



阳光电源(300274):

业绩略超预期, 期待光伏扶贫和户用光伏带来新增长

审慎推荐(维持)

电力设备新能源

当前股价: 15.92 元

报告日期: 2018 年 2 月 5 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

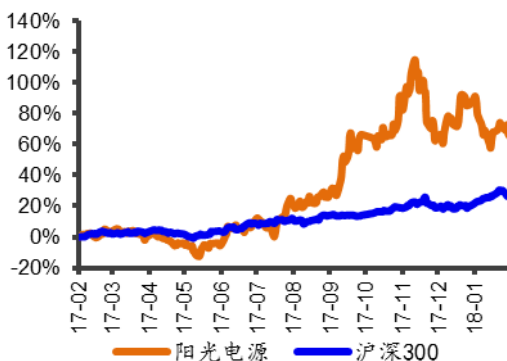
	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6003.66	9305.68	12097.38	14516.86
(+/-)	31.39%	55.00%	30.00%	20.00%
归属母公司净利润	553.61	1036.31	1329.45	1566.68
(+/-)	30.14%	87.19%	28.29%	17.84%
EPS (元)	0.382	0.715	0.918	1.082
市盈率	41.65	22.25	17.35	14.72
市净率	3.88	3.36	2.87	2.45
ROE	9.31%	15.10%	16.55%	16.64%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	14.48/10.57
流通市值 (亿元)	242.62
每股净资产 (元)	4.71*
资产负债率 (%)	55.25*

注: *该数据为 2017 年三季度值

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 1 月 31 日阳光电源发布业绩快报, 公告称 2017 年归属于上市公司股东的净利润预计为 9.68-11.07 亿元, 同比增长 75%到 100%。报告期内预计非经常性损益对净利润的影响金额约为 1.3 亿元。

投资要点:

◆国内光伏装机大增, 拉动公司逆变器主业增长。2017 年全年我国光伏新增装机 53.06GW, 同比增长 54.91%; 其中集中式电站新增装机 33.62GW, 同比增长 11%; 分布式电站新增装机 19.44GW, 同比增长 370%。公司作为目前出货量全球第一的光伏逆变器龙头, 2016 年底国内市占率约 35%, 2017 年上半年光伏逆变器出货量 9.93GW。根据我们测算公司 2017 年全年国内光伏逆变器出货量约在 15GW 左右, 依旧将维持市占率第一的位置。由于分布式电站采用的组串式逆变器毛利率要显著高于集中式逆变器, 在未来分布式新增装机占比继续上升的行业趋势下, 我们预期公司整体逆变器业务毛利率将继续稳中有升。

◆电站集成业务已成为公司业绩主要贡献力量, 尤其是分布式电站集成业务快速增长。2017 年上半年公司光伏电站收入 18.31 亿元, 占比已上升至 51.71%, 毛利率也继续上升至 21.59%。公司近年来光伏电站集成业务大幅增长的主要逻辑来自于公司大力参与了光伏扶贫项目, 2017 年上半年光伏扶贫项目占比已经高达 40%。随着“精准扶贫”被一再强调和重视, 叠加十三五规划中到 2020 年建设 200 万户/50GW 的光伏扶贫的要求, 我们认为公司未来仍将大力拓展以光伏扶贫为代表的分布式电站集成业务。

◆户用光伏蓄势待发, 有望成为公司 2018 年重要业绩增长点。公司着力发展户用光伏业务, 成立了 SunHome 的户用光伏品牌, 2017 年实现户用新增装机约 1 万户左右。目前公司已经在华东、华中近十个省份进行经销商招商布局, 户用经销商数目已经超过 400 个, 我们预计 2018 年公司户用光伏新增装机有望再现快速增长, 依照目前的客户拓展规划以及行业情况, 我们预计阳光户用 18 年新增装机的增速可达到 300%~400%左右, 有望成为公司 2018 年的重要业绩增长点。



相关报告:

◇公司深度报告-阳光电源-300274-光伏逆变器龙头,受益光伏装机大增-171025

◆**盈利预测:** 我们之前 2017 年 10 月 25 日深度报告中预计公司 2017 年归母净利润 9.60 亿元,本次公司公告的净利润快报区间(9.68 亿元--11.07 亿元)略超我们的预期。在 2018 年光伏新增装机保持平稳,但分布式光伏占比继续上升,光伏扶贫和户用光伏快速增长的假设前提下,我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.72、0.92、1.08 元,继续维持其“审慎推荐”的投资评级,目标价 18.4 元,对应 18 年 20 倍 P/E。

◆**风险提示:** 光伏新增装机不达预期;光伏逆变器毛利率下降超出预期;公司光伏电站集成业务并网交付不达预期;光伏扶贫以及户用光伏发展不如预期等。



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6003.66	9305.68	12097.38	14516.86
减：营业成本	4527.44	6886.20	9012.55	10887.64
营业税金及附加	31.17	48.31	62.81	75.37
营业费用	286.05	443.38	576.39	691.67
管理费用	430.00	666.50	866.45	1039.74
财务费用	-3.67	-11.37	-33.68	-65.75
资产减值损失	130.24	120.16	120.16	120.16
加：投资收益	10.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	613.29	1152.48	1492.70	1768.02
加：其他非经营损益	54.85	50.22	50.22	50.22
利润总额	668.14	1202.71	1542.92	1818.24
减：所得税	122.01	180.41	231.44	272.74
净利润	546.13	1022.30	1311.48	1545.50
减：少数股东损益	-7.48	-14.01	-17.97	-21.18
归母净利润	553.61	1036.31	1329.45	1566.68

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	857.95	511.10	1353.14	1657.61
投资性现金净流量	-2920.94	42.69	42.69	42.69
筹资性现金净流量	3049.87	-310.93	-124.60	-120.77
现金流量净额	987.11	242.85	1271.23	1579.53

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1440.70	1683.56	2954.78	4534.31
应收和预付款项	4632.04	5380.00	5600.00	5720.00
存货	1339.70	1400.00	1500.00	1600.00
其他流动资产	1671.51	1671.51	1671.51	1671.51
长期股权投资	49.61	49.61	49.61	49.61
投资性房地产	5.23	4.38	3.53	2.67
固定资产和在建工程	1726.71	1417.19	1107.67	798.15
无形资产和开发支出	87.38	77.21	67.03	56.85
其他非流动资产	367.89	360.41	352.94	352.94
资产总计	11320.77	12043.86	13307.06	14786.04
短期借款	198.92	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4534.79	4557.87	4667.87	4787.87
长期借款	321.20	321.20	321.20	321.20
其他负债	302.20	302.20	302.20	302.20
负债合计	5357.11	5181.27	5291.27	5411.27
股本	1414.31	1414.31	1414.31	1414.31
资本公积	2952.25	2952.25	2952.25	2952.25
留存收益	1582.88	2495.81	3666.98	5047.14
归属母公司股东权益	5949.44	6862.37	8033.54	9413.69
少数股东权益	14.23	0.22	-17.75	-38.93
股东权益合计	5963.66	6862.59	8015.79	9374.76
负债和股东权益合计	11320.77	12043.86	13307.06	14786.04

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	< (-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>