

# 阳光电源 (300274)

## 业绩增长略超预期，全年高增长基调奠定 买入 (维持)

2017年08月14日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600515050001  
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199587

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,004	6,936	8,922	10,459
同比 (%)	31.4%	15.5%	28.6%	17.2%
净利润 (百万元)	554	799	1051	1313
同比 (%)	30.1%	44.4%	31.5%	24.9%
毛利率 (%)	24.1%	27.0%	26.6%	25.9%
ROE (%)	9.3%	12.3%	14.4%	15.7%
每股收益 (元)	0.39	0.55	0.73	0.91
P/E	31.86	22.61	17.19	13.76
P/B	29.74	21.35	17.31	14.58

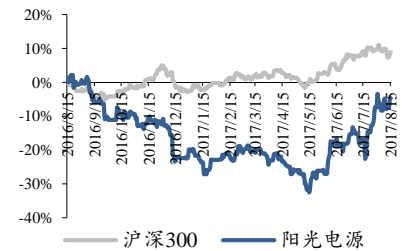
### 投资要点

■ **半年报增长 64%，略超预期：**公司发布 2017 年半年报，报告期内实现营业收入 35.41 亿元，同比增长 48.68%；实现归属母公司净利润 3.69 亿元，同比增长 63.99%；对应 PES 为 0.25 元。其中第 2 季度实现营业收入 22.94 亿元，同比增长 125.80%；实现归属母公司净利润 2.40 亿元，同比增长 130.90%。此前，公司预告 2017 年上半年业绩增长 40%-70%，本次业绩接近上限，略超预期。

■ **逆变器出货 10GW 超预期，电站开发毛利率大幅提升；全年高增长基调奠定：**分业务来看：1) 逆变器上半年实现销售收入 16.2 亿元，同比增长 45.76%，毛利率 33.86%，同比持平。贡献利润 1.6 亿元左右。上半年逆变器产量 9.9GW，其中约 8GW 确认收入。海外市场由于印度市场的爆发，增长迅速超预期。海外逆变器销售收入 4.27 亿元，对应销量 1.5-1.7GW。国内方面，出货 7-8GW，主要是因为上半年抢装行情超预期。2) 电站集成业务方面，上半年电站转让规模约 300MW，实现收入 18.3 亿元，毛利率 21.59%，同比上升 6.74 个百分点。贡献利润 1.8 亿元左右。公司 17 年开发项目达到 1.1GW，下半年预计转让 400MW 以上。3) 其他业务方面，储能逆变器和电机控制器增长迅速，分别收入 0.22 亿元、0.19 亿元，分别同比增长 279%、142%。盈利能力方面，受电站业务毛利率提升影响，上半年综合毛利率和净利率分别提升了 2.86、0.97 个百分点至 27.41%、10.42%。下半年，分布式继续爆发、领跑者计划约 5GW、扶贫计划约 4GW，新增装机达到 14GW，公司逆变器同比仍有较大幅度增长，同时考虑到海外放量的持续性，以及电站转让规模的增加，全年高增长基调已经奠定。

■ **费用率略有上升，预收款、存货大幅增长：**公司 2017 年上半年期间费用同比增长 50.82% 至 4.58 亿元，期间费用率上升 0.18 个百分点至 12.94%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 64.07%、42.09%、47.96% 至 1.95 亿元、2.52 亿元、0.11 亿元；费用率分别上升 0.52、下降 0.33、下降 0 个百分点至 5.50%、7.13%、0.32%。2017 年上半年经营活动现金流量净流出 9.45 亿元，同比增长 287.88%；销售商品取得现金 24.36 亿元，同比增长 9.62%。期末预收款项 4.43 亿元，同比增长 114%。期末应收账款 46.85 亿元，较期初增长 9.22 亿元，应收账款周转天数上升 204 天至 215 天。期末存货 31.97 亿元，较期初上升 18.57 亿元；存货周转天数增加 25.95 天至 158.83 天。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	12.47
一年最低价/最高	8.63/12.89
市净率 (倍)	2.81
流通 A 股市值 (百万元)	13,185.47

### 基础数据

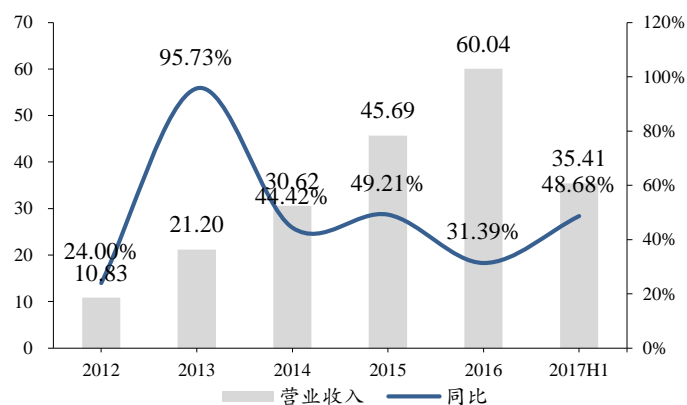
每股净资产	4.45
资本负债率 (%)	53.29%
总股本 (百万)	1,448.77
流通 A 股 (百万)	1,057.38

### 相关研究

1. 光伏板块稳定增长，储能、电控渐次发力 (2017-4-23)
2. 三季度业绩环比下滑，储能布局进入收获期 (2016-10-20)
3. 逆变器带动业绩增长，储能、新能源汽车进入收获期 (2016-8-15)

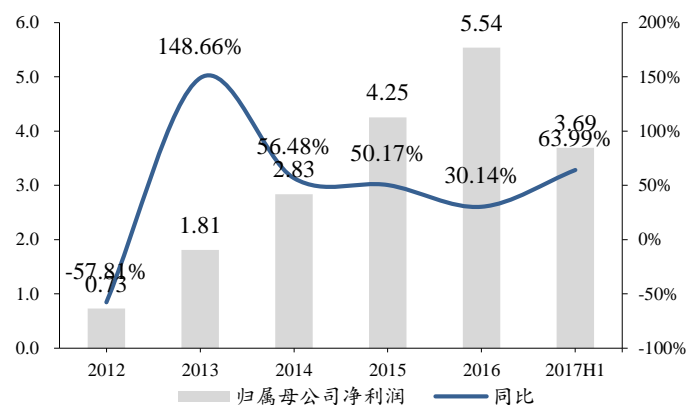
- **投资建议：** 预计公司 2017-2019 年的归属母公司净利润分别为 8.0 亿元、10.5 亿元、13.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.73 元、0.91 元，业绩增速达 44%、31%、25%，给予公司 2018 年 22 倍 PE，对应目标价 16.0 元，维持买入评级。
- **风险提示：** 政策波动、竞争加剧盈利能力下滑、分布式发展低于预期等

图表 1：2017H 收入 35.41 亿元，同比增长 48.68%



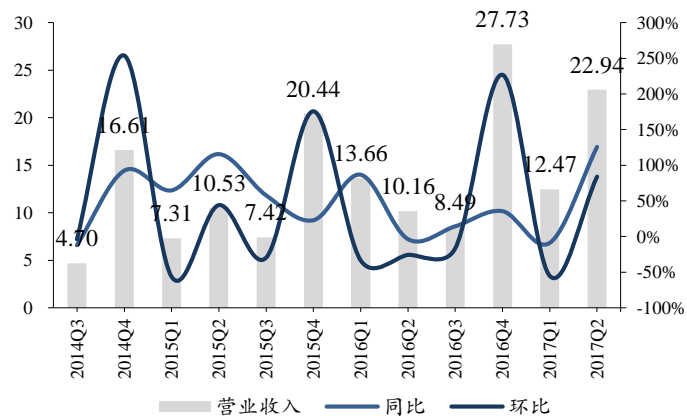
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2017H 盈利 3.69 亿元，同比增长 64%



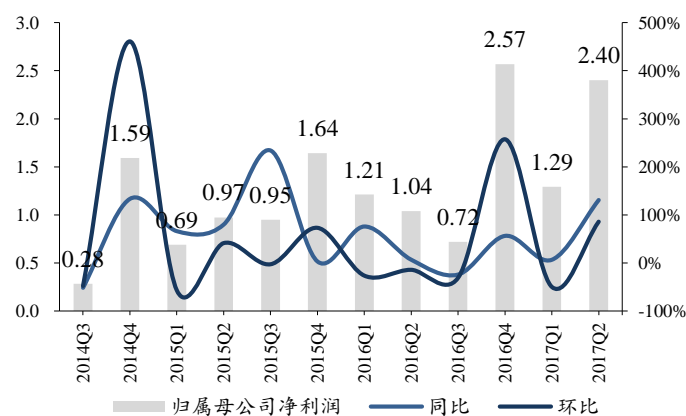
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：2017Q2 收入 22.94 亿元，同比增长 125.80%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

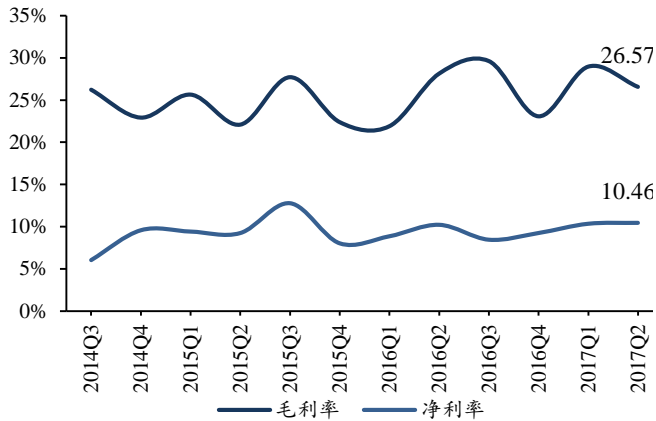
图表 4：2017Q2 盈利 2.40 亿元，同比增长 130.90%



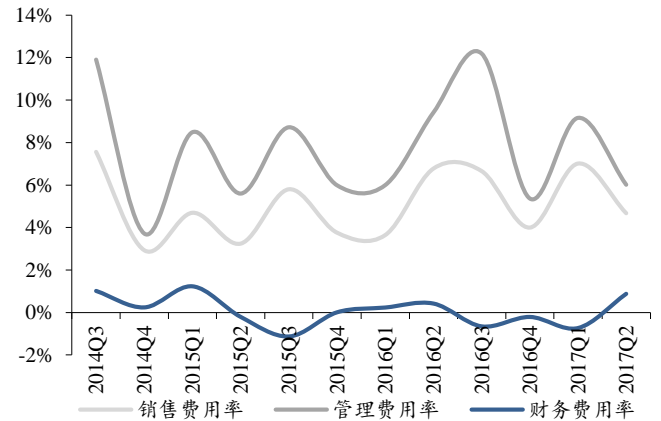
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：2017H 毛利率、净利率上升 2.86%、0.97%

图表 6：2017 H 费用率上升 0.18%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司运营情况

阳光电源	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2011	9.46%	11.50%	-0.08%	20.88%	44.48%	19.75%	219.98	137.49	(1.45)
2012	11.45%	13.47%	-3.82%	21.10%	33.19%	6.72%	189.97	218.91	(2.23)
2013	6.06%	7.61%	-1.25%	12.42%	24.09%	8.54%	131.95	167.43	2.94
2014	4.46%	7.31%	-0.09%	11.68%	25.22%	9.25%	125.09	189.35	0.10
2015	4.12%	6.75%	-0.03%	10.84%	23.70%	9.31%	110.15	202.09	(3.27)
2016	4.76%	7.16%	-0.06%	11.87%	24.59%	9.22%	105.81	204.30	8.66
2017H1	5.50%	7.13%	0.32%	12.94%	27.41%	10.42%	158.83	214.69	(9.45)
2016H1	4.98%	7.46%	0.32%	12.75%	24.56%	9.45%	132.88	251.89	(2.44)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司分季度经营情况

阳光电源	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入	7.31	10.53	7.42	20.44	13.66	10.16	8.49	27.73	12.47	22.94	125.80%	83.96%
毛利率	25.65%	22.08%	27.72%	22.38%	21.89%	28.14%	29.64%	23.07%	28.97%	26.57%	-1.57%	-2.40%
毛利润	1.87	2.32	2.06	4.57	2.99	2.86	2.52	6.40	3.61	6.10	113.17%	68.70%
期间费用率	14.42%	8.65%	13.40%	9.76%	9.89%	16.61%	18.20%	9.16%	15.44%	11.58%	-5.04%	-3.87%
销售费用	0.34	0.34	0.43	0.77	0.50	0.69	0.56	1.11	0.87	1.07	55.86%	22.73%
管理费用	0.62	0.59	0.65	1.22	0.82	0.96	1.03	1.49	1.14	1.38	44.35%	20.84%
财务费用	0.09	-0.02	-0.08	0.00	0.03	0.04	-0.06	-0.06	-0.09	0.20	370.34%	-323.21%
期间费用	1.05	0.91	0.99	2.00	1.35	1.69	1.54	2.54	1.93	2.66	57.36%	37.89%
资产减值	0.03	0.32	0.11	0.78	0.26	-0.02	0.26	0.81	0.43	0.73	-3126.24%	68.73%
营业利润	0.75	1.10	0.94	1.65	1.32	1.18	0.68	2.95	1.27	2.90	146.05%	128.44%
营业外收入	0.06	0.07	0.14	0.29	0.20	0.14	0.12	0.11	0.14	-0.01	-104.10%	-104.01%
利润总额	0.81	1.17	1.07	1.87	1.53	1.32	0.79	3.04	1.41	2.89	118.94%	104.93%
所得税	0.12	0.19	0.13	0.22	0.30	0.30	0.10	0.53	0.15	0.51	70.75%	242.34%
归母净利	0.69	0.97	0.95	1.64	1.21	1.04	0.72	2.57	1.29	2.40	130.90%	85.88%

净利率	9.43%	9.25%	12.79%	8.04%	8.87%	10.23%	8.46%	9.26%	10.35%	10.46%	0.23%	0.11%
存货	6.91	8.19	10.93	13.22	11.70	13.31	14.02	13.40	14.03	31.97	140.11%	127.90%
股本	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49	14.49		
EPS	0.05	0.07	0.07	0.11	0.08	0.07	0.05	0.18	0.09	0.17	130.90%	85.88%

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>