

2016年04月22日

证券研究报告

公司研究

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	11.20亿股
流通股本	11.16亿股
ROE(加权)	7.18%
每股净资产	1.13元
当前股价	5.38元

注：上述财务数据截止 2015 年年报

电气设备/电源设备/光伏设备

向日葵 (300111)

——专注主业发展，发力光伏电站业务

主要观点：

◆2015 年公司实现营业收入 18.24 亿元，比上年同期增长 10.97%；归属于上市公司股东的净利润 8,763.42 万元，同比增长 133.91%；2016 年 1 季度业绩预计归属于上市公司股东的净利润为 1500 万元 - 2000 万元。我们认为，公司净利润快速增长主要推动力来自抢装潮带来的组件销售额迅速增长以及产品毛利率的显著提升。

◆2015 年公司电池片及组件业务毛利率水平达 22.05%，比去年提升 4.97 个百分点，高于行业平均水平。我们认为主要原因在于上游晶体硅价格自 2014 年以来下降幅度较大，而多晶硅片和多晶硅电池价格总体则较为稳定。此外，公司产品所需硅片和电池片绝大部分为自己生产，外购量较少，因此相对行业其他企业有一定成本优势。

◆公司具有丰富的太阳能光伏电站建设经验，且所处地区工业、商业电价较高，对分布式光伏项目扶持政策较好，区域优势明显，因此公司拟通过非公开发行股票募集资金在浙江省投资建设 120MW 分布式光伏并网发电项目。我们认为，光伏项目未来将为公司业绩的增长提供稳定的现金流。

投资建议：

我们预计在国内光伏投资按计划推进的前提下，公司 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.16 元、0.20 元，对应 P/E 分别为 34.26 倍、27.41 倍。以目前光伏设备行业 30.55 倍的 P/E 中位数来看，公司 2016 年的估值较为均衡，进一步考虑到未来公司向下游光伏电站大力扩张的积极因素，我们首次给予其“增持”的投资评级。

风险提示：光伏装机投资下滑；光伏组件毛利率下滑。

主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1122.92	1643.90	1824.24	2121.94	2468.22
增长率(%)	-8.41%	46.39%	10.97%	16.32%	16.32%
归母净利润(百万元)	40.61	37.47	87.63	175.85	219.80
增长率(%)	111.37%	-7.74%	133.91%	100.67%	24.99%
EPS(元)	0.036	0.033	0.078	0.157	0.196
毛利率	16.46%	17.38%	22.40%	22.00%	22.00%
净资产收益率	3.50%	3.19%	6.93%	12.20%	13.23%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

1 / 12

目 录

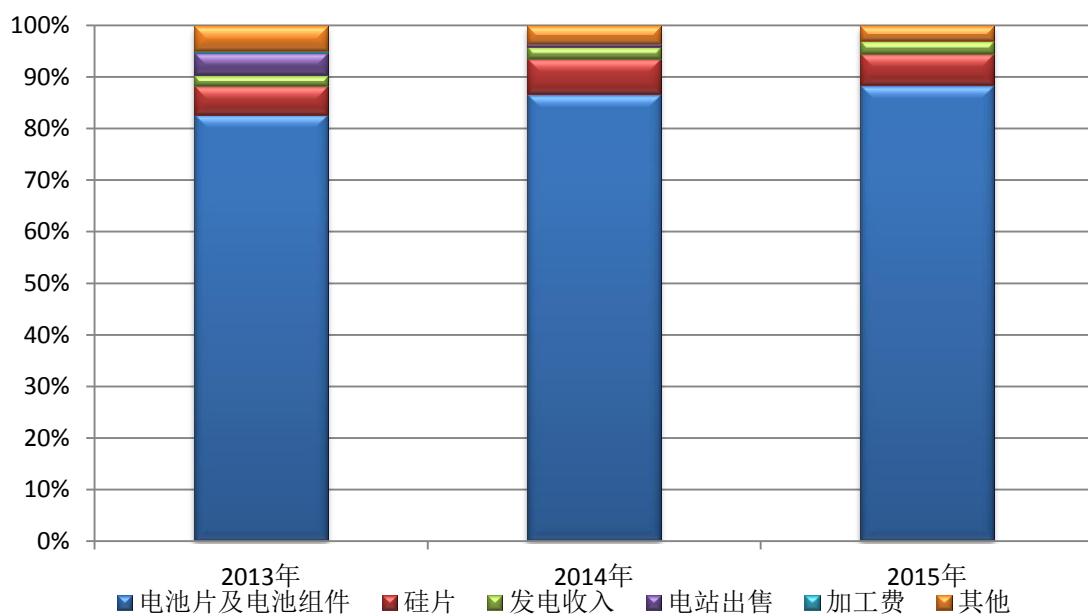
1 公司基本情况	3
1.1 公司主营业务结构	3
1.2 公司主要财务数据分析	3
2 行业景气度提升继续推动电池片及组件业务稳定增长	5
3 公司产品毛利率较高，具备良好的成本优势	6
4 依托经验和区域优势，积极布局国内光伏电站项目	8
5 盈利预测	11

1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

公司始建于 2005 年，由香港优创国际投资集团组建而成，2010 年 8 月 27 日，公司在深圳创业板成功上市。公司主要致力于研发、生产及销售大规格高效晶体硅太阳能电池。近 3 年来公司核心产品及业务结构没有发生太大变化，电池片及电池组件业务营业收入占比逐年提升，2015 年已达到 88.47%。另外两块业务硅片以及发电收入，2015 年营业收入占比分别为 6.13% 和 2.45%。

图1：近3年公司营业收入构成情况

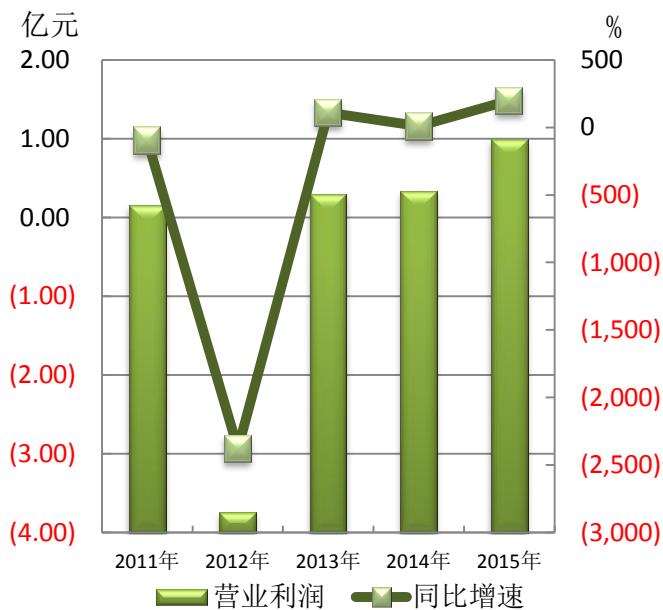


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据分析

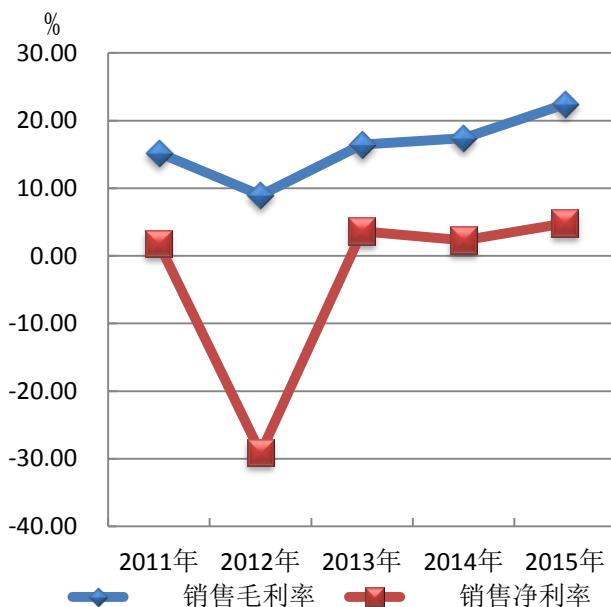
2015 年公司实现营业收入 18.24 亿元，比上年同期增长 10.97%，公司出货量较上年同期增长 30.1%，达到 474.88MW；实现营业利润 9,863.08 万元，比上年同期增长 198.57%；归属于上市公司股东的净利润 8,763.42 万元，同比增长 133.91%。此外，公司 2016 年 1 季度业绩预计归属于上市公司股东的净利润为 1500 万元 - 2000 万元。我们认为，公司净利润快速增长主要推动力来自光伏电站上网电价下调之前的抢装潮所带来的组件销售额迅速增长以及上游多晶硅价格下跌给公司毛利率带来的提升。

图 2：近 5 年来公司营业利润及同比增速变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 4：近 5 年来公司销售毛利率与净利率变动



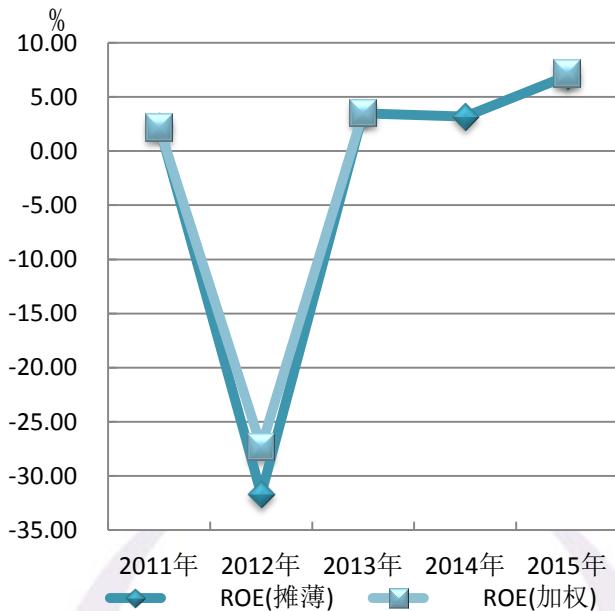
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 3：近 5 年来扣非后归母净利润及同比增速变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年来公司净资产收益率变动



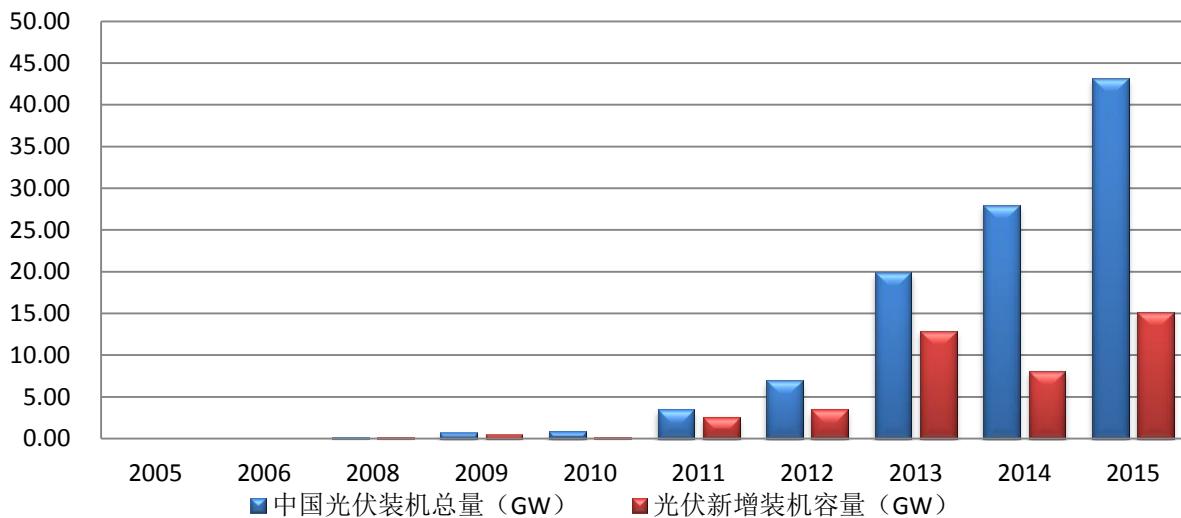
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 行业景气度提升继续推动电池片及组件业务稳定增长

根据国家能源局的统计数据，截至 2015 年我国光伏总装机量达到了 43.18GW，新增装机容量 15.18GW，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。其中，光伏电站装机 37.12GW，分布式电站装机 6.06GW，年发电 392 亿千瓦时，占全国发电量的 0.7%。

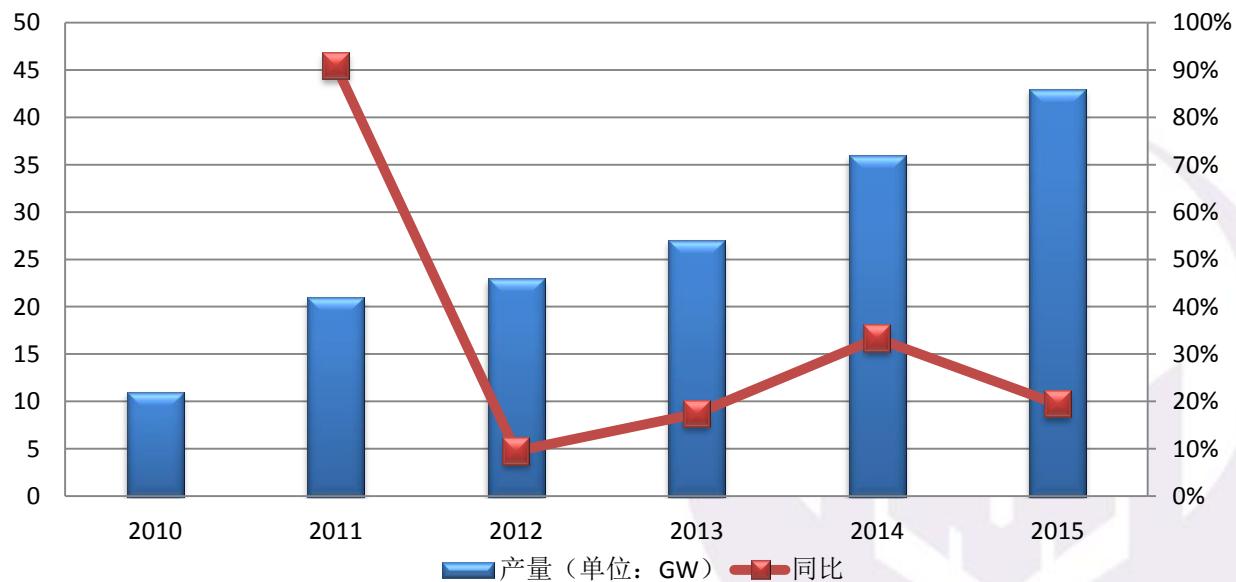
自 2015 年下半年以来，我国光伏行业在国家光伏电价补贴将于 2016 年 6 月开始下调的影响，在抢装效应下市场景气度出现了超预期回升。从我国每月新增光伏发电设备容量统计数据来看，光伏装机的年底抢装效应十分显著，但自 2015 年 4 月份以来光伏新增装机量持续高于同期，整体光伏电站的抢装潮对整个光伏产业链都带来了直接的拉动效应。

图 6：中国光伏发电新增装机容量与累计装机容量



资料来源：国家能源局、长城国瑞证券研究所

图 7：近年来我国光伏组件产量变化 (GW)



资料来源：中国光伏行业协会、长城国瑞证券研究所

在行业景气度回升的推动下，2015 年公司电池片及电池组件业务营业收入为 16.14 亿元，同比增长 13.18%。目前公司多晶硅片产能为 8800 万片、电池片产能为 600MW、组件产能为 800MW。

图 8：近 5 年电池片及组件业务营业收入变动

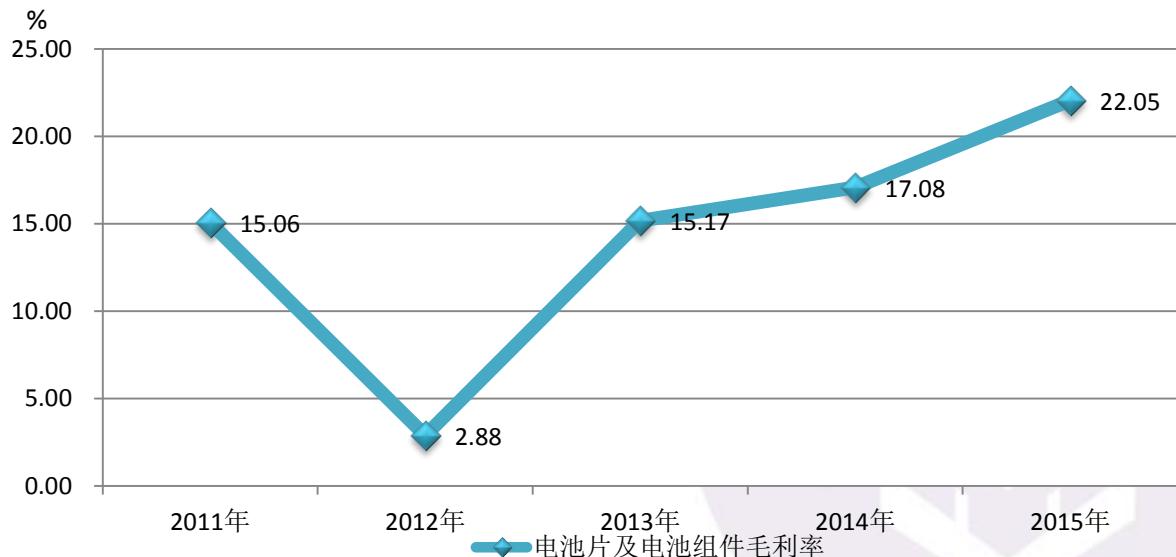


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3 公司产品毛利率较高，具备良好的成本优势

值得注意的是 2015 年公司电池片及组件业务毛利率水平达 22.05%，比去年提升 4.97 个百分点，高于行业平均水平。我们认为主要原因在于上游晶体硅价格自 2014 年以来下降幅度较大，而多晶硅片和多晶硅电池价格总体则较为稳定。此外，公司产品所需硅片和电池片绝大部分为自己生产，外购量较少，因此相对行业其他企业有一定成本优势。

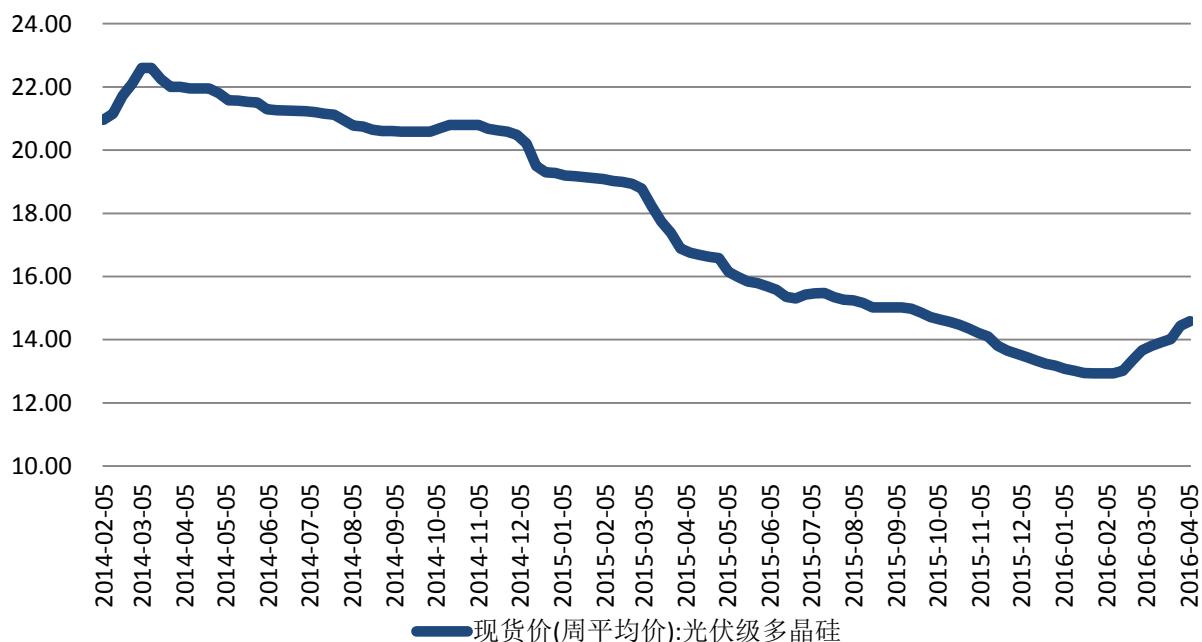
图 9：近 5 年电池片及组件业务毛利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

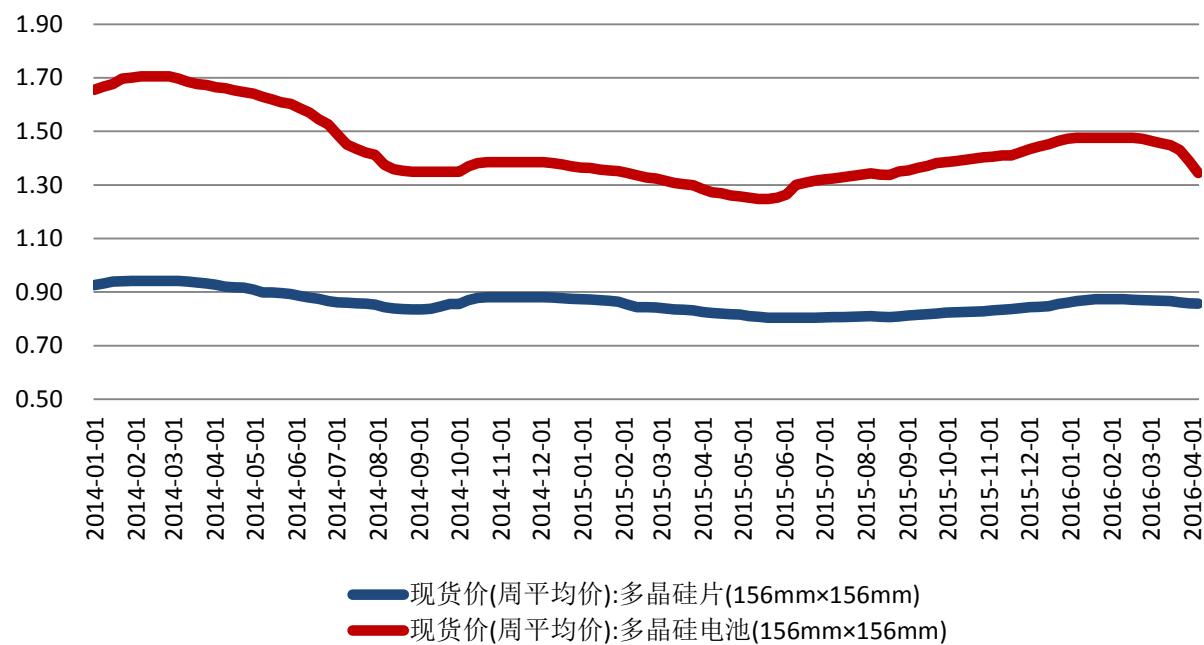
2015 年多晶硅价格全年持续下跌，且累计跌幅较大，主要原因有两方面：从供需角度看，2015 年我国全年多晶硅供应过剩约 1 万吨。2015 年中国多晶硅产量为 16.9 万吨，进口量 11.6 万吨，总供应量为 28.5 万吨；而消费量仅为 26 万吨，再加上 2014 年国内多晶硅生产企业的库存 0.6 万吨以及下游中间环节库存 0.9 万吨，总需求约为 27.5 万吨；从竞争情况来看，迫于国外进口同类产品量价带来的双重压力，国内多晶硅企业为了降低成本不得不满产甚至扩产，进一步加剧了价格的下跌。虽然 2016 年一季度价格有所回升，但考虑到企业生产成本逐渐下降以及供应持续充足的影响，我们预计 2016 年多晶硅价格仍将维持低位徘徊。

图 10：光伏级多晶硅现货价（美元/千克）



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

2015 年上半年在具体补贴政策尚未明朗的情况下，光伏装机推进缓慢、需求疲软，多晶硅片和电池的价格有小幅下滑，但随后光伏市场逐渐回暖，二者的价格一路温和回涨，进入价格的上升通道，与同期多晶硅价格走势的差异提高了产品的毛利率。我们认为，产品毛利与销量的双重上升给中游组件厂商的盈利回升提供了较为坚实的基本面基础。

图 11：多晶硅片以及多晶硅电池片现货价（美元/片）

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

4 依托经验和区域优势，积极布局国内光伏电站项目

公司具有丰富的太阳能光伏电站建设经验，在海外已投资建成多个光伏电站，并已全部并网发电。在国内已投资建设成光电建筑 1.8MW 和金太阳项目 8.2MW 的太阳能屋顶电站，都已正式并网发电。截止 2015 年底公司在手国内外分布式光伏电站项目共计 56.298MW，持有运营 54.798MW，主要分布于意大利、罗马尼亚、浙江等国家、地区。

表 1：2015 年公司光伏电站业务情况

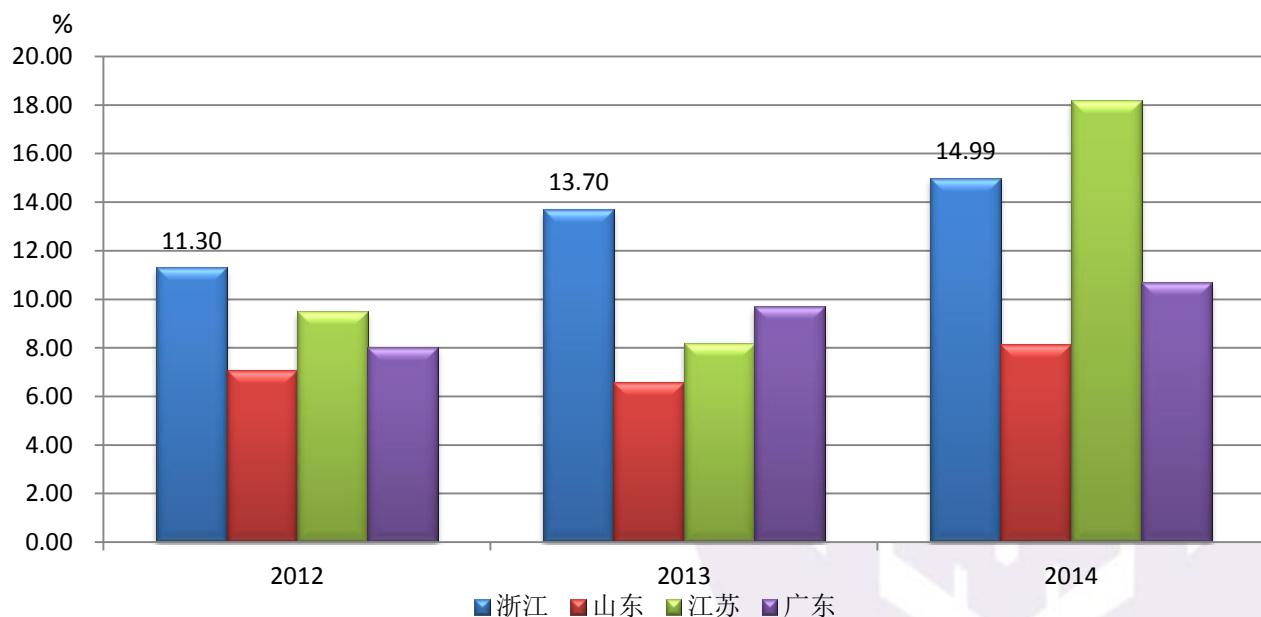
项目	规模(MW)	所在地	业务模式	进展 情况	并网电 价	承诺 年限 (年)	发电量 (度)	并网电 量(度)	2015 年营 业利润 (元)
Clar Energy S. R. L	3.7	意大利	持有运营	已并网	基本电价+补贴	20	4259875	4259875	-157671.81
Mediapower S. R. L	6.108	意大利	持有运营	已并网	基本电价+补贴	20	6319111	6319111	159030.86
XPV S. A.	25	罗马尼 亚	持有运营	已并网	基本电价+绿证收入	20	28872140	28872140	8845085.02

sunflower rosello solar S. R. L	0.99	意大利	持有运营	已并网	基本电价+补贴	20	736292	736292	686669.25
向日葵 1.8MW 太阳能屋顶发电项目	1.8	浙江绍兴	持有运营 (自发自用)	已并网	1.182	20	1205880	631	-
向日葵 8.2MW 太阳能屋顶发电项目	8.2	浙江绍兴	持有运营 (自发自用)	已并网	1.182	20	6731400	88085	-
CIC Sicilia Energy S. R. L	9	意大利	持有待售	已并网	基本电价+补贴	20	1347336	1347336	-219125.73
1.5MW 东盛印染光伏电站项目	1.5	浙江绍兴	建设运营	建设中	-	20	-	-	-

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

虽然目前公司在浙江地区的光伏项目占比只有 20.47%，但我们认为未来该区域分布式光伏项目发展空间巨大。主要原因在于浙江地区工业、商业电价较高，对分布式光伏项目扶持政策较好，系国内第二大分布式光伏电站装机大省。2012-2014 年浙江省在全国分布式光伏电站市场份额占比稳步提升，2014 年达 14.99%，仅次于江苏省。

图 12：全国分布式光伏电站市场份额前四名占比情况



资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

根据 2016 年 2 月 1 日，浙江省发布的《浙江省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，浙江省将力争在 2020 年光伏发电规模达到 8GW，全面实施百万家庭屋顶光伏工程，政府将主抓光伏帮扶工程，以低收入农户为重点，扶持安装光伏电站，力争每年投资 10 亿元，推进 1 万户。我们认为，政策的规划和支持为该区域分布式光伏项目的长远发展奠定了扎实的基础，“渔光互补”、“光伏+农业”、“光伏+工业”等多种特色模式的展开有利于多方利益的最大化，实现经济的可持续发展。

基于良好的区域优势和行业发展前景，公司于 2016 年 3 月 29 日发布非公开发行股票预案，计划通过发行不超过 4 亿股，募集资金不超过 12.5 亿元，其中，约 9.75 亿元用于在浙江省投资建设 120MW 分布式光伏并网发电项目。

针对本次非公开发行公司已与浙江省 32 家公司签订了框架协议，利用这些公司现有厂房闲置屋顶作为定向增发 120MW 分布式光伏募投项目的建设地点，总安装面积约 156 万平方米。预计整个项目建设周期计划为 1.5 年，达产后年均发电量约为 1.1 亿 KWH，25 年总发电量约为 27.61 亿 KWH。如按 25 年经营期进行测算，可为公司年均贡献利润总额 0.86 亿元，净利润约为 0.70 亿元，项目投资收益率为 11.77%。

5 盈利预测 (单位: 百万元)

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1122.92	1643.90	1824.24	2121.94	2468.22	货币资金	443.05	44.65	9.45	383.35	163.58
减: 营业成本	938.04	1358.23	1415.63	1655.11	1925.21	应收和预付款项	255.88	662.62	816.10	298.82	998.05
营业税金及附加	1.60	0.48	11.26	13.09	15.23	存货	250.86	360.25	323.48	472.46	453.37
营业费用	42.70	39.13	37.30	43.38	50.46	其他流动资产	0.00	53.91	35.19	35.19	35.19
管理费用	111.31	130.62	133.33	155.09	180.39	长期股权投资	0.12	2.05	1.94	1.94	1.94
财务费用	91.95	78.90	78.80	20.71	3.75	投资性房地产	15.53	14.79	12.71	11.21	9.71
资产减值损失	-57.57	6.84	53.24	0.00	0.00	固定资产和在建工 程	1757.11	1641.14	1559.12	1352.81	1146.51
加: 投资收益	62.12	-0.64	45.45	0.00	0.00	无形资产和开发支 出	165.25	150.11	137.01	116.36	95.71
公允价值变动损益	-26.83	3.98	-41.51	0.00	0.00	其他非流动资产	21.02	11.32	9.00	7.30	5.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2908.82	2940.85	2904.01	2679.44	2909.65
营业利润	30.18	33.03	98.63	234.55	293.17	短期借款	545.58	482.76	573.63	0.00	0.00
加: 其他非经营损 益	10.89	5.88	7.99	0.00	0.00	应付和预收款项	521.53	648.08	821.66	994.81	1005.14
利润总额	41.08	38.91	106.62	234.55	293.17	长期借款	444.49	211.72	171.86	171.86	171.86
减: 所得税	0.49	1.37	18.96	58.64	73.29	其他负债	236.58	463.40	71.08	71.08	71.08
净利润	40.59	37.54	87.67	175.92	219.88	负债合计	1748.18	1805.96	1638.24	1237.75	1248.09
减: 少数股东损益	-0.02	0.07	0.03	0.06	0.08	股本	1119.80	1119.80	1119.80	1119.80	1119.80
归母净利润	40.61	37.47	87.63	175.85	219.80	资本公积	214.02	214.02	214.02	214.02	214.02
资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所											
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	留存收益	-173.55	-157.80	-68.39	107.46	327.26
经营性现金净流量	75.21	117.48	239.70	968.24	-216.02	归属母公司股东权 益	1160.27	1176.02	1265.43	1441.28	1661.08
投资性现金净流量	-39.30	-173.09	30.36	0.00	0.00	少数股东权益	0.37	0.38	0.35	0.41	0.49
筹资性现金净流量	-33.01	-156.32	-202.27	-594.34	-3.75	股东权益合计	1160.64	1176.40	1265.77	1441.69	1661.57
现金流量净额	3.76	-219.33	66.85	373.89	-219.77	负债和股东权益合 计	2908.82	2982.36	2904.01	2679.44	2909.65
资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所											

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

11 / 12

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。