

电气设备

2015 年 01 月 22 日

阳光电源 (300274)

——2014 年业绩范围披露，2015 年业绩有望大幅增长，维持“买入”评级

报告原因：有新的信息需要补充

买入

维持

市场数据:	2015 年 01 月 21 日
收盘价 (元)	18.32
一年内最高/最低 (元)	41.07/12.91
上证指数/深证成指	3324/11372
市净率	5.6
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市场值 (百万元)	8308

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	3.29
资产负债率%	42.59
总股本/流通 A 股 (百万)	658/454
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《阳光电源(300274)——公司与三星 SDI 合资公司落地，控股地位平等，优势互补，维持“买入”评级》 2014/11/06

《阳光电源(300274)——前三季度业绩符合预期，储能领域抢占市场先机，维持买入评级》 2014/10/22

证券分析师

孔凌飞 A0230512060003
konglf@swsresearch.com
武夏 A0230513070010 BET309
wuxia@swsresearch.com
余文俊 A0230513070005 BAM599
yuwj@swsresearch.com

研究支持

韩启明 A0230114090001

联系人

何婧雯

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2120	96	181	149	0.55	24.1	8.8	33	54
14Q1-Q3	1401	11	124	10	0.19	28.0	5.8		
2014E	2848	34	281	55	0.43	20.1	12.1	43	49
2015E	3583	26	412	47	0.63	20.6	15.0	29	30
2016E	5611	57	537	30	0.82	19.7	16.4	22	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **公司披露 2014 年业绩预告，全年归属于上市公司股东净利润达到 2.72-3.12 亿元，同比增长 50.25%-72.35%。前三季度归属于上市公司股东净利润达到 1.24 亿元，对应 EPS 为 0.19 元，预计第四季度净利润达到 1.48-1.88 亿元，对应 EPS 为 0.23-0.29 元。此外公司 2014 年全年非经常性损益主要系募集资金利息收入及政府补助，预计对净利润影响约 5200 万元。**
- **储能业务进入产业化初期，未来有望迎来爆发式增长。**国务院办公厅在 2014 年底发布《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》并将储能列入九大重点创新领域，并指出为提高可再生能源利用水平，要“加强电源与电网统筹规划，科学安排调峰、调频、储能配套能力，切实解决弃风、弃水、弃光问题”。
- **加码电站业务，分享国内市场高速增长红利。**2015 年能源领域将进入改革深化的一年，电改方案推进顺利，网售分开已经初步敲定，未来配额制也有望于 2015 年上半年出台，并将通过碳交易市场来监督执行，我们预计 2015 年国内并网规模有望达到 15GW，较 2014 年的 10.52GW 并网规模约有 43% 的增长。公司利用超募资金 5 亿元投资 150MW 电站项目并预计于 2015 年完成并网，已经落实的项目包括肥东石塘镇 40MW、宿州埇桥区 40MW、长丰下塘镇 20MW、兰州永登县 20MW、青海格尔木 30MW。
- **下调盈利预测，维持投资评级不变。**我们将公司 14-16 年的 EPS 从 0.57、0.80 和 1.07 元下调为 0.43、0.63 和 0.82 元，目前股价对应 PE 分别为 15 年 29 倍和 16 年 22 倍，维持“买入”评级不变。我们认为公司在巩固现有光伏逆变器业务和电站业务的同时，未来将大力拓展储能业务，进而转型成为能源互联网的标杆企业，2015 和 2016 年将迎来公司业绩和估值的双重提升，未来 6 个月目标价 25 元。

财务摘要

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,083	2,120	2,848	3,583	5,611
太阳能光伏逆变器	968	1,368	1,328	1,705	2,115
风能变流器	113	76	144	202	271
电力电源及其他	1	6	0	0	0
电站系统集成	0	661	1,368	1,624	3,077
发电收入(电站持有)	0	0	0	43	139
营业总成本	1,028	1,946	2,577	3,165	5,097
营业成本	724	1,610	2,277	2,847	4,504
太阳能光伏逆变器	642	956	945	1,213	1,481
风能变流器	79	56	103	145	193
电力电源及其他	1	2	0	0	0
电站系统集成	0	594	1,228	1,459	2,738
发电收入(电站持有)	0	0	0	30	92
营业税金及附加	3	12	14	18	28
销售费用	124	129	128	107	152
管理费用	146	161	157	143	196
财务费用	(41)	(26)	(29)	20	135
资产减值损失	73	62	30	30	82
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	2	3	3	20
营业利润	54	176	274	421	534
营业外收支	32	33	52	58	87
利润总额	86	209	326	479	621
所得税	13	28	45	67	84
净利润	73	181	281	412	537
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	73	181	281	412	537

资料来源:申万研究

合并现金流量表

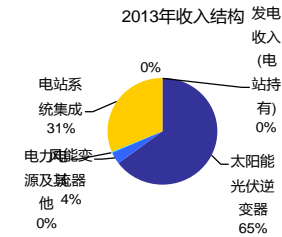
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	73	181	281	412	537
加: 折旧摊销减值	88	88	48	77	224
财务费用	(42)	(27)	(29)	20	135
非经营损失	(9)	(10)	(3)	(3)	(20)
营运资本变动	(333)	50	(58)	(115)	(272)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(223)	294	239	391	604
资本开支	92	104	291	944	2,107
其它投资现金流	0	(25)	(65)	(219)	(476)
投资活动现金流	(77)	(82)	(356)	(1,164)	(2,583)
吸收投资	0	25	0	0	0
负债净变化	85	(40)	322	1,701	2,842
支付股利、利息	43	21	(29)	20	135
其它融资现金流	0	0	(70)	0	0
融资活动现金流	42	(36)	281	1,681	2,706
净现金流	(256)	176	164	909	728

资料来源:申万研究

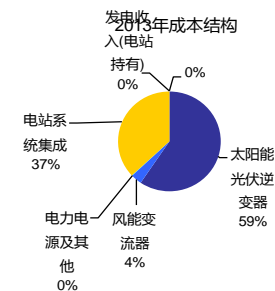
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
电站开工规模(MW)	0	200	400	650
电站并网规模(MW)	0	160	300	600

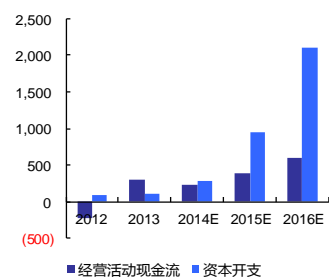
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

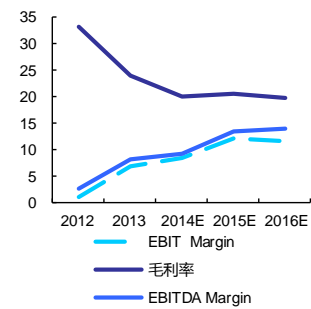


合并资产负债表

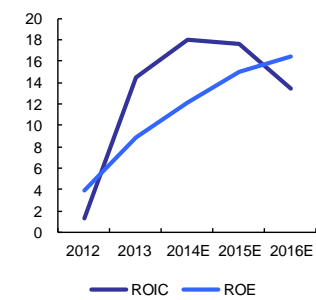
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,501	3,519	4,423	6,025	8,712
现金及等价物	1,082	1,258	1,422	2,331	3,059
应收款项	1,019	1,481	1,873	2,268	3,361
存货净额	400	780	1,128	1,426	2,292
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	31	99	322	817
固定资产	218	299	572	1,469	3,435
无形资产及其他资产	35	57	57	57	57
资产总计	2,754	3,906	5,151	7,874	13,021
流动负债	881	1,788	2,822	3,743	5,671
短期借款	90	50	372	685	843
应付款项	783	1,720	2,432	3,041	4,810
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	27	70	0	1,389	4,072
负债合计	908	1,858	2,822	5,132	9,742
股本	323	327	654	654	654
资本公积	1,220	1,252	925	925	925
盈余公积	35	50	74	109	155
未分配利润	269	419	676	1,053	1,545
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,846	2,048	2,329	2,742	3,279
负债和股东权益合计	2,754	3,906	5,151	7,874	13,021

资料来源:申万研究

经营利润率(%)



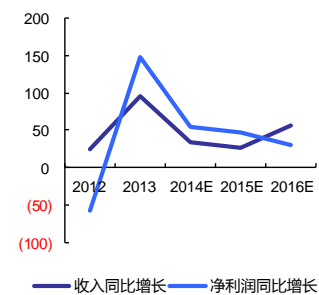
投资回报率趋势(%)


重要财务指标

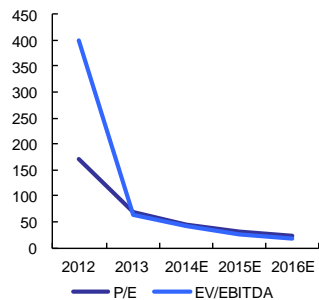
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.28	0.43	0.63	0.82
每股经营现金流	-0.34	0.45	0.36	0.60	0.92
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.81	3.12	3.54	4.17	4.99
关键运营指标(%)					
ROIC	1.3	14.5	17.9	17.6	13.4
ROE	3.9	8.8	12.1	15.0	16.4
毛利率	33.2	24.1	20.1	20.6	19.7
EBITDA Margin	2.6	8.2	9.1	13.5	14.1
EBIT Margin	1.2	7.0	8.5	12.2	11.6
收入同比增长	24.0	95.7	34.3	25.8	56.6
净利润同比增长	(57.8)	148.7	55.3	46.6	30.3
资产负债率	33.0	47.6	54.8	65.2	74.8
净资产周转率	0.59	1.04	1.22	1.31	1.71
总资产周转率	0.39	0.54	0.55	0.46	0.43
有效税率	15.2	13.5	14.0	14.0	14.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	169.9	68.3	44.0	30.0	23.0
P/B	6.7	6.0	5.3	4.5	3.8
EV/Sale	10.5	5.3	3.9	3.3	2.4
EV/EBITDA	400.6	64.6	43.1	24.3	17.0

资料来源:申万研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。