



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，分布式业务潜力大

——阳光电源（300274）三季度财报点评

2017年10月30日

强烈推荐/维持

阳光电源

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件：

公司发布2017年第三季度报告。公司实现营业收入66.42亿元，同比增长105.58%；实现归属于上市公司股东的净利润7.51亿元，同比增长152.93%；实现基本每股收益0.53元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1365.77	1016.02	848.87	2772.99	1247.11	2294.22	3100.32
增长率（%）	86.87%	-3.49%	14.45%	35.67%	-8.69%	125.80%	265.23%
毛利率（%）	21.89%	28.14%	29.64%	23.07%	28.97%	26.57%	26.86%
期间费用率（%）	9.89%	16.61%	18.20%	9.16%	15.44%	11.58%	10.67%
营业利润率（%）	9.68%	11.62%	8.02%	10.64%	10.20%	12.66%	13.12%
净利润（百万元）	122.66	102.45	69.44	251.58	126.32	238.57	379.95
增长率（%）	78.02%	05.18%	-26.76%	52.47%	02.98%	132.87%	447.16%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.16	0.05	0.18	0.09	0.17	0.26
资产负债率（%）	61.07%	46.80%	46.31%	48.84%	45.20%	53.29%	55.25%
净资产收益率（%）	4.14%	1.80%	1.22%	4.22%	2.08%	3.70%	5.56%
总资产收益率（%）	1.61%	0.96%	0.66%	2.16%	1.14%	1.73%	2.49%

观点：

- **光伏行业发展超预期，光伏逆变器、电站集成业务大幅增长。**2017年1月至9月，我国新增光伏装机量42GW左右，同比增长60%，行业发展远超预期。公司作为光伏逆变器龙头企业，市占率全球第一，直接受益今年行业火爆行情。公司于2013年进入电站集成业务，依托自身技术优势，取得巨大进展，电站集成业务成为公司第二利润点。
- **分布式装机爆发，公司紧抓机遇促转型。**2017年分布式光伏市场出现爆发。2017年1月至9月，分布式光伏装机15GW，约占总装机量36%，同比增长300%以上。“十三五”规划明确指出，到2020年底，国内分布式装机达60GW，分布式电站发展潜力巨大。公司把握发展机遇，加大分布式电站研发投入，逐步推进分布式电站项目，构建公司电站业务新的竞争力。公司设立户用光伏品牌Sunhome，加快分布式光伏市场品牌建设，同时，公司参与国家分布式发电示范区工程，参加国家分布式关键技术课题研究，逐渐成为分布式市场的领导者。分布式电站业务也将成为公司未来重要利润增长点。

- **储能逆变器业务极具潜力，新能源汽车电机控制器业务前景广阔。**公司的储能逆变器的市场占有率在国内排名第一。由于国内户用光伏市场的快速发展以及电池成本的不断下降，储能市场有望迎来爆发式增长，储能逆变器业务可能成为公司新的利润增长点。同时，公司从逆变器的核心技术出发，拓展新的业务，提前布局，进军新能源汽车电机控制器市场。新能源汽车行业强劲的发展势头，将带动公司电机控制器业务的快速增长。

结论：

公司核心业务盈利稳定，同时利润增长点丰富，公司根据自身技术优势，积极拓展跨行业的电控等业务，公司未来抵御单一行业风险能力增强。我们预计公司2017-2019年营收分别为85亿元、110.3亿元、143.6亿元，归母净利润分别为10.3亿元、12.1亿元、14.9亿元，EPS分别为0.71元、0.84元、1.03元，对应PE分别为25倍、21倍、17倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

光伏行业发展不及预期，分布式光伏补贴下调超预期

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5627	9350	12722	15665	19898	营业收入	4569	6004	8496	11030	14361
货币资金	702	1697	2696	3119	4060	营业成本	3486	4527	6128	8140	10719
应收账款	3051	3763	5354	6951	9049	营业税金及附加	19	31	44	57	75
其他应收款	207	256	362	470	612	营业费用	188	286	399	518	675
预付款项	83	94	94	94	94	管理费用	308	430	595	772	1005
存货	1322	1340	1847	2453	3230	财务费用	-1	-4	-9	-22	-14
其他流动资产	6	1672	1672	1672	1672	资产减值损失	124.00	130.24	130.00	130.00	130.00
非流动资产合计	1156	2307	1794	1703	1570	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	45	50	50	50	50	投资净收益	-1.41	10.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	285.69	768.63	#####	1488.7	1364.3	营业利润	444	613	1209	1434	1771
无形资产	86	87	79	71	64	营业外收入	56.51	57.30	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	0	6	6	6	6	营业外支出	7.56	2.45	6.00	6.00	6.00
资产总计	6783	11657	14517	17367	21468	利润总额	493	668	1258	1483	1820
流动负债合计	3886	5285	6387	8238	11112	所得税	66	122	230	271	332
短期借款	107	199	0	4	511	净利润	426	546	1028	1213	1488
应付账款	1934	2673	3526	4684	6167	少数股东损益	1	-7	0	0	0
预收款项	383	221	221	221	221	归属母公司净利润	425	554	1028	1213	1488
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	564	747	1364	1583	1929
非流动负债合计	61	408	406	406	406	BPS (元)	0.65	0.41	0.71	0.84	1.03
长期借款	2	321	321	321	321	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	3947	5693	6793	8644	11518	成长能力					
少数股东权益	22	14	14	14	14	营业收入增长	49.21%	31.39%	41.51%	29.83%	30.19%
实收资本(或股本)	661	1414	1449	1449	1449	营业利润增长	59.10%	38.26%	97.08%	18.68%	23.46%
资本公积	1045	2952	3830	3830	3830	归属于母公司净利润	85.69%	17.95%	85.69%	17.95%	22.69%
未分配利润	984	1402	1916	2522	3266	获利能力					
归属母公司股东权	2814	5949	7708	8707	9934	毛利率(%)	23.70%	24.59%	27.87%	26.20%	25.36%
负债和所有者权	6783	11657	14517	17367	21468	净利率(%)	9.33%	9.10%	12.10%	10.99%	10.36%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	-327	866	243	819	852	偿债能力					
净利润	426	546	1028	1213	1488	资产负债率(%)	58%	49%	47%	50%	54%
折旧摊销	121.27	137.56	0.00	162.60	164.40	流动比率	1.45	1.77	1.99	1.90	1.79
财务费用	-1	-4	-9	-22	-14	速动比率	1.11	1.52	1.70	1.60	1.50
应收账款减少	0	0	-1590	-1597	-2099	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.65	0.65	0.69	0.74
投资活动现金流	-345	-2921	226	-210	-170	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.60	2.61	2.74	2.69	2.65
长期股权投资减少	0	0	347	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.41	0.71	0.84	1.03
筹资活动现金流	196	3050	530	-187	260	每股净现金流(最新)	-0.72	0.70	0.69	0.29	0.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.26	4.21	5.32	6.01	6.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	3	753	34	0	0	P/E	27.37	43.39	25.07	21.26	17.33
资本公积增加	51	1907	878	0	0	P/B	4.18	4.23	3.34	2.96	2.59
现金净增加额	-476	995	999	422	942	EV/EBITDA	19.81	32.10	17.16	14.52	11.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。