



太阳能 (601126) — 公司年报点评:

业绩超预期, 未来电池组件业务有所保障, 光伏发电业务加速增长

报告日期: 2017.03.18

谨慎推荐

电力设备新能源行业

公司股价走势

李如娟(分析师) 周立津(研究助理)
电话: 020-88831169 020-88832033
邮箱: lirj@gzgzhs.com.cn zhoulj@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310515100001

事件描述:

中节能太阳能股份有限公司(以下简称: 公司)3月18日发布2016年年报: 报告期内公司实现营业收入43.33亿元, 同比增长19.37%; 归属于上市公司股东的净利润6.53亿元, 同比增长38.18%, 截止2016年底, 公司总资产为297.68亿元。

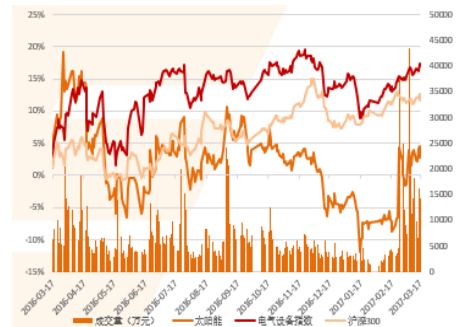
事件点评:

一、“控费”带来净利增长高弹性, 高弹性具有持续性: 公司2016年实现归母净利润6.53亿元, 大幅超出借壳上市时16年5.5亿元的业绩承诺。报告期内, 公司光伏组件(58.69%)和光伏发电(40.21%)两大业务毛利率分别下降2.45%和1.41%, 净利增长率/收入增长率弹性系数为1.97。净利高弹性主要由企业控费带来, 报告期内的“三费”与上年度持平。具体细分, “三费”之中财务费用占比最大(71.84%), 这主要是由于光伏发电“重资产+高杠杆”的模式造成, 光伏资产来源约70%来自银行贷款, 构成了极重的财务成本。因此, 公司财务费用的控制反映的是企业对这部份资产整体运营的控制。从2016年来看, 公司报告期内电网并网容量提升39%, 财务费用仅增长3%, 规模效应极其显著。我们认为在财务费用增长率超过并网容量增长率前, 公司净利增长率/营收增长率的高弹性都将得以持续。

二、自有光伏项目足以对冲电池组件行业产能过剩压力: 公司主营收入有58.69%来自电池组件制造。在2016全年国内光伏装机34GW的背景下, 组件制造全行业产能利用率约84%。但根据国家指导意见, 今年国内装机约18GW, 综合考虑全球市场, 国内组件总需求约41.2GW, 整体较去年下降26%。考虑在建产能, 全行业产能利用率或降至50%附近, 组件制造企业全面承压, 公司该部分毛利率或将进一步下降。但是, 公司2016年组件产量为790.76MW, 公司同期新增光伏电站装机容量900MW, 且已锁定超21GW(现有3.2GW)光伏项目, 完全能够消化自身组件方面的产能, 从而对冲行业产能过剩的压力。组件部分毛利的下降也将由光伏发电收益的提升来完成对冲, 避免了行业产能过剩风险。

三、受益于发电小时提升和成本下降, 发电业务将健康快速成长: 公司作为中国节能集团太阳能业务的唯一平台, 光伏发电业务目前占公司主营40.21%。该部分业务和组件业务具有极强的协同性和风险对冲的效果。目前该部分业务的风险主要来自“三北”地区居高不下的弃光率。我们认为, 受特高压线路投产、“一带一路”带动西北发展、全社会用电量去年11月以来保持同比6%以上增长以及储能的发展, 光伏设备发电小时数将在今年得到大幅提升。另外, 在今年光伏组件生产整体产能过剩的背景下, 光伏建造成本持续下降将进一步提升光伏电价毛利, 两方面因素促使发电业务健康快速成长。我们预估公司17、18年EPS 0.23、0.35(考虑送转股份), 对应PE 28X、18X。首次覆盖, 予以谨慎推荐评级。

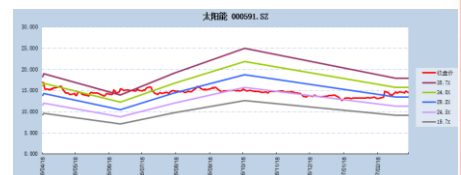
风险提示: 宏观经济下行导致用电下降; 公司出现重大财务经营风险。



股价表现

太阳能	1M	3M	6M
绝对表现	9.3	5.0	-4.2
相对表现	8.6	2.0	-10.6
沪深300	0.7	3.0	6.4

公司估值走势



公司估值

当期估值	31.42
平均估值	28.60
历史最高	44.03
历史最低	19.69

重要财务指标	单位: 百万元		
主要财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	4333.48	4856.22	5903.80
同比(%)	19.37%	12.06%	21.57%
归属母公司净利润	653.25	706.43	1054.36
同比(%)	38.18%	8.14%	49.25%
毛利率(%)	32.86%	36.20%	39.42%
ROE(%)	7.36%	5.95%	8.60%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.35
P/E	30.40	28.11	18.84
P/B	1.75	3.64	3.63



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。