康水平, 随着今年国内装机旺季提前至 Q3 启动, 我们预计公司下半年逆变器业务毛利率存在回升可能。
- “装机大年”+“旺季提前”的行业逻辑进入兑现期, 公司直接受益:** 尽管由于光伏、风电项目建设提速带来的限电问题在今年显得更为突出, 但是在能源局严控项目备案进度、明年上网电价具有强烈下调预期、政府积极破解限电难题 (特高压建设提速、规划储能等) 的大背景下, 全年完成甚至超过能源局年初制定的 17.8GW 新增装机目标将是大概率事件, 公司作为逆变器和民营电站 EPC 龙头将直接受益。

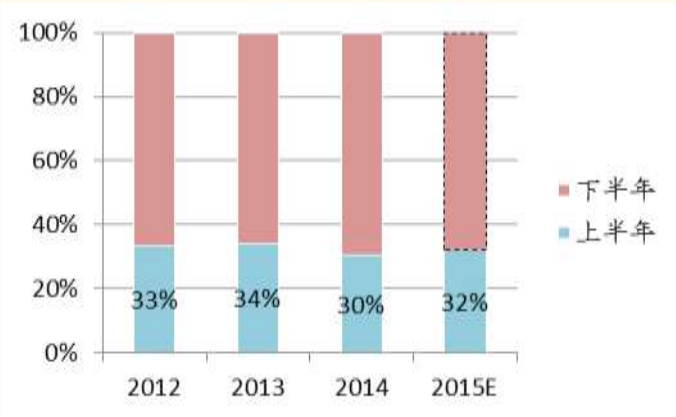
盈利调整

- 我们小幅调整公司盈利预测 (调低逆变器毛利率假设, 调高电站 EPC 利润率和规模假设), 预计 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.88, 1.32, 1.86 元, 对应三年净利润复合增速 63%。

投资建议

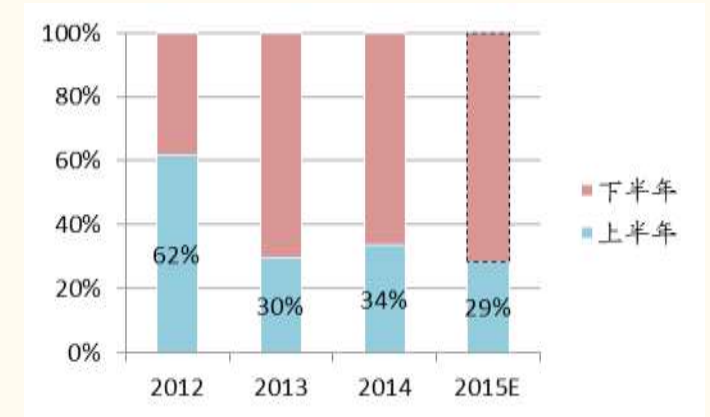
- 未来三年内, 逆变器和光伏电站 EPC 业务将能够持续提供稳健的业绩增长, 储能+电站运维优化+售电等新业务则能提供巨大的新成长空间 (下半年即有望看到实质性项目落地); 公司是目前板块中为数不多既有业绩支撑又有大想象空间的“真成长”标的, 目前股价对应 36 倍 2015PE 或 24 倍 2016PE, 我们维持“买入”评级, 以及 45~50 元目标价。

图表 1: 公司历年营业收入上下半年分布



来源: 国金证券研究所

图表 2: 公司历年净利润上下半年分布



来源: 国金证券研究所

图表 3: 公司销售与管理费用率随收入增长稳步下降



来源: 国金证券研究所

图表 4: 分项目收入预测

项 目	2012	2013	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
光伏逆变器							
销售收入 (百万元)	968	1,368	1,430	801	1,958	2,408	2,678
增长率 (YOY)	22%	41%	5%	30%	37%	23%	11%
毛利率	33.65%	30.16%	33.41%	31.43%	32.00%	31.50%	31.00%
占总销售额比重	90%	65%	47%	45%	35%	31%	25%
占主营业务利润比重	91%	81%	62%	60%	50%	44%	35%
电站系统集成							
装机规模 (MW)		80.00	200.00	125.61	450.00	700.00	1,000.00
销售收入 (百万元)		661	1,518	936	3,312	4,894	6,782
YOY			130%	267%	118%	48%	39%
毛利率		10.24%	16.71%	16.19%	16.00%	15.50%	15.00%
占总销售额比重			50%	52%	60%	62%	63%
占主营业务利润比重			33%	36%	42%	44%	43%
储能							
收入 (百万元)					100	300	1000
毛利率					45%	40%	40%
收入占比					2%	4%	9%
毛利占比					4%	7%	17%
销售总收入 (百万元)	1080.21	2120.40	3056.89	1783.69	5545.27	7864.65	10850.42
增长率 (YOY)	24.42%	96.29%	44.17%	91.53%	81.40%	41.83%	37.96%
综合毛利率	33.24%	24.09%	25.12%	23.54%	22.71%	21.92%	21.91%

来源: 国金证券研究所

图表 5: 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	5,545	7,865	10,850
增长率		95.7%	44.4%	81.1%	41.8%	38.0%
主营业务成本	-724	-1,610	-2,290	-4,286	-6,141	-8,474
% 销售收入	66.8%	75.9%	74.8%	77.3%	78.1%	78.1%
毛利	360	511	772	1,259	1,724	2,377
% 销售收入	33.2%	24.1%	25.2%	22.7%	21.9%	21.9%
营业税金及附加	-3	-12	-13	-22	-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	-200	-267	-347
% 销售收入	11.5%	6.1%	4.5%	3.6%	3.4%	3.2%
管理费用	-146	-161	-224	-349	-456	-586
% 销售收入	13.5%	7.6%	7.3%	6.3%	5.8%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	87	209	398	688	969	1,400
% 销售收入	8.0%	9.9%	13.0%	12.4%	12.3%	12.9%
财务费用	41	26	3	-19	-29	-26
% 销售收入	-3.8%	-1.2%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-73	-62	-106	-58	1	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	-16	4	5	6
% 税前利润	n.a	0.9%	n.a	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	54	176	279	616	946	1,361
营业利润率	5.0%	8.3%	9.1%	11.1%	12.0%	12.5%
营业外收支	32	33	47	52	57	61
税前利润	86	209	326	668	1,002	1,422
利润率	7.9%	9.9%	10.6%	12.0%	12.7%	13.1%
所得税	-13	-28	-42	-87	-135	-199
所得税率	15.3%	13.3%	13.0%	13.0%	13.5%	14.0%
净利润	73	181	283	581	867	1,223
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	581	867	1,223
净利率	6.7%	8.5%	9.3%	10.5%	11.0%	11.3%

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	1,386	1,573	2,170
应收款项	971	1,462	2,382	3,308	4,294	5,639
存货	400	780	812	1,409	1,935	2,554
其他流动资产	48	19	59	45	63	87
流动资产	2,501	3,519	4,433	6,148	7,865	10,450
% 总资产	90.8%	90.1%	90.8%	88.8%	90.3%	92.1%
长期投资	0	31	57	407	457	507
固定资产	218	299	312	339	349	354
% 总资产	7.9%	7.7%	6.4%	4.9%	4.0%	3.1%
无形资产	21	34	32	30	33	37
非流动资产	253	388	447	778	841	899
% 总资产	9.2%	9.9%	9.2%	11.2%	9.7%	7.9%
资产总计	2,754	3,906	4,879	6,926	8,706	11,349
短期借款	90	50	96	570	400	537
应付款项	770	1,699	2,280	3,296	4,349	5,598
其他流动负债	21	52	74	111	142	174
流动负债	881	1,801	2,451	3,977	4,891	6,309
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	3,980	4,893	6,313
普通股股东权益	1,846	2,048	2,367	2,946	3,813	5,036
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	6,926	8,706	11,349

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.226	0.553	0.430	0.883	1.317	1.858
每股净资产	5.724	6.259	3.595	4.476	5.793	7.651
每股经营现金净流	-0.691	0.899	0.016	0.537	1.333	1.626
每股股利	0.050	0.120	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.94%	8.84%	11.97%	19.72%	22.74%	24.29%
总资产收益率	2.64%	4.63%	5.81%	8.39%	9.96%	10.78%
投入资本收益率	3.80%	8.65%	14.06%	17.01%	19.87%	21.59%
增长率						
主营业务收入增长率	24.00%	95.73%	44.42%	81.08%	41.83%	37.96%
EBIT增长率	-56.38%	141.00%	90.26%	72.74%	40.78%	44.56%
净利润增长率	-57.81%	148.66%	56.48%	105.12%	49.22%	41.07%
总资产增长率	14.13%	41.83%	24.91%	41.95%	25.70%	30.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.9	169.8	192.0	190.0	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	19.8	14.5	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.72%	-58.98%	-45.68%	-27.62%	-30.69%	-32.35%
EBIT利息保障倍数	-2.1	-7.9	-151.2	36.7	33.2	53.8
资产负债率	32.96%	47.56%	51.50%	57.46%	56.20%	55.62%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

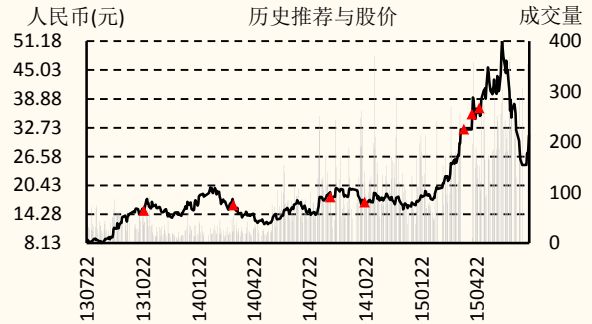
最终评分与平均投资建议对照：

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	2013-10-24	买入	29.90	N/A
2	2014-03-20	买入	34.00	N/A
3	2014-04-27	买入	26.11	N/A
4	2014-08-26	买入	18.98	N/A
5	2014-10-21	买入	17.12	N/A
6	2015-04-02	买入	32.40	45.00~50.00
7	2015-04-15	买入	32.40	45.00~50.00
8	2015-04-27	买入	35.88	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