

阳光电源 (300274)

电源设备/电气设备

发布时间: 2017-01-19

证券研究报告/ 公司调研报告

增持

上次评级: 增持

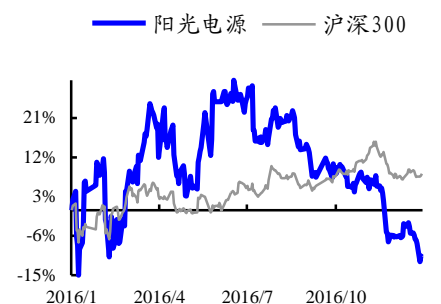
传统业务稳定增长, 储能与电控将放量**报告摘要:**

- **光伏逆变器龙头, 加速布局海外市场:** 公司在国内光伏逆变器龙头地位稳固, 市场占有率稳定在 35% 左右, 预计公司 2016 年光伏逆变器整体出货量将实现同比稳定增长。从中长期来看, 国内光伏新增装机将维持稳定, 国内逆变器市场将是公司业绩的稳定支撑。公司在海外逆变器市场加速布局开拓, 海外业务占比持续提升, 将成为公司逆变器业务的增长点。
- **电站系统集成业务维持高增长:** 自 2013 年进入电站系统集成业务以来, 公司在该业务板块始终保持高增长态势。公司电站开发以安徽当地为主, 凭借已有的电站建设项目积累以及在当地的资源优势, 预计公司的电站系统集成业务能够长期维持稳定增长。公司定增募资 26 亿已经到位, 为电站系统集成业务的拓展奠定了良好的资金基础。
- **储能产线投产, 市场空间打开在即:** 2016 年 7 月, 阳光三星电力储能设备产线首期实现投产, 采用三元锂电路线。三星良好的品牌效应与技术优势有助于合资公司的储能产品快速打开市场, 公司将会充分发挥电力电子技术优势, 结合先进的锂电技术, 对储能市场进行布局和开拓。目前公司锂电储能成本在 0.7-0.8 元/度左右, 储能的市场空间打开在即。
- **进军新能源车电控业务:** 公司电控产品目前主要定位新能源客车市场, 在省内进行率先拓展。目前公司已是安凯新能源客车电控的第一大供应商。新能源车在未来将维持高速增长, 随着公司市场的开拓和产品线的扩展, 电控业务将创造公司新的利润增长点。
- **盈利预测:** 预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.44、0.53 和 0.64 元, 公司光伏逆变器与电站系统集成业务稳定发展, 储能及电控板块将现高增长, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏新增装机不及预期; 储能市场开拓不及预期

股票数据

2017/1/18

收盘价(元)	9.71
12个月股价区间(元)	9.23~25.93
总市值(百万元)	13,734
总股本(百万股)	1,414
A股(百万股)	1,414
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

历史收益率曲线

涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	-19%	-14%
相对收益	-5%	-20%	-20%

相关报告

- 《电价调整落地, 关注分布式及海上风电》
2016-12-27
- 《电改持续推进, 新热点新方向涌现》
2016-11-27
- 《配售电文件出台, 投资有望加速》
2016-10-17

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,062	4,569	6,392	7,672	9,282
(+/-)%	44.42%	49.21%	39.90%	20.02%	20.98%
归属母公司净利润	283	425	616	753	904
(+/-)%	56.48%	50.17%	44.74%	22.25%	20.14%
每股收益(元)	0.43	0.64	0.44	0.53	0.64
市盈率	22.56	15.08	22.31	18.25	15.19
市净率	2.70	2.27	2.05	1.84	1.64
净资产收益率(%)	11.98%	15.13%	9.23%	10.14%	10.86%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	658	661	1,414	1,414	1,414

证券分析师: 顾一弘

执业证书编号: S0550113050002
(021)20361173 gongsw@nesc.cn

研究助理: 顾一弘

执业证书编号: S0550115100012
(021)20361163 guyh@nesc.cn

研究助理: 孙树明

执业证书编号: S0550115120052
sunsm@nesc.cn

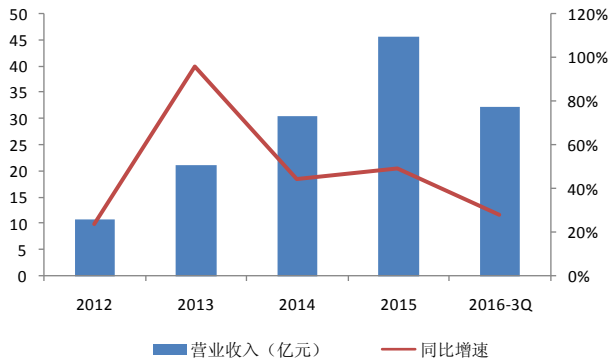
目 录

1. 光伏逆变器龙头，业绩稳定增长.....	3
2. 逆变器收入稳定，海外市场持续扩张.....	3
3. 电站系统集成快速拓展.....	5
4. 储能产线投产，打造锂电储能龙头.....	6
5. 技术同源，进军新能源车电控业务.....	8
6. 盈利预测.....	8
7. 风险提示.....	8

1. 光伏逆变器龙头，业绩稳定增长

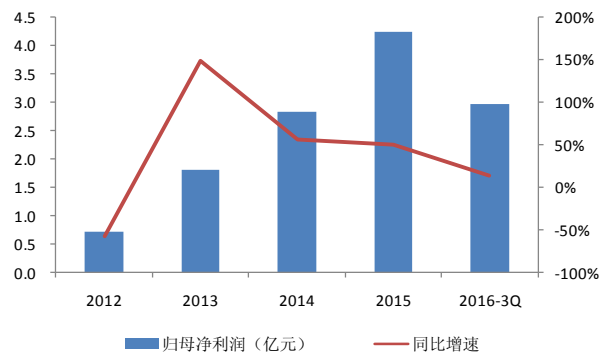
公司 2016 年前三季度实现营业收入 32.31 亿元，同比增长 27.93%，实现归母净利润 2.97 亿元，同比增长 13.70%。公司在光伏逆变器领域龙头地位稳固，同时开拓光伏电站系统集成业务，保障业绩的持续增长。目前公司在储能、新能源车电控等新的领域积极布局，有望形成新的业绩增长点。

图 1: 营收及同比增速 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

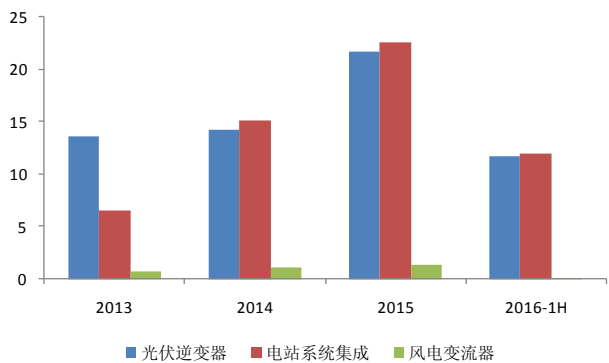
图 2: 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

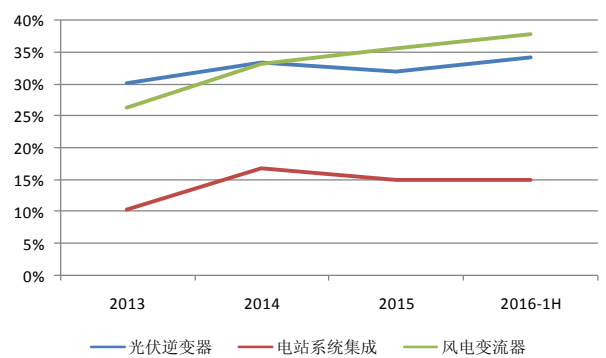
公司收入结构中，光伏逆变器与电站系统集成占据主导地位。从收入构成看，2016 年上半年公司光伏逆变器实现营收 11.69 亿元，同比增长 46%，电站系统集成业务实现营收 11.94 亿元，同比增长 28%。2016 年上半年公司光伏逆变器与电站系统集成毛利率分别为 34.26%和 14.86%，均维持稳定水平。

图 3: 分产品营收情况 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 分产品毛利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

2. 逆变器收入稳定，海外市场持续扩张

2016 年上半年公司光伏逆变器产量 5.93GW, 而 2015 年上半年公司光伏逆变器的产量为 1.98GW, 同比增长 199.5%。产量实现快速增长的主要原因是国内光伏行业在 2015 年下半年起持续回暖, 受 2016 年“630”电价下调的影响出现了规模庞大的抢装潮。2016 年上半年国内光伏新增并网装机超 22GW, 达到行业景气度的高

点。抢装潮过后第三季度光伏装机量大幅萎缩，但 8 个领跑者计划总计 5.5GW 的招标已经完成，项目将陆续建设开工；10 月份国家能源局、国务院扶贫办两部委联合下发《关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》，扶贫项目规模总计 5.16GW，扶贫光伏项目的建设也将对光伏产品形成稳定需求，叠加四季度是光伏传统装机旺季，预计四季度的光伏装机量将较三季度环比出现较大提升。

2016 年四季度光伏行业回暖，预计公司四季度逆变器的出货将实现环比增长。在公司上半年逆变器收入较高的基数上，2016 年全年逆变器业务的收入能够实现同比稳定增长。

电价下调缓和，光伏行业稳定发展

从最新的光伏电价下调情况来看，最终电价下调幅度与征求意见稿相比有所缓和。从政策层面考虑，行业的稳定发展及成本下降是重点，实现平价上网是最终目的。过快下调电价会打乱行业发展与技术进步的节奏，加剧行业波动。缓和的电价调整显示了政策层面对于光伏产业稳定发展的意图，给光伏产业的成本下降与技术进步留出足够的空间。

表 1: 光伏上网标杆电价调整 (2017 年)

	现行电价	征求意见稿	网传第二版	最终版	最终下调幅度
I 类地区	0.8	0.55	0.6	0.65	18.75%
II 类地区	0.88	0.65	0.7	0.75	14.77%
III 类地区	0.98	0.75	0.8	0.85	13.27%

数据来源：东北证券，发改委

光伏“十三五”规划中给出的装机指引是到 2020 年实现 110GW 的装机规模，但我们认为这仅仅是从政策层面给出的装机底数，国家对于可再生能源的态度是维持稳定发展，因此预计十三五期间光伏每年的装机规模将维持在 20GW 左右的稳定水平，行业稳定有序的发展才能加快光伏平价上网的进程。

从短期而言，2017 年下半年的电价下调必然又将给行业带来一轮抢装潮，2017 年上半年的光伏装机规模将维持在较高水平。新的光伏电价调整幅度较为缓和，而由于 2016 年下半年组件价格的大幅下降带来了光伏电站建设成本的降低，在新的电价下光伏电站仍然具有较高的收益率，同时由于能源局在指标方面进行了安排，预计明年光伏装机节奏相对平稳，不会出现下半年断崖式下跌的情况。

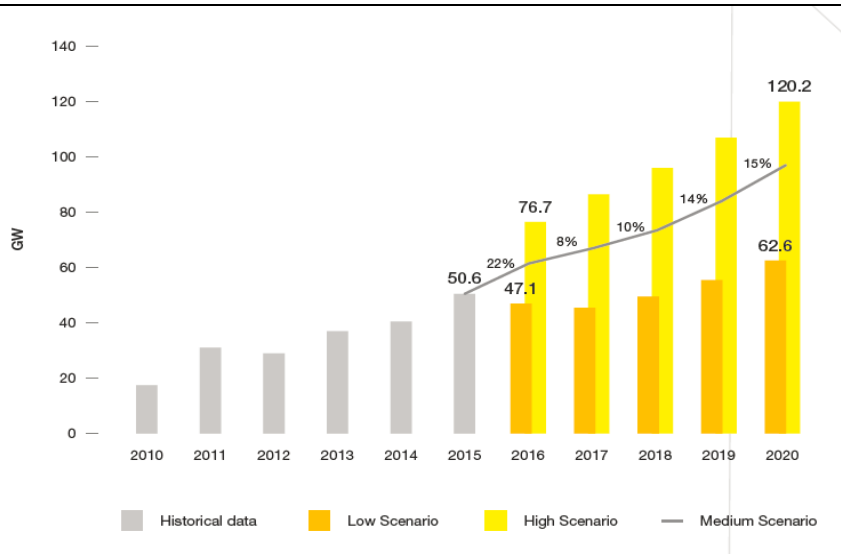
国内市场趋于稳定，着力拓展海外市场

光伏逆变器行业的产业集中度较高，公司作为逆变器龙头在国内的市场占有率在 30% 以上。目前集中式逆变器价格已经降至 0.2 元/W 左右，在价格持续下降和账期较长的影响下，不少中小厂商已经退出竞争行列。公司 2016 上半年的逆变器产品毛利率为 34.26%，同比上升 2.83 个百分点，行业的竞争格局已经趋于稳定。预计未来国内的光伏逆变器市场格局将维持稳定，价格继续下降的空间有限。

全球的光伏装机尚处于稳定发展的过程之中。2015 年全球光伏需求达到 51GW，亚洲、美洲、大洋洲甚至是非洲等新兴市场的活力仍将继续释放。预计在 2016-2020 年间，全球光伏年新增装机容量能够保持 50GW 以上并稳定增长，随着成本的继续

下降和转化效率的提升，光伏平价将逐步在各个地区实现，行业需求有望再度加速。

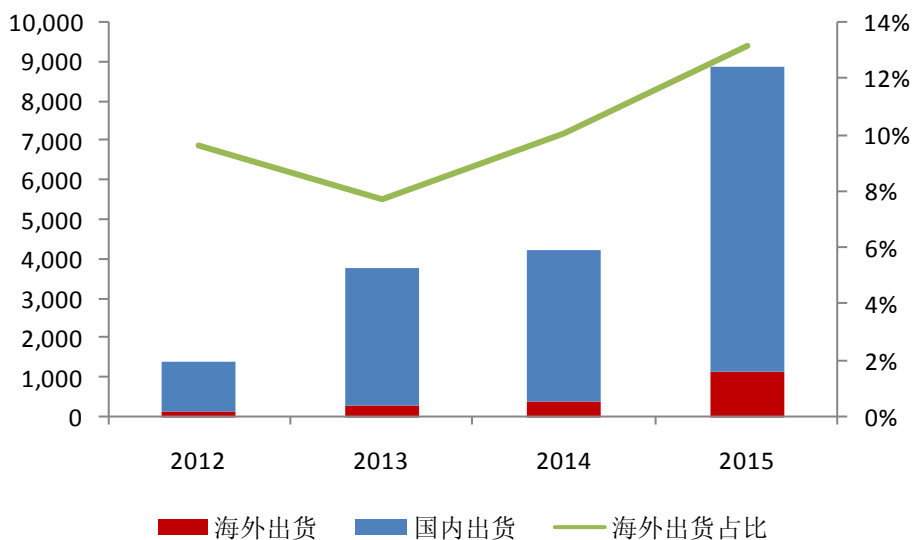
图 5: 全球光伏年度安装量预测 (GW)



数据来源: 东北证券, EPIA

在国内光伏装机趋于稳定的情况下，公司积极开拓光伏逆变器的海外业务，海外业务收入快速增长。2015 年公司实现海外逆变器出货量 1.18GW，同比增长 175.64%。未来公司将不断加强在海外的布局，预计海外逆变器业务将维持高增长。

图 6: 公司国内外逆变器出货量 (MW)



数据来源: 东北证券, 公司公告

3. 电站系统集成快速拓展

公司于 2012 年开始布局光伏电站系统集成，利用在行业内的品牌优势延伸产业链。2014 年公司电站系统集成实现收入 15.2 亿元，同比增长 229.56%，超越光伏逆变器成为了公司最大的收入来源。公司在系统集成方向布局清晰，未来系统集成

业务将维持高增速，成为公司新的业绩支撑。

2016 上半年公司系统集成收入 11.94 亿元，同比增长 28%。预计公司部分在上半年实现并网的电站将于下半年进行交付，下半年电站集成业务将现高增长。根据公司电站业务开展情况，全年有望实现 500MW 左右系统集成业务规模。

定增募资完成，奠定扩张基础

公司在 2015 年的定增预案中拟募资不超过 33 亿元用于逆变器扩产，电站建设及新能源电控项目，最终 2016 年 7 月公司完成本次定增，实现募资 26 亿元。电站系统集成对于前期垫付资金以及资金的周转要求较高，本次定增完成后公司现金资产充裕，为后续系统集成业务的扩张奠定良好的基础。

表 2: 定增募投预案

项目名称	项目投资总额 (亿元)	项目规划
5GW 光伏逆变器	5	高性能光伏逆变器，建设期两年
220MW 光伏电站	20.9	持有电站，平衡盈利结构，积极参与电改
新能源汽车电机控制	1.6	年产 10 万台新能源汽车电机控制产品的产能，建设期两年
补充流动资金	5.5	补充营运资金

数据来源：东北证券，公司公告

中东部地区电价下调幅度较小，同时由于靠近用电负荷中心，电站弃光限电现象较少，国内光伏新增装机将不断向中东部地区倾斜。公司电站项目主要位于安徽当地，凭借已有的电站建设项目积累以及在当地的资源优势，预计公司的电站系统集成业务能够长期维持稳定增长。

公司于 2016 年 9 月 5 日与安徽省铁路发展基金以及安徽省高新技术产业投资签订发起新能源产业基金的合作协议，基金规模暂定为 100 亿元，建设规模预计为 1-1.5GW，利用合作方的资源有助于公司获取电站项目资源和降低融资成本，为系统集成业务的拓展做好充足储备。

进入电站运营领域

2016 上半年公司电站并网项目中肥东梁园 100MW 与山西大同 50MW 项目列入了持有运营，在现金流较为充裕的情况下，公司也将会逐步扩张电站持有运营的规模，带来稳定的电费收入。

4. 储能产线投产，打造锂电储能龙头

公司与三星 SDI 于 2014 年 11 月签订合同，在合肥建立两家合资公司“三星阳光”与“阳光三星”，携手开展电力用储能系统相关产品的研制、生产和销售。三星良好的品牌效应有助于合资公司的储能产品打开市场，公司将会充分发挥自身在逆变器市场的优势和电站集成的积累，结合先进的锂电技术，对储能市场进行布局 and 开拓，致力于成为全球领先的储能产品及系统解决方案供应商。

表 3: 合资公司情况

公司名称	投资总额	股权比例	业务方向
三星阳光	2.6 亿	SDI65%，阳光电源 35%	锂离子储能电池包的开发、生产、销售和分销
阳光三星	1.2 亿	阳光电源 65%，SDI35%	变流系统和一体化系统的开发、生产、销售和分销

数据来源：东北证券，公司公告

2016 年 7 月 8 日，阳光三星电力储能设备产线首期实现投产，采用三星的三元锂电路线，国内和海外市场共同开拓。目前公司储能系统的建造成本在 2-3 元/Wh，全生命周期的度电成本在 0.7-0.8 元/度左右，对于海外一些电价较高地区，接入储能系统已经能够实现经济性。海外储能市场相对成熟，受益于合作双方的技术优势和资源积累，公司锂电储能产品有望快速开拓。

国内新能源电站大规模建设之后弃电严重，配置储能系统能够有效增加新能源电站的利用小时数；电改放开下游园区配售电，园区配置储能能够为客户提供优化的用电解决方案；发电端利用储能调频，可以减少机组的出力变化，储能在发输配用电各个环节的应用空间广阔。目前国内的储能项目正由示范期向商业化应用拓展中，公司在国内的储能业务处于开拓期，在真正实现商业化应用后储能将成为公司最大的业绩增长亮点。

表 4: 公司签订储能项目合作协议

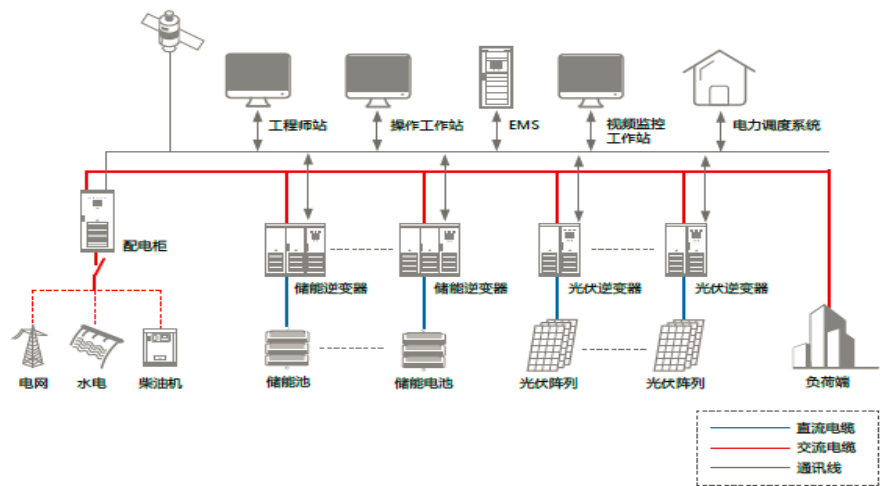
时间	合作对象	主要内容
2016.4.7	山西国科节能	合作建设“储能技术在发电厂调频应用”示范项目，规划储能容量不低于 20MW/80MWh，共同建设“基于储能技术的微网和离网”示范项目，规划光伏装机容量不低于 100MW，储能容量不低于 20MW/40MWh。
2016.4.13	江苏天合储能	合作完成 50MW/100MWh 储能电站的开发和建设

数据来源：东北证券，公司公告

储能逆变器与储能系统解决方案成熟

公司在储能设备方面已经布局十多年，是拥有成熟储能逆变器产品和储能系统解决方案的供应商。目前公司的储能逆变器已经成功应用于全球 100 多个项目，开发了集中存储、分散存储、大型微电网、小型微电网、电力系统调频等一系列储能解决方案。借助公司储能系统解决方案的优势，公司与三星合作的储能电池能够与系统解决方案实现联动，推动公司储能业务的全面发展。

图 7: 公司储能系统解决方案



数据来源：公司网站、东北证券

5. 技术同源，进军新能源车电控业务

公司从 2011 年进军电动汽车产业，成立电动车辆事业部。自电机控制系统推出以来，已先后成功应用于合肥、大连、六安等多个城市电动公交。公司产品在短期内主要定位于市场较为稳定的电动大巴，后续再向其余新能源车型扩展。

合肥市为全国首批新能源汽车推广应用城市，新能源汽车推广领先全国。公司首先将市场定位于本省较为稳定的市场，保证了产品销售的稳定增长。公司已经是安凯客车电动大巴电控的第一大供应商。新能源车在未来将维持高速增长，随着公司市场的开拓和产品线的扩展，电控业务将创造公司新的利润增长点。

6. 盈利预测

预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.44、0.53 和 0.64 元，对应当前股价下的 PE 分别为 22.31、18.25 和 15.19 倍，公司光伏逆变器与电站系统集成业务稳定发展，储能及电控板块将现高增长，给予公司“增持”评级。

7. 风险提示

光伏新增装机不及预期；储能成本下降及市场开拓不及预期