

# 阳光电源 (300274)

2017年10月29日

## 三季报大超预期，户用光伏快速推进 买入 (维持)

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	10,195	13,477	17,875
同比(+/-%)	31.4%	69.8%	32.2%	32.6%
净利润(百万元)	554	1004	1466	1910
同比(+/-%)	30.1%	81.4%	46.0%	30.3%
每股收益(元)	0.39	0.69	1.01	1.32
毛利率(%)	24.1%	26.6%	27.2%	26.4%
净资产收益率(%)	9.3%	15.1%	18.9%	20.6%
市盈率(P/E)	43.61	24.62	16.87	12.95
EV/EBITDA	38.03	23.39	17.74	15.33

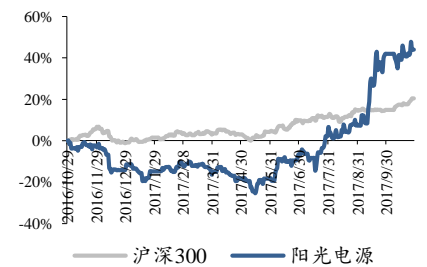
### 投资要点

■ **Q1-Q3 盈利 7.51 亿元，超预期：**公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 66.42 亿元，同比增长 105.58%；实现归属母公司净利润 7.51 亿元，同比增长 152.93%。对应 EPS 为 0.52 元。其中 3 季度，实现营业收入 31 亿元，同比增长 265.23%，环比增长 35.14%；实现归属母公司净利润 3.82 亿元，同比增长 431.60%，环比增长 59.12%。3 季度对应 EPS 为 0.26 元。此前公司业绩预告前三季度盈利 7-7.5 亿元，实际披露业绩超预期。

■ **国内+出口双共振，主业迎来高增长：**根据中电联的数据，前三季度国内光伏新增装机 42.3GW，同比增长 88%。作为国内逆变器及电站开发的龙头，公司受益于行业的爆发，同时受益于印度及新兴国家地区光伏市场的快速启动，公司逆变器出口也迎来井喷，测算前三季度：1) 逆变器出货 13GW 左右 (其中海外 2GW 以上)，贡献利润 2.5-2.8 亿元；2) 电站开发确认规模 700MW 左右，贡献利润 3.4-3.8 亿元；3) 电站运营，贡献业绩 6-8 千万；4) 户用光伏产品开始贡献利润，2-4 千万，储能、电控合计贡献利润 2-3 千万。整体盈利能力方面，前三季度毛利率和净利率分别同比上升 1.26、2.12 个百分点至 27.15%、11.31%。Q3 净利率 12.32%，为近两年来的高点，仅次于 2015Q3。

■ **发力户用光伏市场，剑指国内第一品牌：**根据光伏协会的数据，前三季度国内分布式光伏装机超 15GW，同比增长 300%，成为亮点。而户用光伏市场持续升温，迎来启动元年，成为亮点中的亮点。根据我们的测算，国内户用光伏装机空间 430GW，目前占比不到 1%，空间巨大。行业内从组件、逆变器、运营商、渠道商纷纷进入，行业方兴未艾，将迎来持续增长。公司率先成立 SunHome 全球品牌，发力户用光伏市场。根据公司规划，其渠道要实现市县镇三级网络立体覆盖，短期内要实现 10 个省的代理商网络覆盖。预计到 2017、2018 年底分别形成 500、1000 家县区级经销网络。未来 2-3 年内，达到 3000 家的县区级的经销网络，10 万家的乡镇村网络。到 2020 年实现家庭光伏中国市场占有率第一。户用光伏带动公司业务从 B 端往 C 端拓展，具备高盈利、高成长，将为公司业绩和估值贡献弹性。未来随着储能成本的不断降低，储能系统进入寻常百姓家，公司户用光伏与户用储能将有效结合形成协同效应，当前的户用光伏拓展作为前期市场、品牌、渠道锚点，意义重大。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.07
一年最低价/最高	8.63/17.88
市净率(倍)	3.62
流通 A 股市值 (百万元)	18049.39

### 基础数据

每股净资产	4.71
资本负债率(%)	55.25%
总股本(百万)	1,448.77
流通 A 股(百万)	1,057.38

### 相关研究

1. 业绩增长略超预期，全年高速增长基调奠定 (2017-8-14)
2. 光伏板块稳定增长，储能、电控渐次发力 (2017-4-23)
3. 三季度业绩环比下滑，储能布局进入收获期 (2016-10-20)
4. 逆变器带动业绩增长，储能、新能源汽车进入收获期 (2016-8-15)

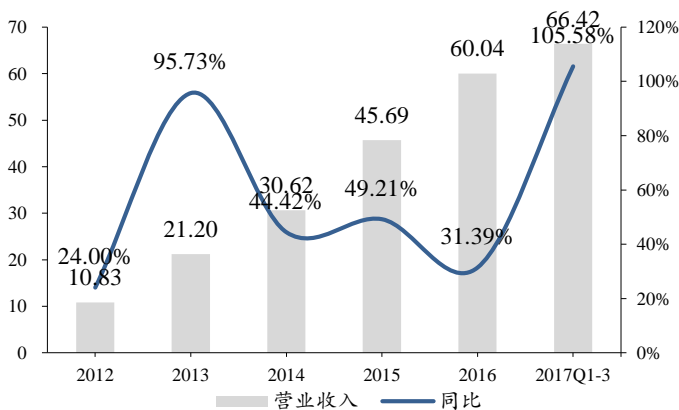
- 费用率下降 2.3 个百分点，预收款、存货大幅上升，周转率加快：**公司 2017 年前 3 季度期间费用同比增长 72.20% 至 7.89 亿元，期间费用率下降 2.3 个百分点至 11.88%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 87.53%、上升 54.08%、上升 1248.92% 至 3.28 亿元、4.33 亿元、0.28 亿元；费用率分别下降 0.48、下降 2.18、上升 0.35 个百分点至 4.94%、6.52%、0.42%。2017 年前 3 季度经营活动现金流量净流出 3.79 亿元，同比增长 10.68%；销售商品取得现金 51.1 亿元，同比增长 66.22%。期末预收款项 4.59 亿元。期末应收账款 66.52 亿元，应收账款周转天数下降 58.19 天至 211.7 天。期末存货 18.91 亿元，较期初上升 5.51 亿元；存货周转天数下降 63.46 天至 90.14 天。
- 投资建议：**考虑到国内、国外需求高增带来的公司逆变器和电站集成业务的高增长，以及户用光伏市场的快速爆发和公司的快速布局，预计公司 17-19 年的净利润分别为 10.0、14.7、19.1 亿，分别同比增长 81.4%、46.0%、30.3%，对应 EPS 为 0.69、1.01、1.32 元。我们给予公司 18 年 25 倍 PE，对应目标价 25.3 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 1：2017 年前 3 季度收入 66.42 亿元，同比增长 105.58%；盈利 7.51 亿元，同比增长 152.93%

阳光电源	2017Q1-3	2016Q1-3	同比	2017Q3	2016Q3	同比	2017Q2	环比
营业收入	66.42	32.31	105.58%	31.00	8.49	265.23%	22.94	35.14%
毛利率	27.15%	25.89%	1.26%	26.86%	29.64%	-2.78%	26.57%	0.29%
营业利润	8.25	3.18	159.00%	4.07	0.68	-31.88%	2.90	40.09%
归属母公司净利润	7.51	2.97	152.93%	3.82	0.72	431.60%	2.40	59.12%
净利率	11.31%	9.19%	2.12%	12.32%	8.46%	3.86%	10.46%	1.86%
股本	14.48	14.48	-	14.48	14.48	-	14.48	-
EPS	0.52	0.21	152.93%	0.26	0.05	431.60%	0.17	59.12%

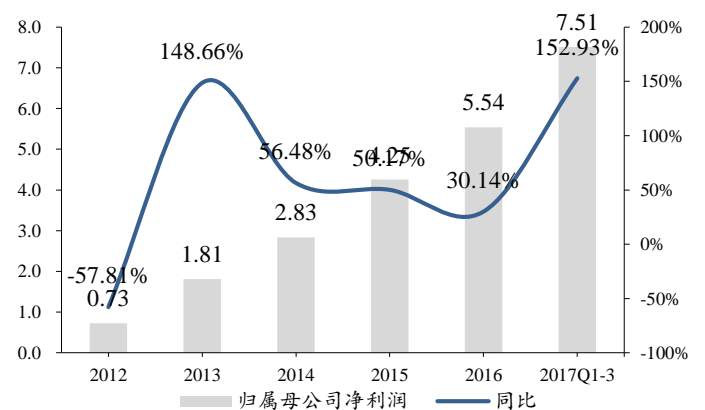
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：Q1-Q3 收入 66.42 亿元，同比增长 105.58%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

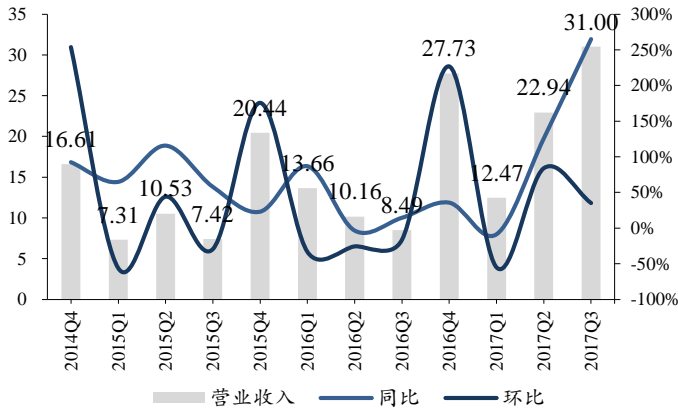
图表 3：Q1-Q3 盈利 7.51 亿元，同比增长 152.93%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

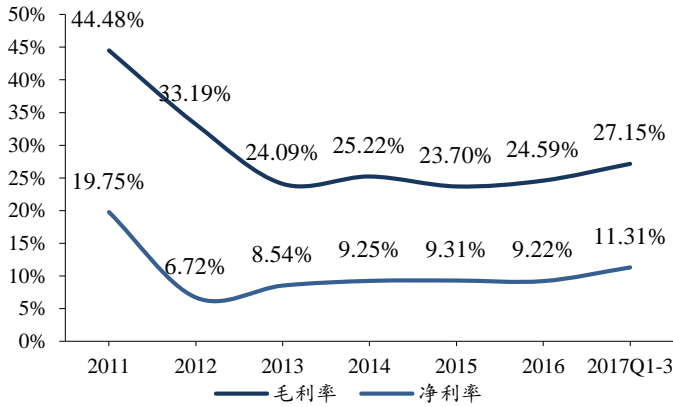
图表 4：Q3 营收 31 亿元，同、环比 265.23%、35.14%

图表 5：Q3 盈利 3.82 亿元，同、环比 431.60%、59.12%



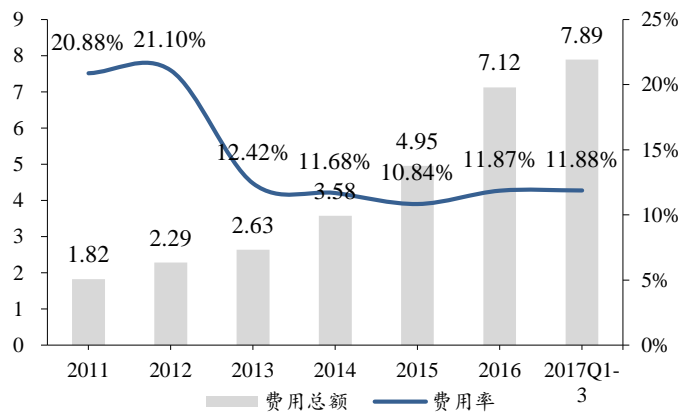
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: Q1-Q3 毛、净利率同比上升 1.26、2.12 个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

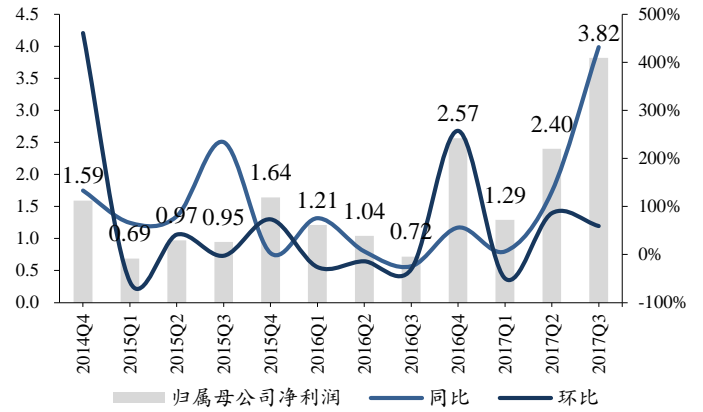
图表 8: Q1-Q3 期间费用 7.89 亿元, 同比增长 72.20%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

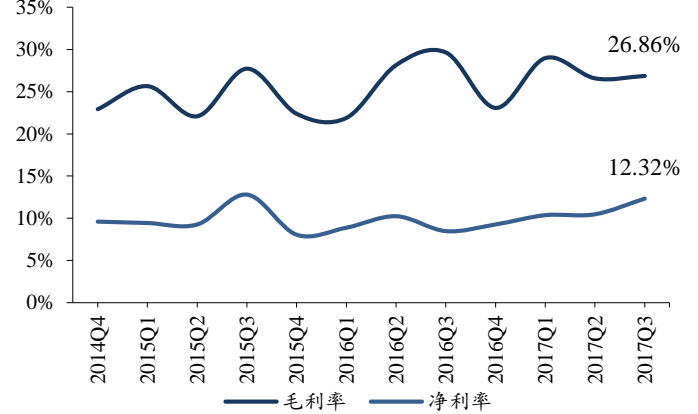
图表 10: Q1-Q3 现金净流出 3.79 亿元

请务必阅读正文之后的免责声明部分



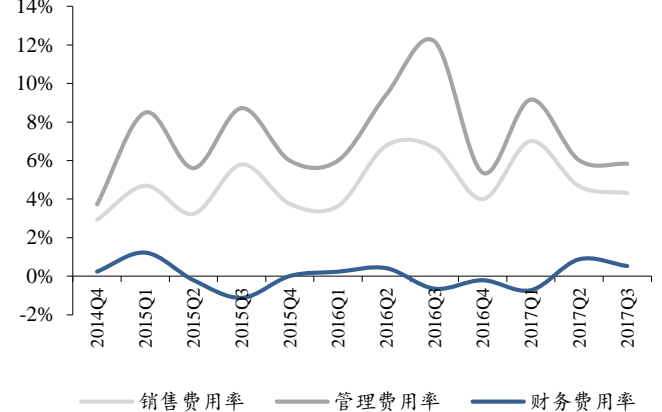
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: Q3 毛、净利率同比下降 2.78、上升 3.86 个百分点



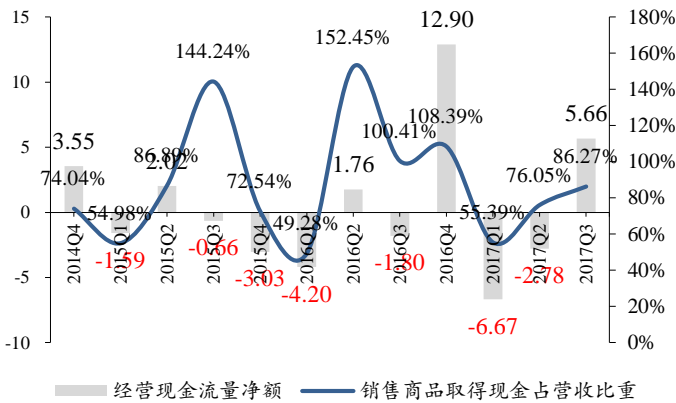
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9: Q1-Q3 期间费用率 11.88%, 同比下降 2.3 个百分点

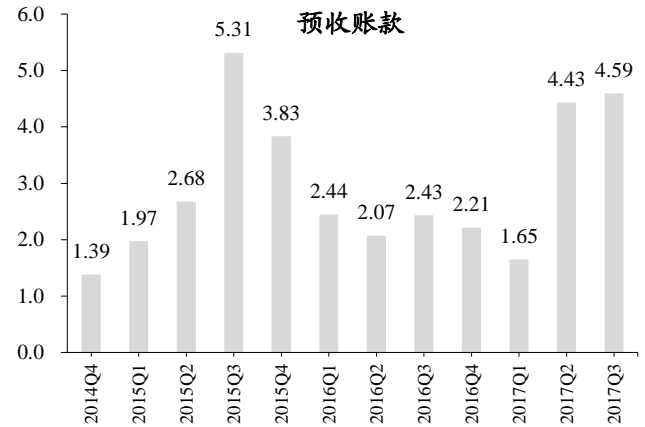


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 期末预收款项 4.59 亿元

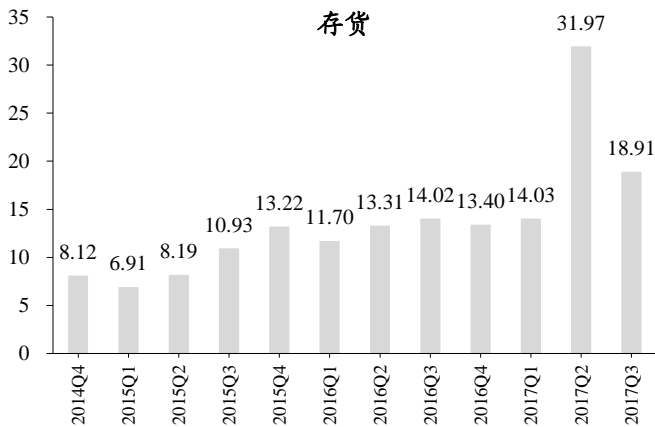


资料来源: Wind, 东吴证券研究所



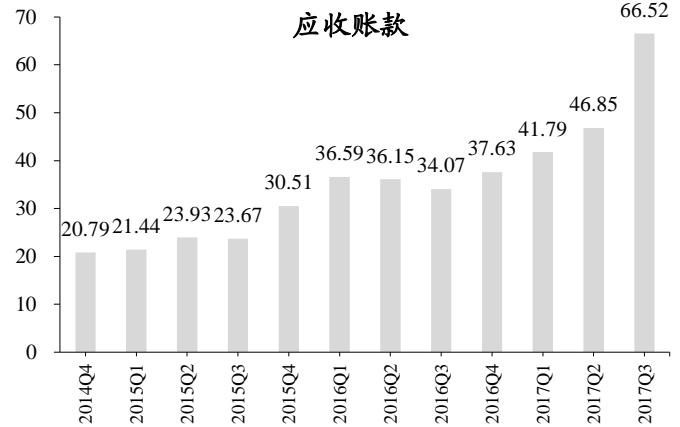
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 12: 期末存货 18.91 亿元



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 13: 期末应收款 66.52 亿元



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 14: 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

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>12898.0</b>	<b>16895.4</b>	<b>22630.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>6003.7</b>	<b>10195.4</b>	<b>13477.4</b>	<b>17874.7</b>
现金	1697.5	1700.0	1700.0	1699.2	营业成本	4527.4	7430.3	9749.2	13090.7
应收款项	4538.3	7821.1	10338.8	13712.1	营业税金及附加	31.2	51.0	60.6	71.5
存货	1339.7	2239.3	2938.1	3945.1	营业费用	286.1	611.7	741.3	893.7
其他	1774.8	1137.6	1918.4	3274.4	管理费用	435.3	747.2	973.3	1272.0
<b>非流动资产</b>	<b>2306.5</b>	<b>3424.8</b>	<b>4223.2</b>	<b>5007.5</b>	财务费用	-3.7	0.3	52.6	130.9
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	2842.8	3639.1	4421.2	其他	-124.9	-157.1	-157.1	-157.1
无形资产	87.4	84.5	81.6	78.6	<b>营业利润</b>	<b>613.3</b>	<b>1207.9</b>	<b>1753.2</b>	<b>2268.8</b>
其他	442.8	442.8	442.8	442.8	营业外净收支	54.8	40.0	40.0	40.0
<b>资产总计</b>	<b>11656.8</b>	<b>16322.8</b>	<b>21118.6</b>	<b>27638.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>668.1</b>	<b>1247.9</b>	<b>1793.2</b>	<b>2308.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>5285.3</b>	<b>9210.7</b>	<b>12863.6</b>	<b>17306.1</b>	所得税费用	122.0	228.1	304.8	369.4
短期借款	198.9	941.1	1973.6	3170.7	少数股东损益	-7.5	15.3	22.3	29.1
应付账款	4285.8	7023.1	9081.5	11835.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>553.6</b>	<b>1004.5</b>	<b>1466.1</b>	<b>1910.3</b>
其他	800.6	1246.5	1808.5	2300.0	EBIT	729.0	1358.2	1955.9	2549.7
<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	1444.2	2112.3	2767.8
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>9643.5</b>	<b>13321.4</b>	<b>18288.9</b>	每股收益(元)	0.39	0.69	1.01	1.32
少数股东权益	14.2	26.8	45.1	68.9	每股净资产(元)	4.21	4.59	5.35	6.41
归属母公司股东权益	5949.4	6652.6	7752.1	9280.3	发行在外股份(百万股)	1414.3	1448.8	1448.8	1448.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11656.8</b>	<b>16322.8</b>	<b>21118.6</b>	<b>27638.2</b>	ROIC(%)	12.8%	15.5%	18.1%	18.4%
					ROE(%)	9.3%	15.1%	18.9%	20.6%
					毛利率(%)	24.1%	26.6%	27.2%	26.4%
					EBIT Margin(%)	12.1%	13.3%	14.5%	14.3%
					销售净利率(%)	9.2%	9.9%	10.9%	10.7%
					资产负债率(%)	48.8%	59.1%	63.1%	66.2%
					收入增长率(%)	31.4%	69.8%	32.2%	32.6%
					净利润增长率(%)	30.1%	81.4%	46.0%	30.3%
					P/E	43.61	24.62	16.87	12.95
					P/B	4.06	3.63	3.11	2.60
					EV/EBITDA	38.03	23.39	17.74	15.33

数据来源: 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>