

**阳光电源 (300274.SZ)**
**半年度业绩预告符合预期，员工持股计划**
**保驾护航**
**评级： 买入**
**前次： 买入**
**目标价(元)：**
**60**

首席分析师

高级分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

S0740514080003

021-20315167

021-20315203

zengdh@r.qlzq.com.cn

shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年7月14日

**基本状况**

总股本(百万股)	658.28
流通股本(百万股)	650.73
市价(元)	24.80
市值(百万元)	16325.29
流通市值(百万元)	16138.18

**业绩预测**

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,120	3,062	5,068	7,399	9,397
营业收入增速	95.73%	44.42%	65.51%	45.98%	27.00%
净利润增长率	148.66%	56.48%	95.53%	41.98%	34.65%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.43	0.84	1.19	1.61
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	58.12	37.55	29.47	20.76	15.42
PEG	0.39	0.66	0.31	0.49	0.44
每股净资产(元)	6.26	3.59	4.43	5.63	7.24
每股现金流量	0.90	0.02	0.46	0.50	1.02
净资产收益率	8.84%	11.98%	18.98%	21.22%	22.23%
市净率	5.14	4.50	5.59	4.41	3.43
总股本(百万股)	327.24	658.29	658.28	658.28	658.28

备注：市场预测取 聚源一致预期

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- 公司预告 2015 年半年度业绩同比增长 67%-88%符合预期：**公司发布 2015 年半年度业绩预告，预计 2015 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 1.6-1.8 亿元，同比增长 67%-88%。公司还披露 2015 年上半年非经常性损益约 1100 万元，主要系募集资金利息收入及政府补助。公司认为业绩高增长的原因为：国内光伏市场快速发展，公司经营规模和经济效益得以稳步提高；光伏电站系统集成业务按完工进度确认收入，使整体主营业务的业绩大幅提升。
- 公司发布第 1 期员工持股计划(草案)，筹集资金总额上限 1.24 亿元：**公司发布第 1 期员工持股计划(草案)，参加本员工持股计划的员工总人数不超过 500 人，筹集资金总额上限为 1.24 亿元。公司员工的自筹资金，金额不超过 4400 万元；控股股东曹仁贤先生以其持有的部分阳光电源股票向金融机构申请质押融资取得的资金提供借款，借款金额不超过 8000 万元，公司控股股东向员工持股计划提供借款支持，借款期限为员工持股计划的存续期。员工持股计划草案获得股东大会批准后，将委托资产管理人国元证券股份有限公司设立国元证券-阳光电源第 1 期员工持股定向资产管理计划，通过二级市场购买(包括但不限于竞价交易、大宗交易、协议转让等)等法律法规许可的方式取得阳光电源股票。员工持股计划的存续期为不超过 24 个月，在股东大会审议通过员工持股计划后 6 个月内，根据员工持股计划的安排，完成标的股票的购买，锁定期为 18 个月。
- 公司控股股东、持股 5%以上的股东及董监高承诺半年内不减持公司股份：**公司发布关于维护公司股价稳定的公告，公司控股股东、公司持股 5%以上的股东及董事、监事、高级管理人员承诺自公告之日起半年内，不减持公司股份；公司积极鼓励公司董事(独立董事除外)、监事、高级管理人员及全体员工从二级市场增持本公司股票；公司在前两年已经实施过股权激励计划的基础上，通过员工持股计划以实施对

核心员工有效的激励。

**图表 1: 公司员工持股计划持有人业绩考核与收益分配**

2016 年业绩同比增速	承诺保底收益水平
>100%	若自筹资金年化收益率 $\geq 10\%$ ，持有人享有全部收益
	若自筹资金年化收益率 $< 10\%$ ，控股股东以现金补偿至 10%
50-100%	若自筹资金年化收益率 $\geq 5\%$ ，持有人享有全部收益
	若自筹资金年化收益率 $< 5\%$ ，控股股东以现金补偿至 5%
30-50%	若自筹资金年化收益率 $\geq 1\%$ ，持有人享有全部收益
	若自筹资金年化收益率 $< 1\%$ ，控股股东以现金补偿至 1%
0-30%	若自筹资金年化收益率 $\geq -5\%$ ，持有人享有全部收益
	若自筹资金年化收益率 $< -5\%$ ，控股股东以现金补偿至 -5%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **2015 年国内迎来光伏装机大年，公司逆变器与电站系统集成两翼齐飞：**2015 年 3 月，国家能源局印发的《国家能源局关于下达 2015 年光伏发电建设实施方案的通知》中确定了 2015 年全国新增光伏电站建设规模 17.80GW 的目标，加上近期出台的“领跑者”计划，2015 年国内迎来光伏装机大年。公司逆变器与电站系统集成业务均直接受益于国内光伏需求的景气，公司 2015 年一季度预计逆变器确认销量约 1.1GW，电站系统集成预计确认规模约 40MW。从 2015 年上半年来看，预计逆变器确认销量约 2GW，预计贡献 5000-6000 万元的净利润；电站系统集成预计确认规模约 120-150MW，预计贡献 1-1.1 亿元的净利润。
- **员工持股计划有利于对核心员工实现有效激励：**应公司业务发展的需求，公司在近两年引进了不少中高端管理人员和技术人员，对公司的业务发展形成了有效的人力支撑。此次员工持股计划有利于增强公司骨干员工的归属感和认同感，与员工一起分享公司成长带来的收益，从而对核心员工实现有效的激励。
- **受益于即将出台的顶层设计，打造光、风、储、车的能源互联网闭环：**公司借助智慧光伏云搭建光伏电站运维平台，抢占能源互联网竞争高地；携手阿里云布局能源大数据，抢占能源互联网核心资源。国家出台了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的文件，新一轮电力体制改革即将开启售电市场，安徽已列入输配电价改革试点范围，公司将争取售电牌照，积极参与未来的新能源电力交易，探索能源互联网商业模式。Musk 创造性地把分布式光伏（Solarcity）+电动汽车（Tesla）+储能器件（Powerwall/Tesla Energy）完美结合起来，为能源互联网商业模式的探索提供了良好的示范效应；公司在分布式光伏、风电、储能、新能源汽车等领域基础资产丰富，紧跟海外巨头步伐，卡位优势明显，未来有望打造能源互联网闭环。由国家能源局牵头、工信部等参与制定的《互联网+智慧能源行动计划》下半年有望发布，公司作为领先企业有望直接受益。
- **投资建议：**在不考虑增发摊薄股本的情况下，预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.19 元和 1.61 元，业绩增速达 96%、42%、35%，对应 PE 分别为 29.5 倍、20.8 倍和 15.4 倍，维持公司“买入”的投资评级，目标价 60 元，对应于 2016 年 50 倍 PE。
- **风险提示：**政策不达预期；融资不达预期；产品价格竞争超预期；项目资源不达预期；能源互联网布局不达预期。

图表 2: 阳光电源三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,083	2,120	3,062	5,068	7,399	9,397
增长率	24.00%	95.7%	44.4%	65.5%	46.0%	27.0%
营业成本	-724	-1,610	-2,290	-3,808	-5,673	-7,236
% 销售收入	66.8%	75.9%	74.8%	75.1%	76.7%	77.0%
毛利	360	511	772	1,261	1,726	2,161
% 销售收入	33.2%	24.1%	25.2%	24.9%	23.3%	23.0%
营业税金及附加	-3	-12	-13	-22	-33	-41
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-124	-129	-137	-213	-281	-338
% 销售收入	11.5%	6.1%	4.5%	4.2%	3.8%	3.6%
管理费用	-146	-161	-224	-355	-481	-545
% 销售收入	13.5%	7.6%	7.3%	7.0%	6.5%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	87	209	398	671	931	1,237
% 销售收入	8.0%	9.9%	13.0%	13.2%	12.6%	13.2%
财务费用	41	26	3	0	4	5
% 销售收入	-3.8%	-1.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-73	-62	-106	-74	-82	-85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	-16	0	10	20
% 税前利润	—	0.9%	—	0.0%	1.1%	1.6%
营业利润	54	176	279	597	864	1,177
营业利润率	5.0%	8.3%	9.1%	11.8%	11.7%	12.5%
营业外收支	32	33	47	40	40	40
税前利润	86	209	326	637	904	1,217
利润率	7.9%	9.9%	10.6%	12.6%	12.2%	13.0%
所得税	-13	-28	-42	-83	-118	-158
所得税率	15.3%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	73	181	283	554	786	1,059
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	73	181	283	554	786	1,059
净利率	6.7%	8.5%	9.3%	10.9%	10.6%	11.3%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	73	181	283	554	786	1,059
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	88	88	120	121	158	189
非经营收益	-51	-37	-2	-36	-50	-60
营运资金变动	-333	62	-391	-339	-565	-515
经营活动现金净流	-223	294	10	300	329	674
资本开支	92	104	86	154	260	160
投资	-4	-30	-32	6	0	0
其他	19	51	21	0	10	20
投资活动现金净流	-77	-82	-96	-149	-250	-140
股权募资	0	25	17	0	0	0
债权募资	85	-40	49	-96	0	0
其他	-42	-20	-58	-4	0	0
筹资活动现金净流	43	-36	7	-100	0	0
现金净流量	-256	176	-78	51	79	533

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,082	1,258	1,180	1,230	1,309	1,843
应收款项	971	1,462	2,382	3,119	4,552	5,782
存货	400	780	812	1,323	1,971	2,514
其他流动资产	48	19	59	92	132	165
流动资产	2,501	3,519	4,433	5,764	7,965	10,304
% 总资产	90.8%	90.1%	90.8%	90.7%	90.7%	91.9%
长期投资	0	31	57	51	51	51
固定资产	218	299	312	467	693	791
% 总资产	7.9%	7.7%	6.4%	7.4%	7.9%	7.1%
无形资产	21	34	32	24	22	20
非流动资产	253	388	447	588	812	908
% 总资产	9.2%	9.9%	9.2%	9.3%	9.3%	8.1%
资产总计	2,754	3,906	4,879	6,352	8,777	11,212
短期借款	90	50	96	0	0	0
应付款项	770	1,699	2,280	3,247	4,830	6,157
其他流动负债	21	39	74	122	178	227
流动负债	881	1,788	2,451	3,369	5,008	6,384
长期借款	0	0	2	2	2	2
其他长期负债	27	70	60	60	60	60
负债	908	1,858	2,513	3,432	5,070	6,446
普通股股东权益	1,846	2,048	2,365	2,919	3,705	4,764
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,754	3,906	4,878	6,351	8,776	11,210

  

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.226	0.553	0.430	0.841	1.195	1.609
每股净资产 (元)	5.724	6.259	3.593	4.434	5.629	7.238
每股经营现金净流 (元)	-0.691	0.899	0.016	0.456	0.500	1.023
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.94%	8.84%	11.98%	18.98%	21.22%	22.23%
总资产收益率	2.64%	4.63%	5.81%	8.72%	8.96%	9.45%
投入资本收益率	8.61%	22.42%	28.23%	35.59%	34.52%	37.44%
增长率						
营业总收入增长率	24.00%	95.73%	44.42%	65.51%	45.98%	27.00%
EBIT 增长率	-56.38%	141.00%	90.26%	68.40%	38.86%	32.75%
净利润增长率	-57.81%	148.66%	56.48%	95.53%	41.98%	34.65%
总资产增长率	14.13%	41.83%	24.88%	30.18%	38.18%	27.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	221.9	169.8	192.0	192.0	192.0	192.0
存货周转天数	192.6	133.8	126.8	126.8	126.8	126.8
应付账款周转天数	177.3	149.0	199.8	199.8	199.8	199.8
固定资产周转天数	44.5	38.9	33.1	26.1	27.3	27.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.72%	-58.98%	-45.71%	-42.07%	-35.27%	-38.63%
EBIT 利息保障倍数	-2.1	-7.9	-151.2	-1,594.8	-216.7	-230.2
资产负债率	32.96%	47.56%	51.51%	54.04%	57.78%	57.50%

来源: 齐鲁证券研究所

#### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。