

# 阳光电源（300274）点评报告

2017年04月21日

## 光伏板块稳定增长，储能、电控渐次发力 买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600515050001

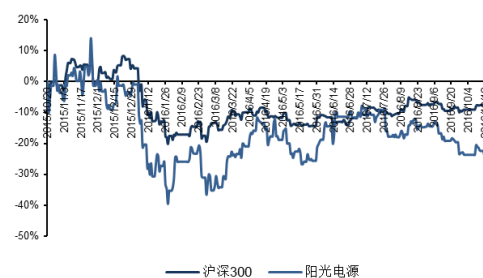
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

### 投资要点：

- 2016年业绩增长31.39%，基本符合预期：**公司发布2016年年报，报告期内公司实现营业收入60.04亿元，同比增长31.39%；实现归属母公司净利润5.54亿元，同比增长30.14%。对应EPS为0.39元。其中4季度，实现营业收入27.73亿元，同比增长35.67%，环比增长226.67%；实现归属母公司净利润2.57亿元，同比增长56.28%，环比增长257.28%。4季度对应EPS为0.18元。此前公司预告2016年盈利5.53-6.38亿元，同比增长30%-50%，年报业绩接近预告下限，基本符合预期。利润分配方案为每10股派发现金0.5元。
- 2017Q1业绩增长6.59%，基本符合预期：**公司同时公告2017Q1收入12.47亿元，同比下降8.69%；实现归属母公司净利润1.29亿元，同比增长6.59%。对应EPS为0.09元，基本符合预期。
- 电站集成带动全年业绩增长，盈利能力基本稳定；2017年收入目标75亿元：**1) 逆变器方面，2016年国内光伏市场在630抢装及4季度的抢装备货行情带动下，国内光伏市场迎来强劲增长。全年新增装机34.54GW，同比增长128%。受中国市场带动，全球光伏装机71GW，增长30%以上。公司继续保持光伏逆变器全球出货量第一的位置，全年逆变器出货11.1GW，同比增长24.65%。其中国内9.89GW，同比增长27.84%，海外1.22GW。逆变器对外销售10.2GW，同比增长24.95%，收入24.94亿元，同比增长14.98%，平均售价0.25元/W，同比下降7.98%。光伏逆变器毛利率33.09%，同比增长1.04%。测算贡献净利润2.2亿元以上。风能变流器销售418MW，同比下降23.44%，收入0.86亿元，同比下降34.12%。2) 电站集成业务方面，全年电站销售465.8MW，同比增长50%。实现收入32.84亿元，同比增长45.24%。电站毛利率17.37%，同比上升了2.47个百分点，测算贡献净利润2.7-3.0亿元。公司另有368.5MW项目在建。此外，公司持有电站年底前已达270MW，增长较快，收入0.25亿元，预计贡献净利0.15亿元左右。3) 其他方面，储能逆变器和电机控制快速增长，合计收入1.06亿元，测算贡献净利润0.1亿元左右。盈利能力方面，整体毛利率、净利率分别上升0.89、下降0.09个百分点至24.59%、9.22%。2017年公司营收目标75亿元。
- 费用率略有上升：**公司2016年期间费用同比增长43.81%至7.12亿元，期间费用率上升1.02个百分点至11.87%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升51.86%、上升39.52%、上升203.20%至2.86亿元、4.3亿元、-0.04亿元；费用率分别上升0.64、上升0.42、下降0.03个百分点至4.76%、7.16%、-0.06%。2016年经营活动现金流量净流出8.66亿元，同比增长365.05%；销售商品取得现金60.8亿元，同比增长57.15%。期末预收款项2.21亿元，同比增长42.29%。期末应收账款37.63

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	11.94
一年最低价/最高价	15.24/9.24
市净率（倍）	2.04
流通A股市值（百万元）	9894.18

### 基础数据

每股净资产（元）	4.04
资本负债率（%）	46.80%
总股本（百万股）	1,406.8494
流通A股（百万股）	834.2480

### 相关研究

- 三季度业绩环比下滑，储能布局进入收获期（2016-10-20）
- 逆变器带动业绩增长，储能、新能源汽车进入收获期（2016-8-15）

亿元，较期初增长 7.12 亿元，应收账款周转天数上升 2.21 天至 204.3 天。期末存货 13.4 亿元，较期初上升 0.18 亿元；存货周转天数下降 4.34 天至 105.81 天。

- **2017 年股权激励计划出台，进一步完善激励机制：**公司发布 2017 年股权激励计划，拟以 5.26 元/股的价格发行 4000 万股，授予 518 名中高级管理人员和核心技术人员，占总股本的 2.83%。其中首次授予 3600 万股，预留 400 万股。股权激励分 4 期解锁，每期比例 25%，解锁条件为以 2016 年为基数，2017-2020 年的营收、利润较 2016 年的增幅分别不低于 20%、40%、60%、80%，年复合增速 15.83% 分别对应的利润目标为 6.64、7.75、8.86、9.97 亿元。
- **成立百亿产业基金，光伏电站开发将加快节奏：**公司与安徽省铁路发展基金、安徽省高新技术产业投资公司共同成立 100 亿规模产业基金，计划三年内投资 1-1.5GW 新能源发电项目。产业基金普通合伙人（GP）规模 100 万，公司出资 51%；劣后级规模 20 亿元，公司出资 34%。此次百亿产业基金落地，将加速公司新能源项目的拓展，若按产业基金内电站建设全部由公司承接，则每年将新增 EPC 装机 300-400MW，每年确认 EPC 业务有望在 500MW 以上，将显著增厚公司业绩。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年的归属母公司净利润分别为 7.47 亿元、9.32 亿元、10.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.66 元、0.78 元，业绩增速达 35.0%、24.7%、17.8%，给予公司 2017 年 26.5 倍 PE，对应目标价 14 元，维持买入评级。

图表 1：阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>9350.3</b>	<b>10205.9</b>	<b>11514.5</b>	<b>13564.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>6003.7</b>	<b>7521.0</b>	<b>9122.2</b>	<b>10659.3</b>
现金	1697.5	1909.0	1161.5	982.3	营业成本	4527.4	5601.8	6824.4	8137.9
应收款项	4538.3	5769.5	6997.8	8177.0	营业税金及附加	31.2	37.6	41.0	42.6
存货	1339.7	1688.2	2056.7	2452.5	营业费用	286.1	368.5	428.7	426.4
其他	1774.8	839.2	1298.5	1952.6	管理费用	435.3	544.4	641.5	642.5
<b>非流动资产</b>	<b>2306.5</b>	<b>3061.8</b>	<b>3894.5</b>	<b>4713.9</b>	财务费用	-3.7	-27.0	-20.7	15.5
长期股权投资	49.6	54.7	59.8	64.8	投资净收益	10.9	10.0	10.0	10.0
固定资产	1726.7	2479.8	3310.4	4127.6	其他	-124.9	-127.1	-127.1	-127.1
无形资产	87.4	84.5	81.6	78.6	<b>营业利润</b>	<b>613.3</b>	<b>878.6</b>	<b>1090.1</b>	<b>1277.4</b>
其他	442.8	442.8	442.8	442.8	营业外净收支	54.8	50.0	50.0	50.0
<b>资产总计</b>	<b>11656.8</b>	<b>13267.7</b>	<b>15409.0</b>	<b>18278.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>668.1</b>	<b>928.6</b>	<b>1140.1</b>	<b>1327.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>5285.3</b>	<b>6338.7</b>	<b>7744.2</b>	<b>9196.2</b>	所得税费用	122.0	169.7	193.8	212.4
短期借款	198.9	120.0	141.9	450.9	少数股东损益	-7.5	11.4	14.2	16.7
应付账款	4285.8	5294.9	6357.0	7357.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>553.6</b>	<b>747.5</b>	<b>932.1</b>	<b>1098.3</b>
其他	800.6	923.8	1245.3	1387.8	EBIT	729.0	971.6	1189.4	1412.9
<b>非流动负债</b>	<b>407.8</b>	<b>432.8</b>	<b>457.8</b>	<b>982.8</b>	EBITDA	784.5	1050.5	1329.4	1611.1
长期借款	321.2	321.2	321.2	321.2					
其他	86.6	111.6	136.6	661.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>5693.1</b>	<b>6771.5</b>	<b>8202.1</b>	<b>10179.0</b>	每股收益(元)	0.39	0.53	0.66	0.78
少数股东权益	14.2	23.6	35.2	48.9	每股净资产(元)	4.21	4.58	5.07	5.69
归属母公司股东权益	5949.4	6472.7	7171.7	8050.3	发行在外股份(百万股)	1414.3	1414.2	1414.2	1414.2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11656.8</b>	<b>13267.7</b>	<b>15409.0</b>	<b>18278.3</b>	ROIC(%)	12.8%	13.5%	15.6%	#VALUE!
					ROE(%)	9.3%	11.5%	13.0%	13.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	24.1%	25.0%	24.7%	23.3%
经营活动现金流	865.8	1363.9	566.3	379.1	EBIT Margin(%)	12.1%	12.9%	13.0%	13.3%
投资活动现金流	-2920.9	-849.3	-1102.7	-1147.7	销售净利率(%)	9.2%	9.9%	10.2%	10.3%
筹资活动现金流	3049.9	-303.2	-211.1	589.3	资产负债率(%)	48.8%	51.0%	53.2%	55.7%
现金净增加额	995.0	211.5	-747.5	-179.2	收入增长率(%)	31.4%	25.3%	21.3%	16.9%
折旧和摊销	55.5	79.0	140.0	198.3	净利润增长率(%)	30.1%	35.0%	24.7%	17.8%
资本开支	-1216.7	-844.2	-1097.6	-1142.6	P/E	25.62	18.98	15.22	12.92
营运资本变动	-1241.0	398.2	-647.4	-1061.1	P/B	2.38	2.19	1.98	1.76
企业自由现金流	-1676.9	426.9	-617.8	-818.6	EV/EBITDA	25.34	19.95	16.84	15.12

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

