



2018-04-24

公司点评报告

买入/维持

阳光电源(300274)

昨收盘: 18.04

阳光电源(300274) —— 逆变器龙头地位稳固 电站与储能业务高增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,448/1,058
总市值/流通(百万元)	26,130/19,080
12个月最高/最低(元)	21.73/8.88

相关研究报告:

证券分析师: 邵晶鑫

电话: 010-88695226

E-MAIL: shaojx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

事件: 公司公布 2017 年年报及 2018 年一季度季报。

公司业绩迅速增长, 一季度表现优秀。公司 2017 年全年实现营业收入 88.86 亿元, 同比增长 48.01%; 归属于上市公司股东净利润 20.24 亿元, 同比增长 85%; 归属于上市公司剔除非经常性损益净利润为 9.22 亿元, 同比增长 83.07%, 业绩增长迅速。公司 2018 年第一季度业绩表现良好, 实现营业收入 17.06 亿元, 同比增长 36.81%, 环比下降 23.98%; 一季度利润总额达到 2.24 亿元, 同比增长 58.87%, 环比下跌 28.43%; 归母净利润实现 2.03 亿元, 同比增长 57.36%, 环比下跌 25.64%。

利率水平不断上升, 盈利能力不断加强。公司销售毛利率和销售净利率自近几年处于持续上升状态。2017 年公司全年毛利率达到 27.26%, 较 2016 年上升 2.67 个百分点; 净利率达到 11.41%, 较上年上升 2.31 个百分点, 盈利在光伏和风电行业竞争加剧的情况下, 依然处于增长态势。2018 年第一季度利率水平依旧保持增长, 销售毛利率为 30.79%, 同比上升 1.82 个百分点, 环比上升 3.23 个百分点; 销售净利率有一季度达到 11.87%, 同比上升 1.74 个百分点, 环比下降 0.14 个百分点。

期间费用大幅增加, 研发资金不断注入。公司 2017 年期间费用出现明显增长情况, 三费金额均增幅明显。受募集资金及汇兑损失影响, 2017 年财务费用达到 0.55 亿, 是近五年来首次出现正数情况。2017 年管理费用达到 6.11 亿, 较 2016 年增加 42.09%。2017 年, 公司研发投入 3.52 亿元, 较 2016 年增加 34.35%。销售费用本年达到 5.18 亿, 较 2016 年增加 81.12%。

负债比例提高, 综合盈利能力稳步上升。公司近几年净资产收益率呈稳步上升态势, 加权平均净资产收益率 15.47%, 同比增长 2.87 个百分点。综合分析, 净资产收益率的上升主要公司负债比例上升的影响。2017 年公司销售净利率为 11.87%, 同比上升 0.46 百分点, 综合 2013-2017 年来看, 销售净利率维持在相对稳定状态; 2017 年公司资产负债率为 56.78%, 同比上升 7.94 个百分点。受公司不断扩张影响, 2013-2017 年总资产周转率持续下降, 2017 年资产周转率为 0.65, 同比下降 0.13。

因地制宜显奇效, 继续领跑全球逆变器市场。2017 年, 阳光继续领跑全球逆变器市场, 全球出货量 16.5GW, 国内出货量 13.2GW, 同比

增长 35%，国外出货量 3.3GW，同比增长 170%，报告期内，发布了 10 余款新品，涵盖大型光伏电站、光伏扶贫、分布式、领跑者等市场

积极响应扶贫政策，争当光伏系统“领跑者”。截至 2017 年底，公司的光伏扶贫足迹遍布安徽、浙江、山东、湖北、广西、河北、河南、四川等多个省份，帮扶对象超 100000 户贫困户、1200 个贫困村，总规模达到 749.6MW，项目建设经验吸引了全国各地甚至非洲国家考察团前来调研学习。截至到目前，阳光电源在安徽省宿州埇桥区、萧县、泗县、灵璧、宿松、太湖等多地，累计捐赠 5100kW 光伏电站，在四川、山西、广西、江西等地捐建 580kW 光伏电站。公司目前还承担了安徽省岳西县、山东曹县、河南社旗等多地的近 1.8 万户贫困户、2000 多个贫困村共计 620MW 光伏扶贫电站的运维任务，为贫困户创造每年 3000 元的发电收益。

坚持技术创新，聚焦清洁电力转化技术。报告期内，公司继续加大研发投入，研发人员占比达 36.94%。并积极开展自主知识产权的申报工作。全年新增 195 项专利权，均系原始取得，另有 308 项新增专利申请正在审查过程中。截至 2017 年末，公司累计获得专利权 737 项，其中发明 249 件、实用新型 420 件、外观设计 68 件，并且依托领先的技术储备，公司积极推动行业内相关标准的制定和优化，已先后组织起草了多项中国国家标准。

盈利预测：公司作为光伏逆变器的龙头企业，在光伏行业多轮的洗牌中依然凭借技术优势和成本优势屹立其中，并且通过技术协同和市场协同把业务扩展到风电、储能和新能源车领域，为公司的长足发展奠定了良好的基础和业绩增长动力。随着光伏行业临近平价上网，行业整体估值上移动力十足，公司作为光伏行业龙头企业，应该享受一定的估值溢价，我们预计公司 2018-2020 年的净利润将达到 14.25 亿元、18.41 亿和 22.58 亿，对应市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍。给予“买入”评级。

风险提示：公司逆变器出货量不达预期，电站业务不达预期，光伏行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8886	13050	17682	22811
(+/-%)	48.01%	46.85%	35.50%	29.00%
净利润(百万元)	1024	1425	1841	2258
(+/-%)	85.00%	39.15%	29.15%	22.68%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.98	1.27	1.56
市盈率(PE)	26.44	18.33	14.19	11.57

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

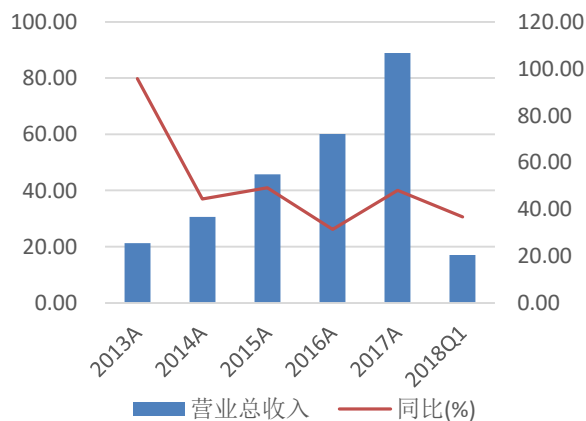
一、公司财务情况分析

(一) 公司业绩迅速增长，一季度表现优秀。

公司 2017 年全年实现营业收入 88.86 亿元，同比增长 48.01%；归属于上市公司股东净利润 20.24 亿元，同比增长 85%；归属于上市公司剔除非经常性损益净利润为 9.22 亿元，同比增长 83.07%；基本每股收益 0.71 元/股，同比增长 73.17%；加权平均净资产收益率 15.47%，同比增长 2.87 个百分点；公司同时披露利润分配预案：拟以本次利润分配股权登记日总股份数为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.8 元（含税）。

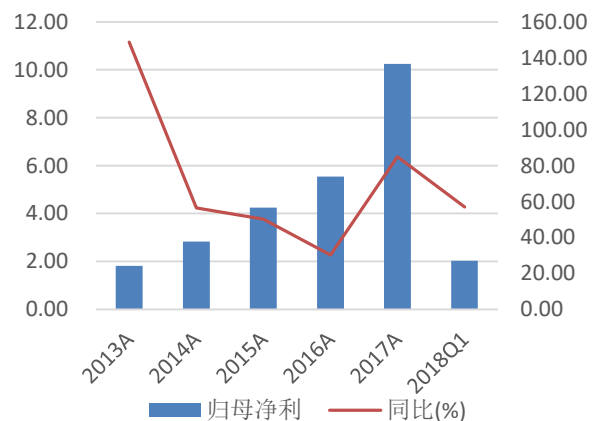
与此同时，公司 2018 年第一季度业绩表现良好，实现营业收入 17.06 亿元，同比增长 36.81%，环比下降 23.98%；一季度利润总额达到 2.24 亿元，同比增长 58.87%，环比下跌 28.43%；归母净利实现 2.03 亿元，同比增长 57.36%，环比下跌 25.64%。

图表 1：2013-2018Q1 主营业务收入变化（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：2013-2018Q1 归母净利变化（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：2018 一季度业绩状况

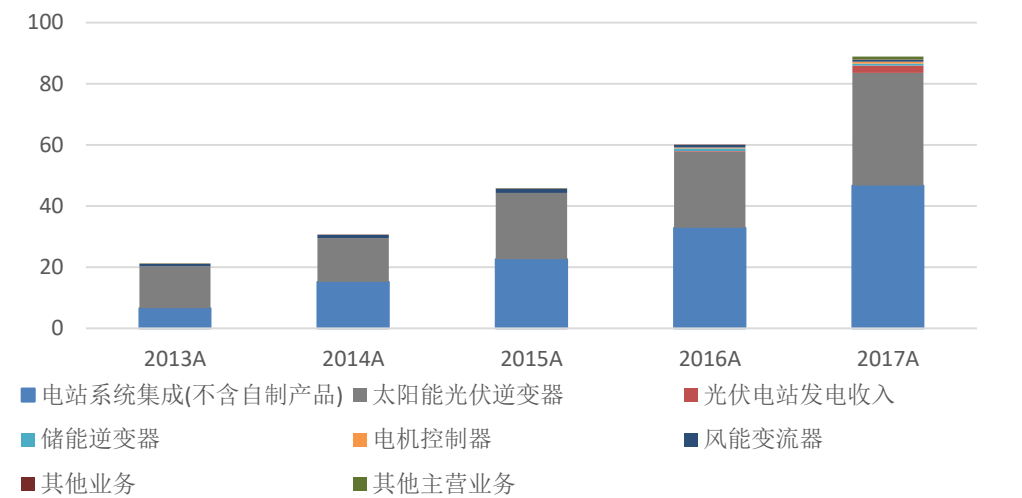
	2018Q1	2017Q1	同比	2017Q4	环比
营业总收入	17.06	12.47	36.81%	22.44	-23.98%
利润总额	2.24	1.41	58.87%	3.13	-28.43%
归母净利	2.03	1.29	57.36%	2.73	-25.64%
EPS	0.14	0.09	55.56%	0.19	-26.32%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 新能源汽车行业发展迅速，光伏业务稳步提升

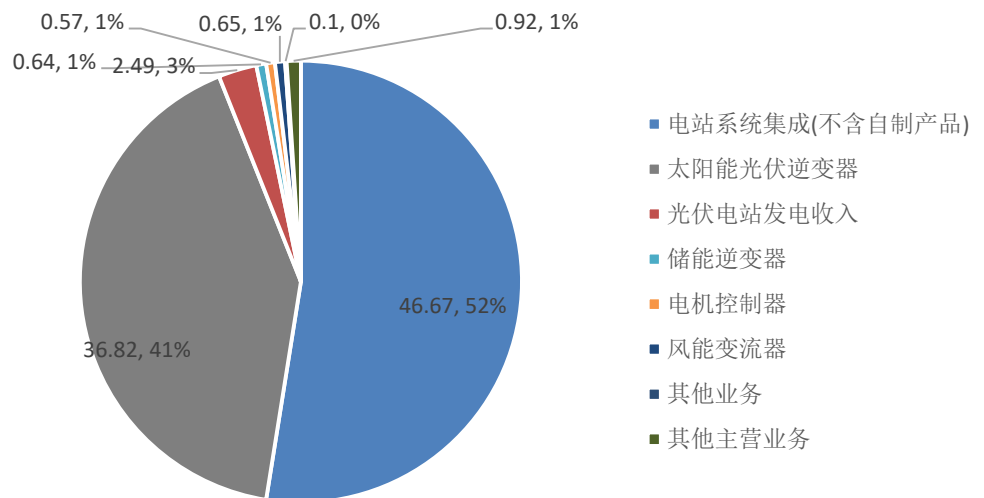
报告期内，公司新能源汽车业务可光伏业务发展状况良好，风能、储能行业稍有回落。就新能源汽车行业而言，总体收入 0.57 亿元，同比增加 112.05%，光伏行业而言，总体收入 86.90 亿元，同比增长 49.72%；其中电站系统集成业务全年营收 46.67 亿元，较 2016 年增长 42.07%，占比 52%；太阳能光伏逆变器全年实现营业收入 36.82 亿元，占比 41%，同比增长 38.74%；光伏电站发电收入涨幅最大，全年营业收入 2.49 亿，同比增长达到 68.40%，占比 3%。就风能业务而言全年实现营业收入 0.65 亿元，占比 1%，同比下降 24.768%；储能业务全年营业收入 0.64 亿，占比 1%，同比下降 18.16%。

图表 4：2013-2017 营业收入构成（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：2017 年营业收入构成



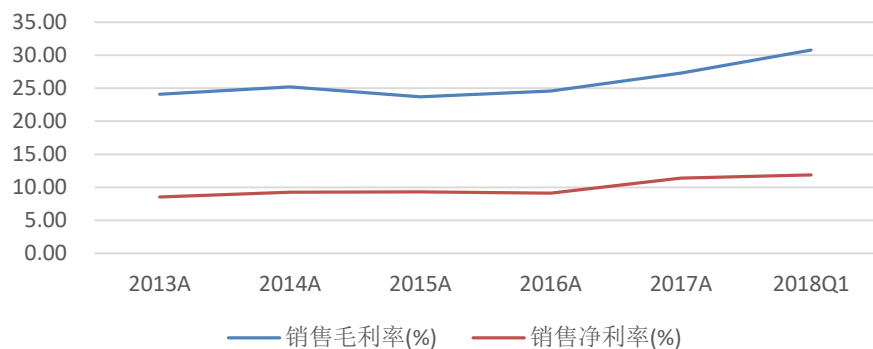
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）利率水平不断上升，盈利能力不断加强

公司销售毛利率和销售净利率自近几年处于持续上升状态。2017 年公司全年毛利率达到 27.26%，较 2016 年上升 2.67 个百分点；净利率达到 11.41%，较上年上升 2.31 个百分点，盈利在光伏和风电行业竞争加剧的情况下，依然处于增长态势。

2018 年第一季度利率水平依旧保持增长，销售毛利率为 30.79%，同比上升 1.82 个百分点，环比上升 3.23 个百分点；销售净利率有一季度达到 11.87%，同比上升 1.74 个百分点，环比下降 0.14 个百分点。

图表 6：2013-2018Q1 毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：2018 年一季度盈利情况

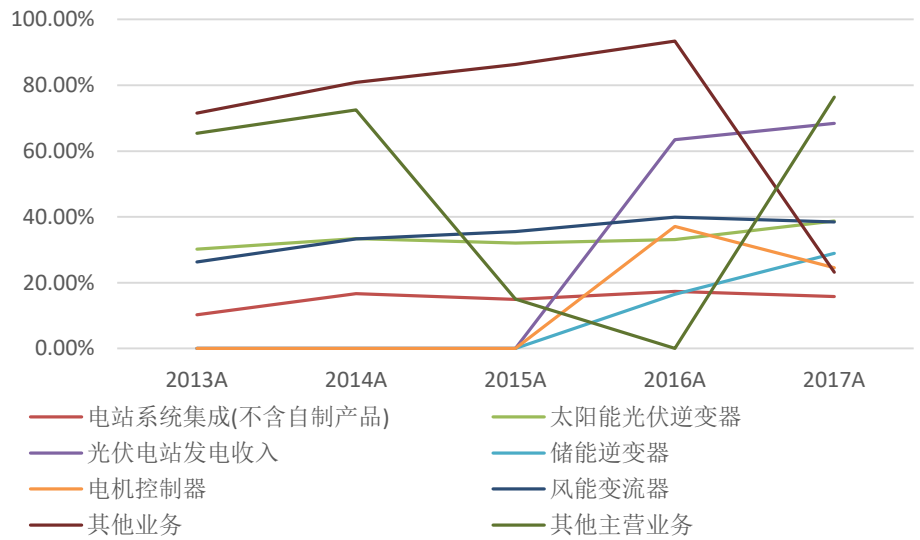
	2018Q1	2017Q1	同比	2017Q4	环比
销售毛利率(%)	30.79	28.97	1.82	27.56	3.23
销售净利率(%)	11.87	10.13	1.74	12.01	-0.14

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（四）光伏业务盈利能力稳步提高

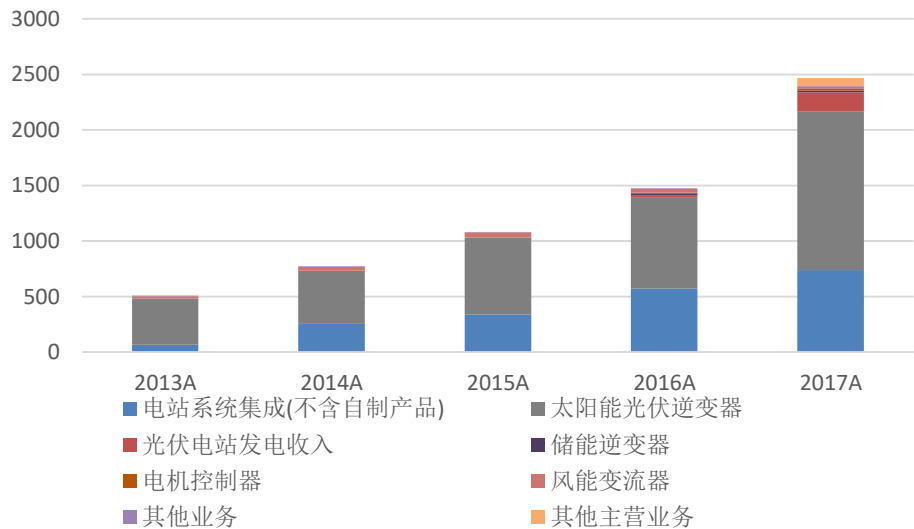
分行业而言，光伏行业构成了大部分毛利，新能源汽车、风电和储能仅占很少部分。分产品而言，太阳能光伏逆变器贡献了最多的毛利，全年实现毛利 14.26 亿元，毛利率水平 38.74%，同比上升 5.56 个百分点，占比 58%；电站系统集成其次，全年毛利 7.39 亿元，占比 30%，毛利率 15.84%，同比下降 1.53 个百分点；光伏电站发电收入 1.70 亿元，毛利率 68.40%，同比上升 4.98 个百分点占比 7%。风能变流器全年实现毛利 0.25 亿元，毛利率 38.42%，同比下降 1.48 个百分点；储能逆变器全年毛利 0.19 亿元，毛利率 28.93%，同比上升 12.43 个百分点。

图表 8：2013-2017 各业务毛利率变化



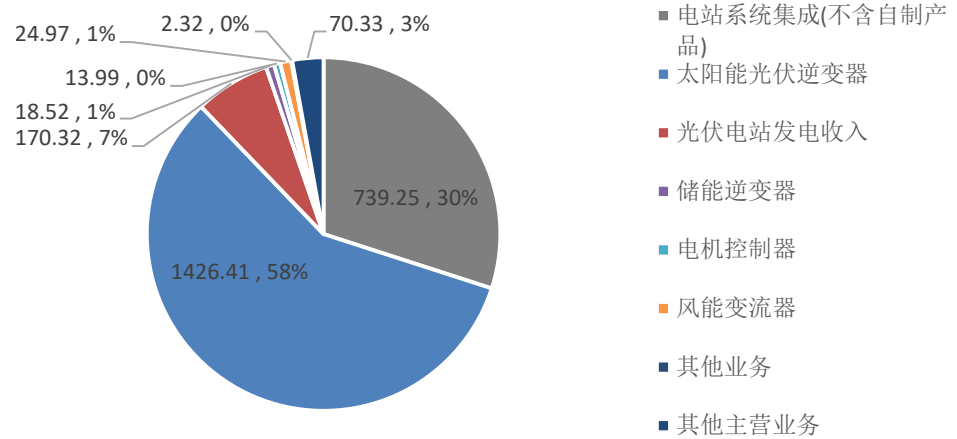
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图9: 2013-2017 毛利变化 (百万)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图10: 2017 年毛利构成情况

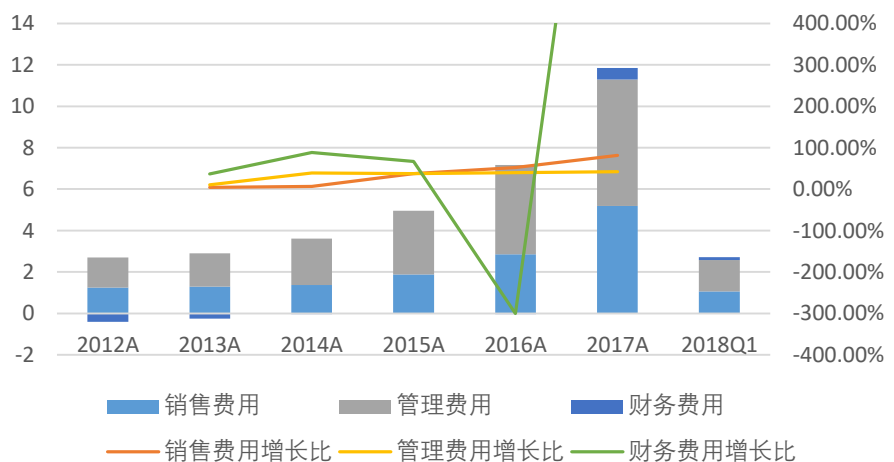


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(五) 期间费用大幅增加, 研发资金不断注入

公司 2017 年期间费用出现明显增长情况, 三费金额均增幅明显。受募集资金及汇兑损失影响, 2017 年财务费用达到 0.55 亿, 是近五年来首次出现正数情况。2017 年管理费用达到 6.11 亿, 较 2016 年增加 42.09%, 系管理人员薪酬和相关的办公费、差旅费等增长较多, 以及研发费用和员工股权激励费用增加所致。2017 年, 公司研发投入 3.52 亿元, 较 2016 年增加 34.35%。销售费用本年达到 5.18 亿, 较 2016 年增加 81.12%, 系公司为开拓业务大幅增加销售人员, 销售人员薪酬及相关的办公费、差旅费等费用增加较多所致。

图表 11: 2013-2017 三费变化

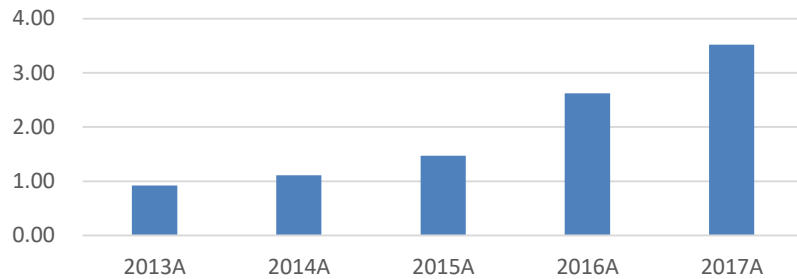


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2013 年-2017 年, 公司对于研发的投入逐年增加, 2017 年, 公司研发投入 3.52 亿元, 较 2016 年增加 34.35%, 占主营业务收入的 3.96%。报告期内, 公司继续加大研发投入, 积极开展自主知识产权的申报工作。全年新增 195 项专利权, 均系原始取得。其中国外专利 19 件, 国内发明专利

94项、实用新型专利71项、外观专利11项；另有308项新增专利申请正在审查过程中。对于公司提高自主创新能力，形成企业自主知识产权和核心竞争力具有十分重要意义。截至2017年末，公司累计获得专利权737项，其中发明249件、实用新型420件、外观设计68件，并且依托领先的技术储备，公司积极推动行业内相关标准的制定和优化，已先后组织起草了多项中国国家标准。

图表 12：2013-2017 年研发投入情况

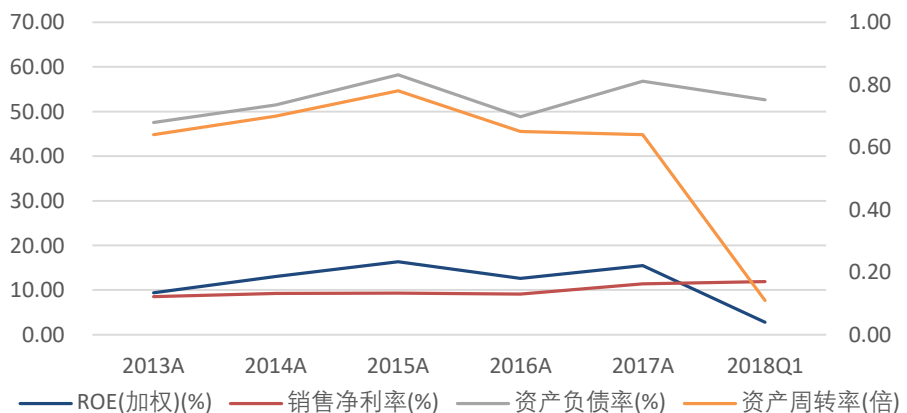


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（六）负债比例提高，综合盈利能力稳步上升。

公司近几年净资产收益率呈稳步上升态势，加权平均净资产收益率 15.47%，同比增长 2.87 个百分点。综合分析，净资产收益率的上升主要受公司负债比例上升的影响。2017 年公司销售净利率为 11.87%，同比上升 0.46 个百分点，综合 2013-2017 年来看，销售净利率维持在相对稳定状态；2017 年公司资产负债率为 56.78%，同比上升 7.94 个百分点。受公司不断扩张影响，2013-2017 年总资产周转率持续下降，2017 年资产周转率为 0.65，同比下降 0.13%。

图表 13：2013-2018Q1 主要财务比率变动



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、 逆变器龙头地位稳固 电站与储能业务高增长

（一）因地制宜显奇效，继续领跑全球逆变器市场

2017年，阳光继续领跑全球逆变器市场，全球出货量 16.5GW，国内出货量 13.2GW，同比增长 35%，国外出货量 3.3GW，同比增长 170%，报告期内，发布了 10 余款新品，涵盖大型光伏电站、光伏扶贫、分布式、领跑者等市场：针对平缓山丘电站、水面电站和大型地面电站推出了全球首款户外集中逆变器 SG1250UD，产品输出功率 1500kW，最大效率超越 99%。关键部件采用 IP65 高防护等级，可以直接在户外高温、高湿、风沙等各种恶劣环境下可靠工作，应用环境非常广泛。相对于传统的集中逆变器，该产品被比喻成从房子里走出来的逆变器，降低了土地成本、建设和运维成本，整体可节省系统初始投资、运维投资合计约 5 分钱/W；针对户用需求的阳光户用逆变器 SG10/12KTL-M，采用铝合金压铸箱体，全工业级电子元器件，可以确保电站安全稳定运行 25 年；针对户用末端电网电压质量相对较差，光伏系统较易脱网的难题，阳光户用逆变器在全球范围内率先采用先进控制算法，可以自动适应弱电网的复杂环境，延长发电时间，提升收益；针对分布式，发布了分布式智能逆变器 SG15/17/20KTL-M，超高的性价比使之很快成为广大分布式客户的首选。还有全球单机功率最大的 1500V 组串逆变器 SG160HV，搭配功率优化器使用，组成组件式逆变系统，可以提升系统发电量 5%-10%。

同时，针对新能源高速发展背后面临的诸多运维难题，阳光电源对 iSolarCloud5.0 智慧光伏云进行了全方位升级，研制出全方位解决新能源利用难题的 iSolar 智慧能源运营管理平台 6.0，该平台通过现代化物联网技术、人工智能及大数据分析技术，结合阳光电源在光伏、储能、风电等领域的持续创新和应用积累，由单一光伏能源管理扩展到光伏、风电、水电、柴发、储能等多能综合管理，打造智慧能源大脑，确保能源供给的高可靠性和高利用率。

（二）积极响应扶贫政策，争当光伏系统“领跑者”

报告期内，公司电站系统集成业务也取得较大增长，收入 46.67 亿元，同比增长 42.07%，在国家重点关注的领跑者计划行动、光伏扶贫中起到积极的带头示范作用。

淮南市潘集 40MW 漂浮式光伏发电项目作为全球单体最大的水面漂浮光伏电站已顺利并网发电，该项目受到纽约时报在内的国内外各大媒体广泛关注和高度认可；广东仁化县 150MW 土壤修复与光伏发电综合利用示范项目，利用重金属重度污染土地约 3200 亩，不仅平均每年可提供超过 1.4 亿千瓦时的绿色电力，而且可促进污染土壤综合利用，增加农民收益，并且项目区所用的被污染场地逐步修复还原。“光伏发电+土壤修复”的创新结合，为全国土壤修复与新型能源融合发展率先探索出新的实践示范路径；漳州市漳浦竹屿 100MW 光伏发电项目全部并网发电后，预计年

均可实现发电量约 1 亿度。相当于每年可节约标准煤约 4 万吨，减排二氧化碳约 9.97 万吨，并通过具有“一地多用，渔游光互补”的集约发展新模式。

截至 2017 年底，公司的光伏扶贫足迹遍布安徽、浙江、山东、湖北、广西、河北、河南、四川等多个省份，帮扶对象超 100000 户贫困户、1200 个贫困村，总规模达到 749.6MW，项目建设经验吸引了全国各地甚至非洲国家考察团前来调研学习。截至到目前，阳光电源在安徽省宿州埇桥区、萧县、泗县、灵璧、宿松、太湖等多地，累计捐赠 5100kW 光伏电站，在四川、山西、广西、江西等地捐建 580kW 光伏电站。公司目前还承担了安徽省岳西县、山东曹县、河南社旗等多地的近 1.8 万户贫困户、2000 多个贫困村共计 620MW 光伏扶贫电站的运维任务，为贫困户创造每年 3000 元的发电收益。

（三）坚持技术创新，聚焦清洁电力转换技术

2018 年，公司目标实现销售收入 125 亿元。未来，全球能源结构转型将加快推进，随着技术进步，可再生能源发电成本将持续降低，可再生能源应用场景逐步由发达国家向新兴国家普及，由我国单一的西部荒漠普及到全国各地，可再生能源平价上网时代即将到来；电动车取代燃油的时代也即将到来。在此背景下，公司确立了未来 5-10 年新的愿景目标，未来将聚焦清洁电力转换技术领域。

报告期内，公司继续加大研发投入，研发人员占比达 36.94%。并积极开展自主知识产权的申报工作。全年新增 195 项专利权，均系原始取得，另有 308 项新增专利申请正在审查过程中。截至 2017 年末，公司累计获得专利权 737 项，其中发明 249 件、实用新型 420 件、外观设计 68 件，并且依托领先的技术储备，公司积极推动行业内相关标准的制定和优化，已先后组织起草了多项中国国家标准。

三、 盈利预测

公司作为光伏逆变器的龙头企业，在光伏行业多轮的洗牌中依然凭借技术优势和成本优势屹立其中，并且通过技术协同和市场协同把业务扩展到风电、储能和新能源车领域，为公司的长足发展奠定了良好的基础和业绩增长动力。随着光伏行业临近平价上网，行业整体估值上移动力十足，公司作为光伏行业龙头企业，应该享受一定的估值溢价，我们预计公司 2016-2020 年的净利润将达到 14.25 亿元、18.41 亿和 22.58 亿，对应市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍。给予“买入”评级。

四、 风险提示

公司逆变器出货量不达预期，电站业务不达预期，光伏行业政策风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。