

## 阳光电源(300274)/电源设备

 电站业务发力, 布局“新能源发电+储能+新能源车”  
智慧能源系统

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 9.95

目标价格: 15

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,414
流通股本(百万股)	842
市价(元)	9.95
市值(百万元)	14,072
流通市值(百万元)	8,376

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 三季报业绩增速放缓, 新业务是未来看点
- 2 逆变器带动业绩增长, 储能、新能源汽车进入收获期
- 3 逆变器与电站集成驱动增长, 储能与新能源汽车快速推进

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,569.25	6,003.66	7,665.58	9,183.23	10,566.65
增长率 yoy%	49.21%	31.39%	27.68%	19.80%	15.06%
净利润	425.40	553.61	789.02	946.21	1,085.91
增长率 yoy%	50.17%	30.14%	42.52%	19.92%	14.76%
每股收益(元)	0.64	0.39	0.56	0.67	0.77
每股现金流量	-0.49	0.61	0.45	0.54	0.64
净资产收益率	15.12%	9.31%	11.83%	12.43%	12.48%
P/E	42.60	26.93	17.84	14.87	12.96
PEG	0.85	0.89	0.42	0.75	0.88
P/B	6.44	2.51	2.11	1.85	1.62

**投资要点**

- **事件:** (1) 公司公布 2016 年年报, 实现营业收入 60.04 亿元, 同比增长 31.39%, 归母净利润 5.54 亿元, 同比增长 30.14%, 同时公布利润分配预案: 向全体股东每 10 股派现金红利 0.5 元; (2) 公司公布 2017 年一季报, 实现营业收入 12.47 亿元, 同比减少 8.69%, 归母净利润 1.29 亿元, 同比增长 6.59%。
- **光伏逆变器出货量维持高位, 盈利水平稳定。** 报告期内, 公司光伏逆变器出货量约为 11.1GW, 同比增加 24.6%, 继续保持光伏逆变器全球出货量第一的地位。拆分来看, 光伏逆变器的国内出货量为 9.9GW, 同比增加 27.8%, 占总出货量的 89.0%; 光伏逆变器国外出货量为 1.2GW, 同比增加 3.6%, 在总出货量中占比为 11.0%。光伏逆变器国内出货量大幅增加是由 2016 年光伏抢装潮引起的, 2016 年我国新增光伏装机容量达 34.2GW, 同比增加 114%。尽管未来光伏新增装机增速趋缓, 但强者恒强, 公司的龙头地位和研发实力将保证光伏逆变器的出货量继续保持高位。报告期内, 公司光伏逆变器的毛利率为 33.09%, 较去年增加 1.04 个百分点, 近四年都维持在 30%-34% 之间, 盈利水平稳定。
- **深耕领跑者计划和光伏扶贫, 电站业务持续高速增长。** 报告期内, 公司光伏电站系统集成的营收 32.85 亿元, 同比增加 45.24%, 保证了公司主营业务业绩的稳步提升; 电站系统集成的毛利率 17.37%, 同比增加 2.47 个百分点。光伏电站业务大幅提升的主要原因是深耕领跑者计划和光伏扶贫项目。报告期内, 公司建设的大同光伏“领跑者”基地 50MW 电站成功并网, 随后又中标阳泉、济宁、两淮等光伏“领跑者”基地项目, 树立了我国光伏“领跑者”基地的标杆与典范。光伏扶贫方面, 足迹已遍布安徽、湖北、山东、四川、广西、浙江等地, 帮扶对象超 5 万户贫困户、800 个贫困村。报告期内, 公司为提升全系列方案解决能力, 在淮南着手投资建设先进浮体研发制造基地, 全部建成投产后浮体年产能规模可达 1000MW, 同时与三峡基金和省投集团分别成立了两支新能源产业基金, 以加速新能源行业的规模化布局, 电站业务有望维持高速增长。此外, 报告期内, 公司实现光伏电站发电收入 0.25 亿元, 同比增长 1121.18%, 毛利率高达 63.42%。在新能源消纳逐步改善的背景下, 随着光伏电站的陆续建成并网, 光伏发电收入或将贡献主要业绩增量。

- **风能变流器营收下滑，但已形成系列化产品。**报告期内，公司风能变流器的营收 0.86 亿元，同比下滑 35.12%，毛利率为 39.90%，同比增加 4.34 个百分点；风能变流器出货 403MW，同比下滑 26.2%。风能变流器营收下滑的可能原因是 2016 年风电新增装机的大幅降低。受抢装回调等影响，2016 年我国新增风电装机 23.4GW，同比降低 24.0%。公司的风能变流器主要涵盖 1500~7500kW 功率等级，电压等级 690V、3300V，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型。适用于盐雾、高寒、高原、沿海、高温等各种风场环境，广泛应用于内蒙古、甘肃、福建、江西、湖南、云南、贵州、安徽等地 60 多个风场，累计应用近 3GW。
- **依托电机控制器，切入新能源车领域，望受益于新能源汽车的蓬勃发展。**报告期内，公司电机控制器的营收 0.27 亿元，同比增加 35.27%，毛利率为 37.10%。公司电机控制系统涵盖 10~120kW 功率范围，适用于纯电动及混合动力的大型、中型客车及微型乘用车，最高效率达 98.5%。报告期内，公司正式获得汽车行业 ISO/TS16949 质量管理体系认证，这标志着公司电动车产品获得了国内外汽车行业的重要通行证。在此基础上，公司产品性能、防护等级也全面提升，从而进一步扩大在安凯的份额，并且成功开发了苏州金龙、厦门金龙等几个大型客户，相关产品已累计完成了近 6000 台的出货，应用车辆累计行驶里程突破 4 亿公里。在能源危机、环境保护的双重压力下，新能源汽车得到蓬勃发展，公司有望分享行业高速发展带来的利润。
- **布局储能业务，打造“新能源发电+储能+新能源车”的智慧能源系统。**作为光伏行业的领先者，公司深谙储能是解决风光可再生能源消纳难题的关键。依托阳光电源全球领先的新能源电源变换技术和三星 SDI 全球一流的锂电池技术，2016 年 7 月 8 日，公司子公司阳光三星储能电源有限公司投产，年产能 2000MWh 电力储能设备，并在当年取得开门红，为西藏双湖微网系统、甘肃金昌 100MW 光伏电站等多个项目提供锂电池、储能逆变器、能量管理系统等核心设备，其中西藏双湖微网系统是全球海拔最高、规模最大、施工难度最大的光储柴微网系统。至此，公司已经打造“新能源发电+储能+新能源车”的智慧能源系统，完成了智慧能源解决方案的战略化布局，未来将在能源转型大趋势中深度受益。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利润 7.89、9.46 和 10.86 亿元，同比分别增长 42.52%、19.92%、14.76%，当前股价对应三年 PE 分别为 18、15、13 倍，给予目标价 15 元，“买入”评级
- **风险提示事件：**宏观经济下行，光伏装机不及预期，新业务拓展不及预期。

图表 1: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,062	4,569	6,004	7,666	9,183	10,567
增长率	44.42%	49.2%	31.4%	27.7%	19.8%	15.1%
营业成本	-2,290	-3,486	-4,527	-5,859	-7,009	-8,052
% 销售收入	74.8%	76.3%	75.4%	76.4%	76.3%	76.2%
毛利	772	1,083	1,476	1,806	2,174	2,514
% 销售收入	25.2%	23.7%	24.6%	23.6%	23.7%	23.8%
营业税金及附加	-13	-19	-31	-36	-44	-51
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-137	-188	-286	-345	-416	-482
% 销售收入	4.5%	4.1%	4.8%	4.5%	4.5%	4.6%
管理费用	-224	-308	-430	-540	-646	-746
% 销售收入	7.3%	6.7%	7.2%	7.0%	7.0%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	398	568	729	885	1,069	1,236
% 销售收入	13.0%	12.4%	12.1%	11.5%	11.6%	11.7%
财务费用	3	1	4	-9	-6	-7
% 销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-106	-124	-130	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-16	-1	11	2	5	5
% 税前利润	—	—	1.6%	0.2%	0.4%	0.4%
营业利润	279	444	613	878	1,067	1,234
营业利润率	9.1%	9.7%	10.2%	11.5%	11.6%	11.7%
营业外收支	47	49	55	52	52	52
税前利润	326	493	668	930	1,120	1,287
利润率	10.6%	10.8%	11.1%	12.1%	12.2%	12.2%
所得税	-42	-66	-122	-147	-182	-211
所得税率	13.0%	13.5%	18.3%	15.8%	16.2%	16.4%
净利润	283	426	546	783	938	1,075
少数股东损益	0	1	-7	-6	-8	-10
归属于母公司的净利润	283	425	554	789	946	1,086
净利率	9.3%	9.3%	9.2%	10.3%	10.3%	10.3%

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,180	702	1,697	1,457	1,457	1,476
应收账款	2,382	3,512	4,538	5,102	6,171	7,114
存货	812	1,322	1,340	1,798	2,120	2,436
其他流动资产	59	91	1,775	1,809	1,834	1,855
流动资产	4,433	5,627	9,350	10,166	11,503	12,881
% 总资产	90.8%	83.0%	80.2%	77.7%	76.2%	75.0%
长期投资	57	534	401	401	401	401
固定资产	312	448	1,727	2,317	2,987	3,673
% 总资产	6.4%	6.6%	14.8%	17.7%	19.8%	21.4%
无形资产	32	107	102	118	133	142
非流动资产	447	1,156	2,307	2,912	3,597	4,293
% 总资产	9.2%	17.0%	19.8%	22.3%	23.8%	25.0%
资产总计	4,879	6,783	11,657	13,079	15,100	17,174
短期借款	96	107	199	0	0	0
应付账款	2,280	3,474	4,535	5,372	6,466	7,410
其他流动负债	74	305	552	623	612	666
流动负债	2,451	3,886	5,285	5,995	7,078	8,076
长期贷款	2	2	321	321	321	321
其他长期负债	60	59	87	87	87	87
负债	2,513	3,947	5,693	6,403	7,486	8,484
普通股股东权益	2,367	2,814	5,949	6,668	7,614	8,700
少数股东权益	0	22	14	8	0	-10
负债股东权益合计	4,879	6,783	11,657	13,079	15,100	17,174

  

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.430	0.644	0.391	0.558	0.669	0.768
每股净资产 (元)	3.595	4.258	4.207	4.714	5.384	6.151
每股经营现金净流 (元)	0.016	-0.494	0.612	0.448	0.541	0.644
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.97%	15.12%	9.31%	11.83%	12.43%	12.48%
总资产收益率	5.81%	6.27%	4.75%	6.03%	6.27%	6.32%
投入资本收益率	28.20%	28.76%	13.59%	14.50%	14.55%	14.48%
增长率						
营业总收入增长率	44.42%	49.21%	31.39%	27.68%	19.80%	15.06%
EBIT增长率	90.26%	42.54%	28.40%	21.40%	20.78%	15.64%
净利润增长率	56.48%	50.17%	30.14%	42.52%	19.92%	14.76%
总资产增长率	24.91%	39.02%	71.85%	12.20%	15.46%	13.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	192.0	204.9	207.1	203.9	205.1	205.0
存货周转天数	126.8	111.7	107.3	112.0	110.4	110.4
应付账款周转天数	199.8	183.9	185.7	187.5	186.3	186.6
固定资产周转天数	33.1	22.8	32.0	40.1	39.6	39.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.68%	-20.93%	-19.74%	-17.02%	-13.89%	-13.29%
EBIT利息保障倍数	-151.2	-469.3	-198.8	100.2	175.0	186.8
资产负债率	51.50%	58.19%	48.84%	48.95%	49.58%	49.40%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	283	426	546	783	938	1,075
少数股东损益	0	0	0	-6	-8	-10
非现金支出	120	137	179	103	130	160
非经营收益	-2	-14	-7	-34	-41	-42
营运资金变动	-391	-876	147	-219	-261	-283
经营活动现金净流	10	-327	866	627	757	900
资本开支	86	251	1,354	657	762	803
投资	-32	-14	-108	0	0	0
其他	21	-80	-1,459	2	5	5
投资活动现金净流	-96	-345	-2,921	-655	-757	-798
股权募资	17	21	2,657	0	0	0
债权募资	49	210	493	-199	0	0
其他	-58	-37	-100	-20	-86	-16
筹资活动现金净流	7	195	3,050	-219	-86	-16
现金净流量	-78	-477	995	-246	-86	86

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。