

阳光电源 (300274) 年报及一季报点评

强烈推荐

行业：电力设备与新能源

传统主业持续高增长，新业务发展值得期待

公司发布 2015 年年报和 2016 年一季报，延续公司一贯高增长路径。在传统逆变器和光伏电站系统集成业务高增长的同时，储能业务和新能源汽车电机电控业务将为公司带来新发展。

投资要点：

✧ **光伏装机规模稳步增长，助力公司高增长。**公司 2015 年实现营业收入 45.69 亿（电站系统集成占 49.5%，光伏逆变器 47.5%，风能变流器 2.9%），同比增长 49%，归母净利润 4.25 亿，同比增长 50%，因公司三大业务均同比增长，其中逆变器和电站系统集成均增长 50%左右，主要受益于 2015 年全国新增光伏电站装机规模的大幅增长（15GW，同比增长 43%）及公司海外市场的开拓。那么 2016 年国内装机规模将延续火热行情，一季度全国新增光伏装机规模超过 7GW，系政府的大力支持及补贴将下调带来的强装效应，预计今年的装机规模可达 20GW，同比增长 50%，公司将延续高增长路径。那么公司一季度实现营业收入 13.66 亿，同比增长 87%，归母净利润 1.21 亿，同比增长 76%，主要受益于电站业务的大幅提升。

✧ **加强费用率控制，保持较高盈利能力。**公司 2015 年在开拓新业务同时，加强费用率管理，销售费用率和管理费用率均有所下降，分别为 4.1%和 6.7%。2015 年公司毛利率为 23.7%，有所下滑，系电站系统集成业务占比大幅提升。电站系统集成业务毛利率 14.9%，远低于光伏逆变器 32.1%的水平，但由于公司加强费用管理，净利率水平依然维持在 9.33%，略有上升。那么公司一季度的净利率有所下滑系大量电站 EPC 收入确认所致，全年来看，随着逆变器和电站持有运营规模扩大（电费毛利率 60%以上），盈利能力依然可维持较高水平。

✧ **布局储能和新能源汽车电机电控业务，打通能源互联网全产业链。**公司是能源互联网布局最为完善的标的，今年 6 月公司与三星合作的 1GWh 储能锂电池项目（产值 30 亿）将完全投产，公司已与合肥市政府、山西国科节能、江苏天合等企业签订储能领域合作协议，积极拓展市场。同时公司也与安凯客车签订合作协议，在新能源汽车电机电控器、充电储能等领域广泛开展合作。

✧ **强烈推荐：**不考虑增发，我们预测公司 16-18 年的 EPS 为 1.02/1.39/1.71 元，对应的 PE 为 24、18、14 倍。给予今年 33 倍 PE，对应目标价为 33 元。

✧ **风险提示：**储能支持政策不达预期；光伏装机目标不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4569	7259	9192	11221
收入同比(%)	49%	59%	27%	22%
归属母公司净利润	425	676	916	1128
净利润同比(%)	50%	59%	36%	23%
毛利率(%)	23.7%	24.0%	25.2%	25.6%
ROE(%)	15.1%	20.5%	23.1%	23.5%
每股收益(元)	0.65	1.02	1.39	1.71
P/E	37.54	23.72	17.50	14.21
P/B	5.67	4.83	4.02	3.33
EV/EBITDA	33	19	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 33

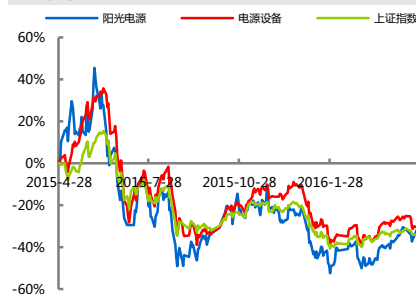
当前股价： 24.26

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	658
流通股本(百万股)	457
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	111
成交量(百万股)	21.64
成交额(百万元)	517.10

股价表现



相关报告

《阳光电源点评报告-储能与新能源汽车的完美结合》2016-04-11

《阳光电源点评-储能锂电池产能释放在即，能源互联网全面布局》2016-04-06

《阳光电源-深耕光伏领域，战略布局新能源汽车和储能市场》2015-11-22

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5627	10037	12420	15095
现金	702	2178	2758	3366
应收账款	3051	4871	6168	7530
其它应收款	207	207	207	207
预付账款	83	131	163	198
存货	1322	2090	2606	3163
其他	262	560	518	631
非流动资产	1156	2207	4004	5332
长期投资	45	45	45	45
固定资产	286	842	1845	2778
无形资产	86	88	84	80
其他	740	1232	2031	2429
资产总计	6783	12244	16424	20427
流动负债	3886	8855	12365	15542
短期借款	107	3206	5316	6985
应付账款	1934	3059	3813	4629
其他	1845	2590	3236	3928
非流动负债	61	61	61	61
长期借款	2	2	2	2
其他	59	59	59	59
负债合计	3947	8916	12426	15604
少数股东权益	22	23	24	26
股本	661	661	661	661
资本公积	1045	1045	1045	1045
留存收益	1106	1599	2268	3092
归属母公司股东权益	2814	3305	3974	4797
负债和股东权益	6783	12244	16424	20427

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-327	-299	749	945
净利润	426	677	918	1130
折旧摊销	40	49	103	172
财务费用	-4	38	130	200
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	-887	-1186	-500	-661
其它	97	121	98	102
投资活动现金流	-345	-1101	-1901	-1501
资本支出	251	1100	1900	1500
长期投资	0	0	0	0
其他	-94	-1	-1	-1
筹资活动现金流	196	2876	1733	1165
短期借款	0	3099	2110	1669
长期借款	-0	0	0	0
普通股增加	21	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	0
其他	175	-224	-377	-504
现金净增加额	-476	1475	580	609

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4569	7259	9192	11221
营业成本	3486	5514	6873	8344
营业税金及附加	19	29	37	46
营业费用	188	299	379	463
管理费用	308	508	643	786
财务费用	-1	38	130	200
资产减值损失	124	121	98	102
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	444	748	1031	1281
营业外收入	57	57	57	57
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	493	797	1080	1330
所得税	66	119	162	199
净利润	426	677	918	1130
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	425	676	916	1128
EBITDA	483	835	1263	1653
EPS (元)	0.65	1.02	1.39	1.71

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	49.2%	58.9%	26.6%	22.1%
营业利润	59.1%	68.6%	37.9%	24.3%
归属于母公司净利润	50.2%	58.9%	35.5%	23.2%
获利能力				
毛利率	23.7%	24.0%	25.2%	25.6%
净利率	9.3%	9.3%	10.0%	10.1%
ROE	15.1%	20.5%	23.1%	23.5%
ROIC	17.3%	11.0%	11.2%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	72.8%	75.7%	76.4%
净负债比率	2.76%	35.98%	42.80%	44.78%
流动比率	1.45	1.13	1.00	0.97
速动比率	1.11	0.90	0.79	0.77
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.59	0.59	0.56
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	1.80	1.80	1.80	1.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	1.02	1.39	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.49	-0.45	1.13	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.26	5.00	6.01	7.26
估值比率				
P/E	37.54	23.72	17.50	14.21
P/B	5.67	4.83	4.02	3.33
EV/EBITDA	33	19	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张轶,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
- 阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。
- 王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434