

CSIQ.US 阿特斯太阳能

未评级

一季度出货量和收入略超预期

2016年5月13日

市场数据

报告日期	2016.05.13
收盘价(美元)	16.91
总股本(百万股)	55.9
总市值(百万美元)	945.3
净资产(百万美元)	907.7
总资产(百万美元)	4,801
每股净资产(美元)	15.91

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万美元)	1,295	1,654	2,961	3,468
同比增长(%)	-31.81	27.77	78.96	17.12
净利润(百万美元)	-191	21	220	184
同比增长(%)	-115.26	116.20	656.50	-28.24
毛利率(%)	6.98	16.66	19.62	16.63
净利润率(%)	-15.07	2.75	8.24	5.00
净资产收益率(%)	-51.65	9.29	43.26	22.38
每股收益(美元)	-4.53	0.68	4.40	3.08

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

业绩点评_20160311

海外新能源研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

投资要点

- **组件出货量和收入略超预期, 但同比环比均下降。**公司一季度光伏组件出货量为1,198MW, 其中1,172MW为向外出货将计入收入。出货量略高于此前管理层指引的出货量范围(1,085MW-1,135MW), 但同比增长14%(2015Q1: 1,027MW), 环比下降16%(2015Q4: 1,398MW)。公司一季度收入达到721.4百万美元, 同样略超管理层指引的645-695百万美元收入范围, 但同比下降了16%(2015Q1: 860.9百万美元), 环比下降36%(2015Q4: 1,120.3百万美元)。
- **全年收入指引提升。**由于公司预计2016年下半年将会出售更多太阳能电站, 公司将全年收入指引从29-31亿美元提升至30-32亿美元。
- **公司拥有丰富的电站路条资源。**公司目前拥有共13.5GW光伏电站路条, 其中2.1GW处于后期开发阶段, 而11.4GW处于中前期开发阶段。处于后期开发阶段的2.1GW光伏电站一旦建成并网后其出售价值和毛利预计分别超过45亿美元和8.5亿美元。
- **产能扩张进行时。**公司正在积极扩张组件产能, 预计2016年底硅片、电池片和组件产能分别达到1GW、3.9GW和6.43GW(2015年底: 0.4GW、2.7GW和4.33GW)。公司将在6月前将硅片产能扩张至4.63GW, 而其他产能扩张将在下半年陆续完成。
- **我们的观点:**阿特斯太阳能是全球领先的光伏组件制造商和电站开发商之一, 公司目前在积极扩充组件产能以满足下游旺盛需求, 以及积极开发建设光伏电站并尝试出售获取收入。但我们同时注意到行业竞争对手几乎全部都在积极扩张组件产能, 这引起我们关于下半年以及2017年组件等光伏产能过剩的忧虑。同时, 公司拥有大量丰富的已建成、在建和在开发的电站资源, 这些电站资源在全球均衡分布, 可有效降低区域性限电或其他运营风险, 是公司相比行业可比上市公司的核心优势之一。我们建议投资者积极关注公司的产能扩张进度以及电站出售进度。
- **风险提示:**产能扩张过度, 竞争激烈导致产品价格下跌; 电站出售和建设进度低于预期。

报告正文

2016 年一季度业绩点评

- **组件出货量和收入略超预期，但同比环比均下降。** 公司一季度光伏组件出货量为 1,198MW，其中 1,172MW 为向外出货将计入收入。出货量略高于此前管理层指引的出货量范围 (1,085MW-1,135MW)，但同比增长 14% (2015Q1: 1,027MW)，环比下降 16% (2015Q4: 1,398MW)。公司一季度收入达到 721.4 百万美元，同样略超管理层指引的 645-695 百万美元收入范围，但同比下降了 16% (2015Q1: 860.9 百万美元)，环比下降 36% (2015Q4: 1,120.3 百万美元)。一季度归属股东净利润 22.9 百万美元，每股摊薄收益 0.39 美元 (2015Q1: 61.3 百万美元, 1.05 美元; 2015Q4: 62.3 百万美元, 1.05 美元)。
- **全年收入指引提升。** 由于公司预计 2016 年下半年将会出售更多太阳能电站，公司将全年收入指引从 29-31 亿美元提升至 30-32 亿美元。公司拥有的在运光伏电站装机容量从 2015 年底的 398.1MW 提升至一季度末的 437.5MW，新增的 39.4MW 来自于公司在英国的 6 个新建电站。具体而言，公司的在运电站分布如下：加拿大 100.1MW、英国 102.7MW、日本 21.2MW、中国 196.2MW、美国 12.5MW 以及西班牙 4.8MW。2016 年一季度公司电站发电收入共 10.2 百万美元 (2015Q4: 13.6 百万美元)，而公司目前这些在运电站的出售价值约为 9.5 亿美元，一旦出售，毛利率将超过 20%。
- **公司拥有丰富的电站路条资源。** 公司目前拥有共 13.5GW 光伏电站路条，其中 2.1GW 处于后期开发阶段，而 11.4GW 处于中前期开发阶段。处于后期开发阶段的 2.1GW 光伏电站一旦建成并网后其出售价值和毛利预计分别超过 45 亿美元和 8.5 亿美元。具体而言，此 2.1GW 在建电站预计将于 2016-2018 年并网，其分布如下：美国 849MW、日本 600MW、巴西 384MW、中国 150MW、墨西哥 63MW 以及英国 36MW。另外，公司处于中前期开发阶段的 11.4GW 电站资源中有 3.4GW 是由美国 Recurrent Energy 开发，预计五年内可建成发电，并且符合美国 ITC 的税收优惠资格。
- **产能扩张进行时。** 自 2015 年下半年以来全球光伏市场快速发展，2015 年全年新增装机达到 59GW，中国新增装机 15.13GW，而且高景气维持到了 2016 年上半年。为了满足旺盛的下游需求，公司正在积极扩张组件产能。公司预计 2016 年底硅片、电池片和组件产能分别达到 1GW、3.9GW 和 6.43GW (2015 年底: 0.4GW、2.7GW 和 4.33GW)。公司将在 6 月前将硅片产能扩张至 4.63GW，而其他产能扩张将在下半年陆续完成。
- **公司更新了全年组件出货量和收入指引。** 公司预计 2016 年二季度组件出货量将处于 1.2-1.25GW 之间，其中约 30MW 将用于公司自有电站开发。预计二季度收入约 710-760 百万美元，毛利率在 15-17% 之间。全年公司预计组件出货量 5.4-5.5GW，其中约 5GW 将为向第三方出货计入收入。公司预计截至 2016 年底光伏装机容量将达到 1.1GW，其出售价值将达到 25 亿美元，毛利约为 3.65 亿美元。除此之外，公司预计 2016 年全年电站发电收入将处于

1.6-1.7 亿美元区间。

- **我们的观点:** 阿特斯太阳能是全球领先的光伏组件制造商和电站开发商之一, 公司目前在积极扩充组件产能以满足下游旺盛需求, 以及积极开发建设光伏电站并尝试出售获取收入。但我们同时注意到行业竞争对手几乎全部都在积极扩张组件产能, 这引起我们关于下半年以及 2017 年组件等光伏产能产能过剩的忧虑。同时, 公司拥有大量丰富的已建成、在建和在开发的电站资源, 这些电站资源在全球均衡分布, 可有效减低区域性限电或其他运营风险, 是公司相比行业可比上市公司的核心优势之一。我们建议投资者积极关注公司的产能扩张进度以及电站出售进度。
- **风险提示:** 产能扩张过度, 竞争激烈导致产品价格下跌; 电站出售和建设进度低于预期。

图表 1: 阿特斯太阳能 2016 年一季度主要财务指标变动情况

单位: 美元, 千	当季度			变动		点评	
	2016.3.31	2015.12.31	2015.1.31	QoQ	YoY		
收入	721,422	1,120,278	860,891	-35.6%	-16.2%	组件出货量提升, 但产品价格下降	
成本	608,951	919,826	707,930	-33.8%	-14.0%		
毛利	112,471	200,452	152,961	-43.9%	-26.5%	产品价格下降, 毛利降低; 解决方案业务毛利贡献减少	
毛利率	15.6%	17.9%	17.8%				
经营费用							
销售费用	(34,790)	(39,384)	(40,839)	-11.7%	-14.8%		销售费用同比增加
管理费用	(34,800)	(50,966)	(29,533)	-31.7%	17.8%		员工成本增加, 管理费用增加
研发费用	(4,505)	(4,818)	(3,867)	-6.5%	16.5%	将积极采用新技术	
总经营费用	(74,095)	(95,168)	(74,239)	-22.1%	-0.2%		
经营利润	38,376	105,284	78,722	-63.6%	-51.3%	公司电站数目增多, 借款数目增多	
外汇损失	8,511	11,289	(1,034)				
利息费用	(16,130)	(17,065)	(11,201)	-5.5%	44.0%		
利息收入	3,386	4,209	4,315	-19.6%	-21.5%		
衍生品公允价值变动	2,664	(9,391)	7,877				
投资收入	88		2,342				
回购CB收益/亏损	1,909						
其他收入			389				
税前利润	38,804	94,326	81,410	-58.9%	-52.3%		
税收	(12,253)	(30,985)	(19,706)				
其他	(2,762)	(1,012)	72				
净利润	23,789	62,329	61,776	-61.8%	-61.5%	出售电站数目增多	
少数股东利润	1,205	12	447				
归属母公司净利	22,584	62,317	61,329	-63.8%	-63.2%		
每股净利							
基本	0.4	1.11	1.11	-64.0%	-64.0%		
摊薄	0.39	1.05	1.04	-62.9%	-62.5%		

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

丁先树 18688759155 dingxs@xyzq.com.hk

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。