

阳光电源 (300274)

行业高景气，龙头高增长 买入（维持）

2018年01月30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	9,610	12,905	16,911
同比(+/-%)	31.4%	60.1%	34.3%	31.0%
净利润(百万元)	554	1048	1513	2025
同比(+/-%)	30.1%	89.2%	44.5%	33.8%
每股收益(元)	0.39	0.72	1.04	1.40
毛利率(%)	24.1%	28.0%	28.2%	27.9%
净资产收益率(%)	9.3%	15.7%	19.4%	21.5%
市盈率(P/E)	44.63	24.16	16.72	12.50
市净率(P/B)	4.15	3.70	3.16	2.62

投资要点

■ **17年预增75%-100%**：公司发布2017年业绩预增公告，报告期内预计盈利9.69-11.07亿元，同比增长75%~100%，其中非经常性损益1.3亿元（募集资金利息收入及政府补助），16年为0.50亿元。测算四季度单季盈利2.18-3.56亿元，同比下滑15.18%-增长38.5%。业绩符合预期。

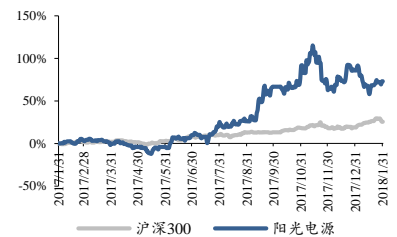
■ **行业高景气，龙头高增长**：根据能源局数据2017年中国新增光伏装机53.06GW，同比增长53.62%；根据中国光伏协会的数据，全球新增装机102GW，同比增长37%，行业需求高景气，公司作为逆变器和电站开发龙头，主营业务迎来快速增长：1）逆变器方面，测算17年逆变器销量18-19GW，同比增长80%-90%。其中国内销量15-16GW，市占率30%左右，海外市场出货约3GW，增长2倍以上。逆变器实现收入35-40亿元，预计贡献净利润4.3-4.7亿元。2）电站开发方面，测算17年电站开发转让800-900MW左右，收入45-50亿元，贡献利润4.5-5.0亿元左右。公司自有电站250-300MW，测算利润约0.8-1.0亿元。3）其他业务预计实现净利润0.2-0.4亿元。其中户用光伏预计实现收入2亿元，开始贡献业绩。

■ **户用市场确定性爆发，厉兵秣马战略性布局**：根据光伏协会的数据，2017年国内户用光伏装机容量超40万户，成为爆发元年，2018年有望达到80-120万户。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。

■ **盈利预测**：预计公司17-19年的净利润分别为10.5、15.1、20.3亿，分别同比增长89.2%、44.5%、33.8%，对应EPS为0.72、1.04、1.40元。我们给予公司18年25倍PE，对应目标价26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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.47
一年最低价/最高	8.63/22.67
市净率(倍)	3.79
流通A股市值 (百万元)	18472.34

基础数据

每股净资产	4.71
资本负债率(%)	55%
总股本(百万)	1,448.46
流通A股(百万)	1,057.38

相关研究

1. 季报大超预期，户用光伏快速推进（2017-10-29）
2. 业绩增长略超预期，全年高增长基调奠定（2017-8-14）
3. 光伏板块稳定增长，储能、电控渐次发力（2017-4-23）
4. 三季度业绩环比下滑，储能布局进入收获期（2016-10-20）
5. 逆变器带动业绩增长，储能、新能源汽车进入收获期（2016-8-15）

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
流动资产	9350.3	12216.1	16209.8	21422.8	营业收入	6003.7	9609.9	12905.0	16910.6
现金	1697.5	1700.0	1700.0	1699.2	营业成本	4527.4	6874.9	9201.5	12122.6
应收款项	4538.3	7372.0	9899.7	12972.5	营业税金及附加	31.2	48.0	58.1	67.6
存货	1339.7	2071.9	2773.0	3653.4	营业费用	286.1	576.6	709.8	845.5
其他	1774.8	1072.3	1837.0	3097.7	管理费用	435.3	704.4	932.1	1203.6
非流动资产	2306.5	3424.8	4223.2	5007.5	财务费用	-3.7	-2.6	45.5	117.0
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	营业利润	613.3	1261.4	1811.0	2407.2
其他	442.8	442.8	442.8	442.8	营业外净收支	54.8	40.0	40.0	40.0
资产总计	11656.8	15640.9	20433.0	26430.2	利润总额	668.1	1301.4	1851.0	2447.2
流动负债	5285.3	8498.1	12111.3	15938.4	所得税费用	122.0	237.9	314.7	391.6
短期借款	198.9	843.3	1829.4	2841.8	少数股东损益	-7.5	16.0	23.0	30.8
应付账款	4285.8	6498.1	8571.2	10960.1	归属母公司净利润	553.6	1047.6	1513.3	2024.8
其他	800.6	1156.6	1710.6	2136.4	EBIT	729.0	1408.9	2006.5	2674.2
非流动负债	407.8	432.8	457.8	982.8	EBITDA	784.5	1494.8	2162.9	2892.3
长期借款	321.2	321.2	321.2	321.2					
其他	86.6	111.6	136.6	661.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	5693.1	8930.9	12569.1	16921.2	每股收益(元)	0.39	0.72	1.04	1.40
少数股东权益	14.2	27.3	46.2	71.5	每股净资产(元)	4.21	4.61	5.40	6.52
归属母公司股东权益	5949.4	6682.7	7817.7	9437.6	发行在外股份(百万股)	1414.3	1448.5	1448.5	1448.5
负债和股东权益总计	11656.8	15640.9	20433.0	26430.2	ROIC(%)	12.8%	16.1%	18.7%	19.5%
					ROE(%)	9.3%	15.7%	19.4%	21.5%
					毛利率(%)	24.1%	28.0%	28.2%	27.9%
					EBIT Margin(%)	12.1%	14.7%	15.5%	15.8%
					销售净利率(%)	9.2%	10.9%	11.7%	12.0%
					资产负债率(%)	48.8%	57.1%	61.5%	64.0%
					收入增长率(%)	31.4%	60.1%	34.3%	31.0%
					净利润增长率(%)	30.1%	89.2%	44.5%	33.8%
					P/E	44.63	24.16	16.72	12.50
					P/B	4.15	3.70	3.16	2.62
					EV/EBITDA	38.75	22.50	17.23	14.39

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>