

业绩快报符合预期，分布式电站系统集成业务成为新增长点

——阳光电源 2017 年度业绩快报点评

公司点评

◆ 公司公布 2017 年度业绩快报，营收增长 47.57%，净利润增长 87.65%：

公司实现营业收入、营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 885,958.47 万元、109,371.80 万元、118,080.78 万元、103,887.72 万元，较上年同期分别增长了 47.57%、78.34%、76.73%、87.65%。主要系报告期内公司分布式电站系统集成业务增长较快，国内光伏市场受政策驱动增长较快，海外市场拓展进一步扩大，增幅较大。四季度单季度实现营收 22.18 亿元，同比下降 20%，实现净利润 2.88 亿元，同比增长 12%。

◆ 逆变器龙头地位稳固，分布式电站系统集成业务成为新增长点：

公司专注于光伏逆变器，一直致力技术改进和方案优化，从原来的追赶欧美对手，到现在代表了国际领先水平。全球出货量保持领先。“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。公司专注于光伏逆变器，一直致力技术改进和方案优化，在行业内公司品牌知名度与美誉度持续提升。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。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。公司多年布局海外市场，已经建立良好的品牌和渠道优势。未来“分布式+海外市场”的持续发力会驱动公司业绩保持较高增长水平。

◆ 户用式光伏将成为公司未来亮点：

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，成为快速发展元年，2018 年有望达到 80-120 万户。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。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。

◆ 各项业务稳定增长，维持“推荐评级”：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.72、0.91 和 1.15 元。当前股价对应 17-19 年分别为 27、21 和 17 倍。维持“推荐评级”。

◆ 风险提示：光伏装机容量不及预期，用户式光伏业务开展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4569	6,004	8,860	11,124	14,077
增长率(%)	49.2	31.4	47.6	25.6	26.5
净利润(百万元)	425.4	554	1,039	1,317	1,669
增长率(%)	50.2	30.1	87.7	26.8	26.8
毛利率(%)	23.7	24.6	29.1	29.2	29.3
净利率(%)	9.3	9.2	11.7	11.8	11.9
ROE(%)	15.0	9.2	14.9	16.0	16.9
EPS(摊薄/元)	0.29	0.38	0.72	0.91	1.15
P/E(倍)	65.80	50.6	26.9	21.3	16.8
P/B(倍)	9.95	4.7	4.0	3.4	2.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐 (维持评级)

分析师

开文明 (执业证书编号：S0280517100002)
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn

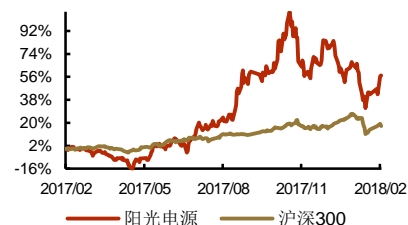
联系人

李远山
010-83561326
liyuanshan@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.02.27

收盘价(元)：	16.5
总股本(亿股)：	14.48
总市值(亿元)：	239.0
一年最低/最高(元)：	8.67/22.67
近 3 月换手率：	106.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.87	-7.14	40.45
绝对	-5.13	-6.8	59.0

相关研报

逆变器龙头，打造“光+储+车”闭环生态系统

2017-11-11

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5627	9350	15130	16194	22505	营业收入	4569	6004	8860	11124	14077
现金	702	1697	3586	4503	5698	营业成本	3486	4527	6284	7874	9947
应收账款	3051	3763	6293	6334	9643	营业税金及附加	19	31	46	58	73
其他应收款	207	256	428	431	656	营业费用	188	286	354	445	563
预付账款	83	94	166	160	253	管理费用	308	430	602	723	915
存货	1322	1340	2354	2275	3573	财务费用	-1	-4	214	290	363
其他流动资产	262	2201	2302	2492	2683	资产减值损失	124	130	192	241	305
非流动资产	1156	2307	2725	2991	3342	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	45	50	56	62	69	投资净收益	-1	11	-1	-2	2
固定资产	286	769	1240	1563	1905	营业利润	444	613	1166	1491	1911
无形资产	86	87	96	106	118	营业外收入	57	57	49	52	54
其他非流动资产	740	1401	1333	1260	1249	营业外支出	8	2	3	3	4
资产总计	6783	11657	17854	19185	25847	利润总额	493	668	1212	1540	1961
流动负债	3886	5285	10488	10628	15724	所得税	66	122	176	228	299
短期借款	107	199	3277	2641	4824	净利润	426	546	1036	1312	1662
应付账款	1934	2673	3721	4291	5831	少数股东损益	1	-7	-3	-5	-8
其他流动负债	1845	2414	3490	3697	5069	归属母公司净利润	425	554	1039	1317	1669
非流动负债	61	408	401	359	319	EBITDA	518	715	1338	1737	2210
长期借款	2	321	315	272	233	EPS(元)	0.29	0.38	0.72	0.91	1.15
其他非流动负债	59	87	87	87	87						
负债合计	3947	5693	10889	10987	16043	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	22	14	11	6	-2	成长能力					
股本	661	1414	1449	1449	1449	营业收入(%)	49.2	31.4	47.6	25.6	26.5
资本公积	1045	2952	2952	2952	2952	营业利润(%)	59.1	38.3	90.1	27.9	28.2
留存收益	1106	1581	2498	3694	5219	归属于母公司净利润(%)	50.2	30.1	87.7	26.8	26.8
归属母公司股东权益	2814	5949	6954	8192	9805	获利能力					
负债和股东权益	6783	11657	17854	19185	25847	毛利率(%)	23.7	24.6	29.1	29.2	29.3
						净利率(%)	9.3	9.2	11.7	11.8	11.9
						ROE(%)	15.0	9.2	14.9	16.0	16.9
						ROIC(%)	13.9	8.1	10.0	12.1	11.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	58.2	48.8	61.0	57.3	62.1
						净负债比率(%)	-20.9	(19.7)	1.2	(18.3)	-5.5
						流动比率	1.4	1.8	1.4	1.5	1.4
						速动比率	1.1	1.5	1.2	1.3	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
						应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.38	0.72	0.91	1.15
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	-0.57	-0.35	1.62	-0.02
						每股净资产(最新摊薄)	1.94	4.11	4.80	5.65	6.77
						估值比率					
						P/E	65.80	50.56	26.94	21.25	16.77
						P/B	9.95	4.70	4.03	3.42	2.85
						EV/EBITDA	53.01	37.7	21.1	15.3	12.5

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-327	866	-504	2353	-25
净利润	426	546	1036	1312	1662
折旧摊销	40	64	89	129	167
财务费用	-1	-4	214	290	363
投资损失	1	-11	1	2	-2
营运资金变动	-906	128	-1844	619	-2216
其他经营现金流	113	142	0	0	0
投资活动现金流	-345	-2921	-508	-398	-516
资本支出	252	1357	412	260	344
长期投资	-15	-108	-6	-7	-7
其他投资现金流	-108	-1672	-103	-145	-180
筹资活动现金流	196	3050	-375	-403	-446
短期借款	11	92	-199	0	0
长期借款	-0	319	-7	-42	(40)
普通股增加	3	753	34	0	0
资本公积增加	51	1907	0	0	0
其他筹资现金流	132	-22	-204	-360	-407
现金净增加额	-477	995	-1388	1552	-988

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>