

# 太阳能 (000591)

证券研究报告

2017年03月20日

## 电站规模稳步增加，电站分布结构优化

**装机速度及业绩稳步增长，累计装机达到 3.2GW，净利润 6.53 亿**

公司发布年报，2016 年实现营业收入 43.33 亿，同比增长 1937%；实现净利润 6.53 亿，同比增长 38.18%。16 年第四季度实现营业收入 14.98 亿，净利润 2.45 亿。截止 2016 年底，公司累计并网电站超过 3.2GW，上网电量 20.8 亿 kWh。对应电费收入 17.42 亿；制造业方面，镇江公司电池、组件业能实际产能达到 600MW，全年销售 762.58MW，对应收入 25.48 亿。

**装机分布优化，新增向华东、西中、华北地区转移**

公司是国内唯一一家电站投资运营央企，目前在甘肃、青海、宁夏、新疆、内蒙、江苏、安徽、江西、上海等等十多个省市，建有光伏电站，装机总量超过 32.GW，新增装机 0.9GW，6 个电站大区分别装机并网：西中区 636.8MW,西北区 615.5MW，新疆区 460MW，华北区 566.39MW，华东区 570.48MW，华中区 357.2MW，其中华东、西中、华北地区新增装机规模较大。发电小时数方面，华北、新疆、华中有所改善，其中西中、西北、华北平均电站发电小时数最高。

**获得优质储备项目资源能力强，锁定项目超过 21GW**

公司是国内唯一央企上市光伏电站上市运营平台，凭借与地方政府的合作关系，下属子公司太阳能有限目前已经储备优质电站项目超过 21GW，分布在国内十几个省市自治区，保证后续公司电站开发持续快速的增长。

**积极参与最新光伏开发模式，探索农光、渔光等模式，解决用地问题**

公司早期专注开发 MW 级电站，近几年开始紧跟趋势，摸索光伏行业新的开发模式，探索开发光伏农业科技大棚、滩涂光伏电站“风光渔互补”等创新模式，利用农田、滩涂等资源开发集中式地面电站，缓解光伏电站开发遇到的土地问题。

**央企控股，品牌实力雄厚**

公司控股股东中节能，是以节能减排、环保为主业的央企，目前形成节能、环保、清洁能源、资源循环利用、节能环保综合服务五大业务板块，公司是中节能太阳能业务唯一上市平台，控股股东实力雄厚，品牌效应强大。

**投资建议：**公司电站新增装机稳步增加，受益装机成本下降与度电补贴下调之间的时间差；此外公司期间费用率管控有效，销售费用与管理费用下降明显。预计公司 2017 年-2019 年实现净利润 9 亿、13.86 亿、18.32 亿，EPS 0.66、1.01、1.34；对应 P/E 22 倍、14.33 倍、10.84 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**或存在光伏补贴拖欠，光伏发展规划不达预期风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,630.28	4,333.48	5,132.92	5,860.03	6,623.90
增长率(%)	(23.55)	19.37	18.45	14.17	13.04
EBITDA(百万元)	1,524.59	1,858.34	2,226.75	2,580.65	2,958.35
净利润(百万元)	472.75	653.25	903.07	1,385.71	1,832.37
增长率(%)	12,081.73	38.18	38.24	53.44	32.23
EPS(元/股)	0.35	0.48	0.66	1.01	1.34
市盈率(P/E)	42.01	30.40	21.99	14.33	10.84
市净率(P/B)	3.30	1.76	1.62	1.46	1.28
市销率(P/S)	5.47	4.58	3.87	3.39	3.00
EV/EBITDA	14.59	15.60	11.37	9.39	7.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.53 元
目标价格	21.2 元
上次目标价	21.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,366.86
流通 A 股股本(百万股)	388.81
A 股总市值(百万元)	19,860.52
流通 A 股市值(百万元)	5,649.43
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	61.30
一年内最高/最低(元)	18.87/12.35

### 作者

李恩国	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010001	
lienguo@tfzq.com	
杨藻	联系人
yangzao@tfzq.com	
李丹丹	联系人
lidandan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《太阳能-季报点评:下半年电力销售收入效益显现》 2016-10-19

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,864.97	1,572.32	410.63	468.80	529.91	营业收入	3,630.28	4,333.48	5,132.92	5,860.03	6,623.90
应收账款	2,897.54	4,014.65	827.10	5,714.64	1,679.84	营业成本	2,379.73	2,909.49	3,344.87	3,707.32	4,067.15
预付账款	41.93	123.92	125.66	152.02	127.97	营业税金及附加	17.08	41.18	46.20	51.57	60.29
存货	125.10	242.82	626.48	249.12	788.62	营业费用	38.74	38.04	43.63	49.81	56.30
其他	206.32	2,052.60	917.69	1,028.70	1,454.73	管理费用	187.93	167.82	197.62	225.61	255.02
<b>流动资产合计</b>	<b>5,135.86</b>	<b>8,006.32</b>	<b>2,907.57</b>	<b>7,613.28</b>	<b>4,581.06</b>	财务费用	512.29	525.20	566.18	351.35	211.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	28.29	1.97	2.00	2.00	2.00
固定资产	12,815.15	17,366.99	17,586.94	17,447.71	17,079.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,821.90	2,205.03	1,359.02	863.41	548.05	投资净收益	17.63	30.61	30.00	30.00	30.00
无形资产	388.88	397.72	385.63	373.54	361.45	其他	(35.25)	(61.22)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
其他	1,575.43	1,792.39	1,150.24	1,483.74	1,457.85	<b>营业利润</b>	<b>483.85</b>	<b>680.38</b>	<b>962.42</b>	<b>1,502.37</b>	<b>2,001.74</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,601.36</b>	<b>21,762.13</b>	<b>20,481.83</b>	<b>20,168.41</b>	<b>19,447.32</b>	营业外收入	46.08	50.46	50.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	<b>22,737.21</b>	<b>29,768.45</b>	<b>23,389.40</b>	<b>27,781.68</b>	<b>24,028.38</b>	营业外支出	3.13	2.27	2.43	2.61	2.44
短期借款	1,279.80	700.00	1,396.98	1,685.26	1,874.37	<b>利润总额</b>	<b>526.80</b>	<b>728.57</b>	<b>1,009.99</b>	<b>1,549.76</b>	<b>2,049.30</b>
应付账款	2,875.91	3,133.95	1,309.14	4,778.45	2,048.91	所得税	33.63	49.96	69.29	106.31	140.58
其他	1,549.19	2,042.78	2,349.05	2,229.08	2,425.95	<b>净利润</b>	<b>493.17</b>	<b>678.61</b>	<b>940.70</b>	<b>1,443.45</b>	<b>1,908.72</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,704.89</b>	<b>5,876.73</b>	<b>5,055.17</b>	<b>8,692.78</b>	<b>6,349.23</b>	少数股东损益	20.42	25.36	37.63	57.74	76.35
长期借款	8,755.80	10,471.63	4,464.67	3,353.93	132.28	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>472.75</b>	<b>653.25</b>	<b>903.07</b>	<b>1,385.71</b>	<b>1,832.37</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.35	0.48	0.66	1.01	1.34
其他	2,057.95	1,898.99	1,345.52	1,767.49	1,670.67						
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,813.75</b>	<b>12,370.63</b>	<b>5,810.18</b>	<b>5,121.41</b>	<b>1,802.94</b>						
<b>负债合计</b>	<b>16,518.64</b>	<b>18,247.36</b>	<b>10,865.35</b>	<b>13,814.19</b>	<b>8,152.17</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	196.89	224.33	261.96	319.70	396.05	<b>成长能力</b>					
股本	1,001.01	1,366.86	1,366.86	1,366.86	1,366.86	营业收入	-23.55%	19.37%	18.45%	14.17%	13.04%
资本公积	3,748.56	8,062.71	8,062.72	8,062.72	8,062.72	营业利润	10932.92%	40.62%	41.45%	56.10%	33.24%
留存收益	5,024.74	9,992.14	10,895.22	12,280.93	14,113.30	归属于母公司净利润	12081.73%	38.18%	38.24%	53.44%	32.23%
其他	(3,752.62)	(8,124.95)	(8,062.72)	(8,062.72)	(8,062.72)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,218.57</b>	<b>11,521.10</b>	<b>12,524.04</b>	<b>13,967.49</b>	<b>15,876.21</b>	毛利率	34.45%	32.86%	34.83%	36.74%	38.60%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>22,737.21</b>	<b>29,768.45</b>	<b>23,389.40</b>	<b>27,781.68</b>	<b>24,028.38</b>	净利率	13.02%	15.07%	17.59%	23.65%	27.66%
						ROE	7.85%	5.78%	7.36%	10.15%	11.84%
						ROIC	-624.98%	8.19%	6.97%	9.74%	11.44%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	72.65%	61.30%	46.45%	49.72%	33.93%
						净负债率	25.30%	32.27%	35.18%	26.44%	46.24%
						流动比率	0.90	1.36	0.58	0.88	0.72
						速动比率	0.88	1.32	0.45	0.85	0.60
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.05	1.25	2.12	1.79	1.79
						存货周转率	9.47	23.56	11.81	13.39	12.77
						总资产周转率	0.28	0.17	0.19	0.23	0.26
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.35	0.48	0.66	1.01	1.34
						每股经营现金流	0.55	0.99	3.57	0.89	2.42
						每股净资产	4.41	8.26	8.97	9.98	11.33
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	42.01	30.40	21.99	14.33	10.84
						市净率	3.30	1.76	1.62	1.46	1.28
						EV/EBITDA	14.59	15.60	11.37	9.39	7.19
						EV/EBIT	22.32	24.05	16.57	13.07	9.61

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com