2015-1-14

公司报告（点评报告）

评级 推荐 维持

阳光电源（300274）

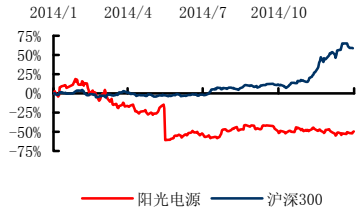
电站建设延缓拖累全年业绩，2015 年盈利高增长可期

分析师：邬博华
(8621)68751072
wubh1@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490514040001

联系人：张垚
(8621)68751072
zhangyao3@cjsc.com.cn

联系人： 马军
(8621)68751072
majun3@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《EPC 与逆变器双轮驱动，静待旺季业绩释放》2014/8/26

《牵手三星 SDI，布局储能大市场》2014/8/18

《中报符合预期，期待下半年旺季业绩爆发》2014/7/14

报告要点

■ 事件描述

阳光电源发布 2014 年业绩预告，预计 2014 年归属母公司净利润为 2.72-3.12 亿元，同比增长 50.25%-72.35%，对应 EPS 为 0.42-0.48 元。据此计算，预计 2014 年 4 季度实现归属母公司净利润 1.48-1.88 亿元，同比增长 116.75%-175.35%，对应 EPS 为 0.23-0.29 元。

■ 事件评论

- **全年业绩低于年初预期，主要受 EPC 收入确认影响。**整体来看，全年业绩低于年初市场预期，我们认为主要受 EPC 收入确认影响：1）2014 年大型电站路条发放较晚，建设周期整体延后，一定程度上影响了公司电站 EPC 收入确认进度。根据我们测算，公司前 3 季度确认 EPC 收入 4.27 亿元，对应确认电站规模约 50MW，主要为 2013 年遗留项目，结合苏美达等项目推进情况，预计全年电站确认规模约 130-150MW 左右，对应利润水平约 1 亿元；2）制造业务方面，结合 EPC 业务考虑，预计全年实现利润 1.7-2.1 亿元，扣除约 5200 万非经常损益，对应约 4GW 左右逆变器销售（其中约 600MW 为 2013 年遗留部分），整体符合预期。

- **2015 年光伏将迎装机大年，公司逆变器与 EPC 高增长可期。**由于 2014 年部分项目推迟至 2015 年建设，同时存在标杆电价调整预期，预计 2015 年将是国内光伏装机大年，全年装机有望达 16GW 以上。公司作为国内逆变器龙头企业，市场占有率维持在 30%以上，将明显受益国内装机增长。EPC 业务方面，由于项目进度原因，公司 2014 年部分项目推迟 2015 年确认，同时 2015 年新国内项目充分释放，预计 EPC 业务也将获得较快建设与转让确认。

- **储能业务有望放量，电站运营业务快速布局。**公司通过与三星 SDI 合作，布局储能业务，而我们认为储能也将是新能源利用领域未来最有潜力的细分市场之一。预计德国等海外市场发展加速以及国内支持储能政策将陆续出台，公司有望在该领域再造一个阳光，也是其后期提升业绩和估值水平的主要看点。此外，在传统的逆变器与 EPC 业务的基础上，公司投资设立阳光电源能源股份公司，加快电站运营业务布局，目前在安徽、甘肃、青海等地区拥有项目储备超过 150MW，资源储备超过 500MW，后期存在较大成长空间。

- **维持推荐评级。**我们认为公司业绩见底，2015 年大幅改善可期，预计公司 2014、2015、2016 年 EPS 分别为 0.45、0.77、1.14 元，对应 PE 为 38、22、15 倍，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2120**	**2613**	**5667**	**8647**
营业成本	1610	1965	4320	6724
毛利	**511**	**648**	**1347**	**1923**
%营业收入	24.1%	24.8%	23.8%	22.2%
营业税金及附加	12	14	31	47
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	129	157	334	484
%营业收入	6.1%	6.0%	5.9%	5.6%
管理费用	161	192	391	545
%营业收入	7.6%	7.3%	6.9%	6.3%
财务费用	-26	-48	-52	-69
%营业收入	-1.2%	-1.8%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	62	20	70	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
营业利润	**176**	**315**	**575**	**857**
%营业收入	8.3%	12.1%	10.1%	9.9%
营业外收支	33	30	20	20
利润总额	**209**	**345**	**595**	**877**
%营业收入	9.9%	13.2%	10.5%	10.1%
所得税费用	28	52	89	132
净利润	181	293	506	745
归属于母公司所有者的净利润	**181.0**	**293.2**	**505.9**	**745.2**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.28**	**0.45**	**0.77**	**1.14**

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	**294**	**-30**	**316**	**724**
取得投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	-5	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-104	-26	-57	-86
其他	26	0	0	0
投资活动现金流净额	**-82**	**-26**	**-57**	**-86**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	25	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-40	57	649	918
筹资成本	21	48	52	69
其他	-42	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-36**	**104**	**701**	**987**
现金净流量	**176**	**48**	**961**	**1624**

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1258	1306	2267	3891
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1179	1456	2422	3254
存货	780	641	1410	2195
预付账款	11	20	43	67
其他流动资产	8	9	19	27
流动资产合计	**3519**	**3772**	**6841**	**10471**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	31	33	35	37
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	299	310	349	415
无形资产	20	18	16	15
商誉	11	11	11	11
递延所得税资产	23	3	11	9
其他非流动资产	3	3	3	3
资产总计	**3906**	**4150**	**7266**	**10961**
短期贷款	50	107	756	1674
应付款项	1443	1431	3147	4900
预收账款	238	131	283	432
应付职工薪酬	0	0	0	0
应交税费	37	33	96	214
其他流动负债	19	37	65	77
流动负债合计	**1788**	**1738**	**4348**	**7298**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	70	70	70	70
负债合计	**1858**	**1809**	**4418**	**7368**
归属于母公司	2048	2341	2847	3593
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**2048**	**2341**	**2847**	**3593**
负债及股东权益	**3906**	**4150**	**7266**	**10961**

基本指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	0.277	0.448	0.773	1.139
BVPS	3.13	3.58	4.35	5.49
PE	61.82	38.16	22.12	15.02
PEG	1.03	0.63	0.37	0.25
PB	5.46	4.78	3.93	3.12
EV/EBITDA	57.20	35.07	17.84	11.07
ROE	8.8%	12.5%	17.8%	20.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807 13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘　露	副主管	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨　忠	华东区总经理	(8621) 68751003 18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412 18911132188	limj@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999 13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	推　　荐：	相对大盘涨幅大于 10%
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

研究部/机构客户部

上海
浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
（200122）
电话：021-68751100
传真：021-68751151

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
（430015）
传真：027-65799501

北京
西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
（100032）
传真：021-68751791

深圳
深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
（518000）
传真：0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江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：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。