

三季度增速放缓，“光+储+车”打造新增长

——阳光电源（300274）三季度财报点评

2016年10月24日

强烈推荐/首次

阳光电源

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
史鑫	分析师	执业证书编号: S1480115080056
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043
林劼	联系人	
	linjie_@dxzq.net.cn	010-66554034

事件:

2016年10月19日，公司发布2016年三季报。1-9月公司营收32.31亿元，同比增长27.93%；实现归属于上市公司股东的净利润为2.97亿元，同比增长13.7%，对应EPS为0.23元。第三季度内公司实现营收8.49亿元，同比增长14.45%，环比下降16.45%；实现归属于上市公司股东的净利润为0.72亿元，同比下降24.25%，环比下降30.88%；对应EPS为0.05元。业绩符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入(百万元)	730.88	1052.81	741.69	2043.87	1365.77	1016.02	848.87
增长率(%)	64.88%	115.74%	57.91%	23.03%	86.87%	-3.49%	14.45%
毛利率(%)	25.65%	22.08%	27.72%	22.38%	21.89%	28.14%	29.64%
期间费用率(%)	14.42%	8.65%	13.40%	9.76%	9.89%	16.61%	18.20%
营业利润率(%)	10.21%	10.44%	12.62%	8.10%	9.68%	11.62%	8.02%
净利润(百万元)	68.90	97.40	94.81	165.00	122.66	102.45	69.44
增长率(%)	66.16%	79.83%	233.85%	03.61%	78.02%	05.18%	-26.76%
每股盈利(季度,元)	0.10	0.15	0.14	0.25	0.18	0.16	0.05
资产负债率(%)	49.70%	53.26%	55.42%	58.19%	61.07%	46.80%	46.31%
净资产收益率(%)	2.82%	3.88%	3.62%	5.82%	4.14%	1.80%	1.22%
总资产收益率(%)	1.42%	1.81%	1.61%	2.43%	1.61%	0.96%	0.66%

观点:

- ▶ 光伏抢装行情过后需求下滑，公司前三季度业绩增速放缓。上半年，光伏企业加快电站建设并网进度，出现一波又一波抢装潮。“6·30”过后，整个光伏市场需求下降、订单变少。第三季度内公司实现营收8.49亿元，环比下降16.45%；实现归属于上市公司股东的净利润为2.97亿元，环比下降30.88%，可以

看出公司第三季度业绩明显的受到行业下行拖累。公司1-9月总营收32.31亿元, 同比增长27.93%; 实现归属于上市公司股东的净利润为2.97亿元, 同比增长13.7%, 业绩和公司三季报预告中的10-30%增长率相符。

- **“逆变器+电站”双引擎带动整体增长, 储能业务即将踏上爆发行情。**从前三个季度来看, 公司实现营收32.31亿元, 较去年同期增加70,529万元, 增长来自两个部分, 首先是今年上半年国内光伏市场的快速发展, 导致前三季度公司光伏逆变器的销售收入较上年同期增长51,128万元, 第二个是电站系统集成业务收入较上年同期增长19,401万元。储能业务上, 公司采取积极布局的策略, 公司定位为一个储能系统的集成商, 结合自己在储能双向变流器上的技术专长, 与外部的电池技术提供商进行合作。前期公告与天合储能、山西国科合作分别开发建设50MW/100MWh和40MW/120MWh的储能电站项目。公司控股子公司阳光三星公司产线已经于7月初正式投产, 公司储能业务将进入实质性收获阶段。储能对新能源发展来说意义重大, 削峰填谷这一核心作用是突破传统电网主架构而实现变革的关键。经测算, 至2020年我国可再生能源并网领域储能需求近2000亿元, 5年内复合增长率280%。公司迎风而上, 未来业绩可期。
- **合作促进业务外延跨界, 积极切入机电电控及充电桩领域。**公司多年稳居逆变器龙头地位, 凭借深厚技术底蕴, 顺势切入新能源汽车关键领域。今年上半年公司公告与安凯汽车、上汽安悦战略合作, 探索新能源、电动汽车机电电控、充电桩/充电站的发展。同时也与合肥发改委、合肥高新区签署合作协议, 充分利用合肥市本地资源共同开发建设示范区, 发展新能源、微网、储能、电动汽车、售电等方面的业务。公司“光+储+车”一体化布局将是公司未来有力的看点。

结论:

- 公司逆变器龙头地位不改, “光+储+车”新成长模式值得关注。我们预计2016-2018年公司归母净利润分别为5.32亿、7.17亿、9.02亿元, 对应EPS分别为0.38元、0.51元、0.64元, 业绩增速分别为26%、38%、28%, 对应的PE分别为31.2、23.1、18.4, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级, 6个月目标价15元, 对应2017年29.4倍PE。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4433	5627	8488	8694	10052	营业收入	3062	4569	5746	6892	8074
货币资金	1180	702	2757	2339	2769	营业成本	2290	3486	4367	5169	5975
应收账款	2079	3051	3463	3776	4424	营业税金及附加	13	19	86	103	121
其他应收款	96	207	261	313	367	营业费用	137	188	237	284	349
预付款项	49	83	126	178	238	管理费用	224	308	388	465	545
存货	812	1322	1555	1699	1801	财务费用	-3	-1	-14	-25	-25
其他流动资产	0	6	6	6	6	资产减值损失	106.24	124.00	124.00	124.00	124.00
非流动资产合计	447	1156	621	571	522	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	45	45	45	45	投资净收益	-15.92	-1.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	285.16	285.69	407.85	367.51	327.18	营业利润	279	444	558	772	986
无形资产	26	86	78	70	63	营业外收入	47.18	56.51	56.51	56.51	56.51
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.31	7.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	4879	6783	9109	9265	10575	利润总额	326	493	615	829	1042
流动负债合计	2451	3886	4099	3597	4079	所得税	42	66	83	112	140
短期借款	96	107	0	0	0	净利润	283	426	532	717	902
应付账款	1580	1934	2393	2832	3274	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	139	383	383	383	383	归属母公司净利润	283	425	532	717	902
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	335	564	593	795	1007
非流动负债合计	62	61	61	61	61	BPS (元)	0.43	0.65	0.38	0.51	0.64
长期借款	2	2	2	2	2	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	2513	3947	4161	3659	4140	成长能力					
少数股东权益	0	22	22	22	22	营业收入增长	44.42%	49.21%	25.75%	19.94%	17.15%
实收资本(或股本)	658	661	1407	1407	1407	营业利润增长	58.57%	59.10%	25.90%	38.25%	27.65%
资本公积	994	1045	1923	1923	1923	归属于母公司净利润	25.07%	34.74%	25.07%	34.74%	25.76%
未分配利润	632	984	1321	1801	2403	获利能力					
归属母公司股东权	2367	2814	4924	5582	6410	毛利率(%)	25.22%	23.70%	24.00%	25.00%	26.00%
负债和所有者权	4879	6783	9109	9265	10575	净利率(%)	9.25%	9.33%	9.26%	10.40%	11.17%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.81%	6.27%	5.84%	7.74%	8.53%
单位:百万元						ROE(%)	11.97%	15.12%	10.81%	12.84%	14.06%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力						
经营活动现金流	10	-327	207	-261	602	资产负债率(%)	51%	58%	46%	39%	39%
净利润	283	426	532	717	902	流动比率	1.81	1.45	2.07	2.42	2.46
折旧摊销	58.75	121.27	0.00	40.34	40.34	速动比率	1.48	1.11	1.69	1.94	2.02
财务费用	-3	-1	-14	-25	-25	营运能力					
应收账款减少	0	0	-412	-313	-648	总资产周转率	0.70	0.78	0.72	0.75	0.81
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	2	2	2	2	2
投资活动现金流	-96	-345	362	-124	-124	应付账款周转率	2.44	2.60	2.66	2.64	2.64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	484	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.65	0.38	0.51	0.64
投资收益	-16	-1	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.10	-0.72	1.46	-0.30	0.31
筹资活动现金流	17	196	1485	-33	-48	每股净资产(最新摊)	3.59	4.26	3.50	3.97	4.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	27.40	18.12	31.15	23.12	18.38
普通股增加	331	3	746	0	0	P/B	3.28	2.77	3.37	2.97	2.59
资本公积增加	-258	51	878	0	0	EV/EBITDA	19.93	12.76	23.29	17.91	13.70
现金净增加额	-69	-476	2054	-418	430						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林劭

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。