



阳光电源 (300274)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-10-21

股价走势:



联系人

姓名: 吴海滨
 邮件: wllvswbh@163.com
 执业证书编号:
 S0010512090001
 联系人: 徐程晨
 电话: 0551-65161836

定增提供发展动力, 储能投产卡位风口

事件:

事件: 2016年10月19日, 公司发布三季度报告。1-9月公司实现营业收入323,067.03万元, 较去年同期增加70,529万元, 增长27.93%。主要原因系国内光伏市场的快速发展, 光伏逆变器销售收入较上年同期增长51,128万元, 另外, 本期电站系统集成业务收入较上年同期增长19,401万元。

主要观点:

□ 业绩增速下滑, 增长现疲态

公司1-9月份营收同比增长27.93%, 保持了较高的增长率。但与前两个季度对比来看, 公司一季度营收同比增长86.87%, 二季度同比增长33.53%, 公司的业绩增长呈现下滑趋势。从归属母公司所有者净利润增长情况来看, 三季度仅增长13.7%, 相比前两个季度的75.82%、35.35%也有较大幅度的下滑。主要原因是三费同比增幅较大, 销售费用、管理费用、财务费用分别增长57%、51%、239%, 销售人员薪酬、职工薪酬和研发费用、利息支出均出现了较大增长。

□ 成败皆萧何, 光伏行业今年整体表现将出现前强后弱

公司增长的下滑主要原因是受行业“6.30”降价节点抢装潮影响, 上半年新增装机容量猛增。中电联数据, 今年上半年, 规模以上(6MW)机组新增装机容量17.6GW, 已超越2015年全年水平。而根据2016年光伏装机规划, 新增装机额度为18.1GW, 即使考虑到光伏扶贫, 规划额度也仅在20GW左右, 下半年新增装机容量空间微乎其微。

□ 行业或将迎来大浪淘沙

从十三五规划来看, 到2020年我国累计并网容量达到150GW。未来5年, 光伏电站建设虽然将保持较高的景气度, 但增长乏力。在增量缺乏的状态下, “抢装潮”势必催生一批逆变器过剩产能。随着光伏标杆电价的降低, 逆变器行业很可能会迎来洗牌。公司是逆变器行业龙头, 技术领先, 国内出货量已经连续多年保持第一。我们认为, 技术水平比较低、资金实力不足的企业, 在这轮调整中会面临淘汰出局。龙头公司或将继续扩大市场份额, 而在劣质产品被淘汰出局以后, 产品价格也将稳定甚至回升。

□ 公司定增获批, 为公司发展提供极大动力

公司光伏逆变器产能5GW, 长期处于超负荷生产, 公司定增项目一旦落实, 将有5GW的产能扩张, 有助于公司扩大生产规模, 占据更多的市场份额, 包括对国际市场的占领; 公司电控系统产品的市场评价较好, 定增将提供10万台的产能; 目前公司所持有的电站, 内部投资收益率在11%-12%, 定增投资220MW的光伏电站将给公司带来稳定的现金流。

□ 公司储能设备生产线正式投产, 卡位储能风口

公司年产2000MWh电力储能设备产线已完成首期安装及试生产等准备工作, 并于7月8日正式投产运行。预计到今年底, 公司将达到100MWH的电池产能, 明年实现500MWH的设计产能, 预计全年带来2-5亿的营收。



盈利预测及投资建议

公司打造光伏电站+储能+运维平台+新能源应用等产业，俨然已经成为互联网能源全产业链公司，未来将充分享受市场急速扩大带来的市场红利。预计 2016/17/18 年公司 EPS 分别为 1.05/1.42/1.89 元/股，对应当前股价 PE 分别为 23/17/13 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4569	6854	8910	11583
收入同比(%)	49%	50%	30%	30%
归属母公司净利润	425	819	1110	1474
净利润同比(%)	50%	92%	36%	33%
毛利率(%)	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
ROE(%)	15.0%	23.8%	24.8%	25.1%
每股收益(元)	0.64	1.05	1.42	1.89
P/E	37.69	23.14	17.06	12.86
P/B	5.70	4.62	3.56	2.72
EV/EBITDA	35	24	19	15

资料来源：wind、华安证券研究所

附表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,627	6,677	9,859	12,220
现金	702	1,371	1,782	2,317
应收账款	3,259	1,585	4,914	5,776
其他应收款	207	214	321	435
预付账款	83	117	191	270
存货	1,322	3,098	2,380	3,094
其他流动资产	54	291	271	328
非流动资产	1,156	2,251	2,137	2,007
长期投资	45	8	8	8
固定资产	286	1,356	1,557	1,592
无形资产	86	204	190	177
其他非流动资产	740	683	382	230
资产总计	6,783	8,928	11,996	14,227
流动负债	3,886	13,302	19,516	23,913
短期借款	107	7,620	12,124	14,135
应付账款	1,934	3,119	4,124	5,151
其他流动负债	1,845	2,562	3,267	4,628
非流动负债	61	84	83	91
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	59	82	81	89
负债合计	3,947	13,386	19,599	24,005
少数股东权益	22	38	61	91
股本	661	781	781	781
资本公积	1,045	829	829	829
留存收益	1,106	1,860	2,889	4,289
归属母公司股东				
权益	2,814	3,470	4,499	5,898
负债和股东权益	6,783	16,894	24,159	29,994

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(327)	2,632	443	2,398
净利润	426	817	1,108	1,472
折旧摊销	40	106	125	134
财务费用	(4)	40	20	10
投资损失	1	2	2	2
营运资金变动	(715)	1,500	(1,015)	551
其他经营现金流	(75)	167	203	230
投资活动现金流	(345)	(1,237)	(2)	(2)
资本支出	0	(1,756)	0	0
长期投资	(45)	36	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,569	6,854	8,910	11,583
营业成本	3,486	5,140	6,683	8,687
营业税金及附加	19	34	45	58
销售费用	188	274	356	463
管理费用	308	480	624	811
财务费用	(1)	40	20	10
资产减值损失	124	150	180	200
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(2)	(2)	(2)
营业利润	444	733	1,001	1,352
营业外收入	57	100	130	150
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	493	833	1,131	1,502
所得税	66	0	0	0
净利润	426	833	1,131	1,502
少数股东损益	1	17	23	30
归属母公司净利润	425	817	1,108	1,472
EBITDA	481	880	1,146	1,496
EPS (元)	0.64	1.05	1.42	1.88

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	49.21%	50.00%	30.00%	30.00%
营业利润	59.10%	65.31%	36.49%	35.06%
归属于母公司净利润	50.17%	91.96%	35.71%	32.79%
获利能力				
毛利率(%)	23.70%	25.00%	25.00%	25.00%
净利率(%)	9.31%	11.91%	12.44%	12.71%
ROE(%)	15.03%	23.75%	24.80%	25.07%
ROIC(%)	34.74%	50.42%	10.35%	9.07%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.19%	79.24%	81.13%	80.03%
净负债比率(%)	60.36%	70.34%	87.32%	86.09%
流动比率	1.45	0.50	0.51	0.51
速动比率	1.11	0.27	0.38	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.87	0.85	0.88
应收账款周转率	1.78	3.10	2.99	2.33
应付账款周转率	2.60	2.71	2.46	2.50

其他投资现金流	(301)	482	(2)	(2)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	196	7,315	4,405	1,928	每股收益(最新摊薄)	0.64	1.05	1.42	1.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.49)	3.98	0.67	3.63
短期借款	11	7,513	4,504	2,011	每股净资产(最新摊薄)	4.26	5.25	6.81	8.92
长期借款	(0)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	3	120	0	0	P/E	37.7	23.2	17.1	12.9
资本公积增加	51	(216)	0	0	P/B	5.7	4.6	3.6	2.7
其他筹资现金流	132	(102)	(99)	(82)	EV/EBITDA	35.41	30.23	27.15	22.16
现金净增加额	(476)	8,710	4,845	4,325					

资料来源: wind、华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。