

建议申购区间：33.00-36.00 元

电力设备行业

新股申购策略报告

第一创业研究所

何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

## 阳光电源（300274）

### ——国内市场弥补欧洲市场

#### 发行数据

发行股本（万股） 4480  
发行后总股本（万股） 17920

#### 资产负债表摘要(06/11)

股东权益（百万元） 428.51  
每股净资产（元） 3.19  
资产负债率 54.1%

#### 公司与沪深300指数比较

#### 相关报告

#### 摘要:

- **光伏逆变龙头企业。**公司是我国光伏逆变龙头企业，2010年数据看，光伏逆变器的收入和毛利比重均超过80%，是公司目前的核心业务。公司董事长曹仁贤先生是实际控制人，本次公司拟向社会公众公开发行4480万股，发行后总股本为17920万股。
- **欧洲光伏压力成为全球压力。**受到欧美经济危机的影响，三季度以来的光伏市场并没有出现预期中的显著改观。从市场结构看，欧洲市场是全球主要的区域。我们认为，短期看，欧美经济危机的影响仍决定行业弱势格局将延续。
- **国内市场崛起。**依照风电的经验，“十二五”期间规划的光伏10G的目标也有望超预期地实现。虽然国际环境处于低潮期，但国内市场的启动已经确立，国内市场有望持续超预期，对于国内市场为主的企业形成直接利好。
- **国内绝对领先地位。**从国内市场的竞争格局看，公司占有率超过40%，处于绝对领先地位。从市场结构看，公司2011年在国内业务的比重将达到80%，国内市场的高增长将有效弥补欧洲市场的下降。
- **综合优势决定的竞争力。**与国际企业相比，技术水平基本一致，而价格有30%左右的优势。与国内企业相比，综合技术水平处于绝对领先地位，虽然有10%~20%的溢价。
- **盈利能力的两个变化。**随着国内的北京科诺、南京冠业、科士达等国内企业的快速成长和国内市场的快速发展，价格竞争仍是短期市场的主旋律，但产品的高壁垒特征决定了持续的空间有限。我们选取的英威腾和汇川技术的毛利率水平，有所波动，但下降幅度不大，相对水平对阳光电源的毛利率下降幅度有利。
- **建议询价区间为33.00-36.00元。**按照我们的盈利预测，2011年、2012年和2013年的摊薄EPS分别为1.05元、1.52元和1.96元。其中，利息收入贡献EPS分别为0.04元、0.10元和0.08元。我们分别按照扣除利息收入后2011年和2012年40倍和30倍进行估值，对应的股价区间为40.00~43.00元。申购价格，按照目标价给予20%左右的折扣，对应的股价区间为33.00~36.00元。
- **风险因素。**（1）毛利率下降风险。（2）项目进程风险。

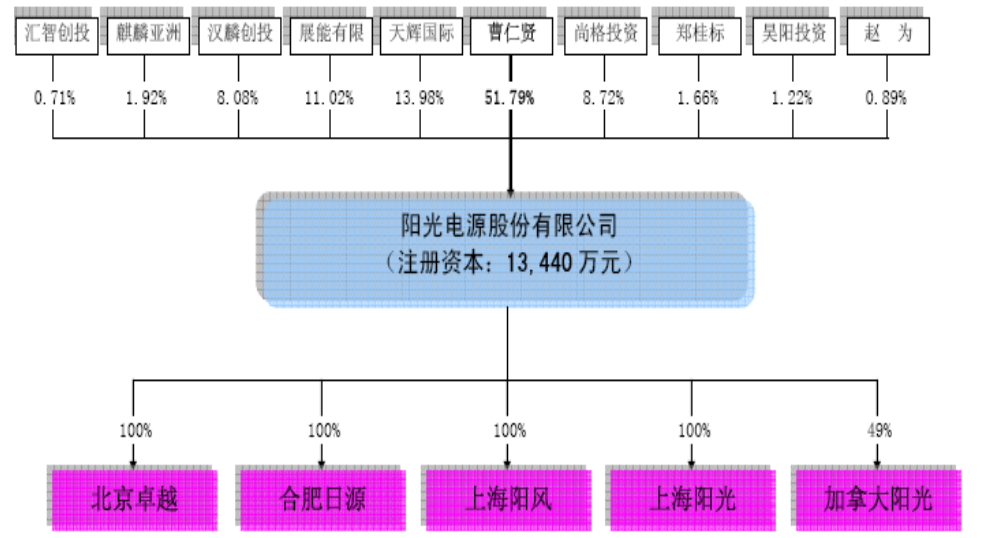


## 1、公司概况

### 1.1 公司股权结构

公司董事长曹仁贤先生是公司的创立者，也是实际控制人，发行前持股比例为 51.7%。同时，公司副总经理郑桂标先生、赵为先生以及高级管理持股为主的尚格投资也是公司大股东，公司激励较为充分。本次公司拟向社会公众公开发行 4480 万股，发行后总股本为 17920 万股。

图表 1 公司发行前股权结构对比图



数据来源：招股说明书 第一创业研究所

### 1.2 经营业务

公司是我国光伏光伏逆变器龙头企业，近年来，公司的业务增长驱动因素主要来自于光伏逆变器。2010 年数据看，光伏逆变器的收入和毛利比重均超过 80%，是公司目前的核心业务。

图表 2 2010 年收入和毛利结构一览表

	收入		毛利	
	金额 (万元)	比例	毛利率	毛利比例
光伏逆变器	55227	92.2%	50.7%	94.0%
风电变流器	4308	7.2%	37.8%	5.5%
合计	59883	100%	49.8%	100%

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所



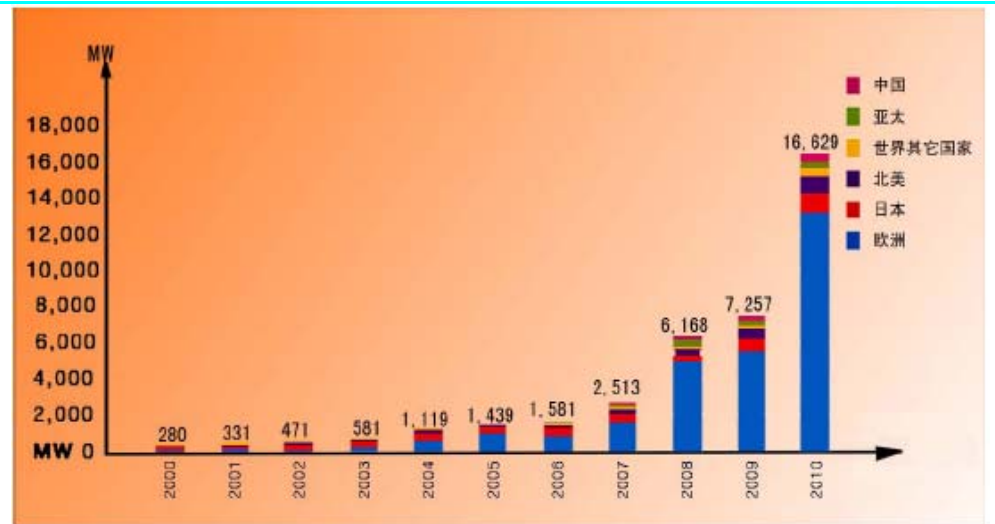
## 2、行业背景

### 2.1 欧洲光伏压力成为全球压力

受到欧美经济危机的影响，三季度以来的光伏市场并没有出现预期中的显著改观。依据我们草根调研的数据，7月份数据有所好转，8月份并没有延续，与我们原先预期的三季度显著好转有一定差异。

从市场结构看，欧洲市场是全球主要的区域。我们认为，短期看，欧美经济危机的影响仍决定行业弱势格局将延续。

图表3 全球年新增装机容量对比图



数据来源：招股说明书

### 2.2 国内市场崛起

我国的光伏产业政策主要包括“金太阳工程”、“特许权招标”和“上网标杆电价”三项政策。

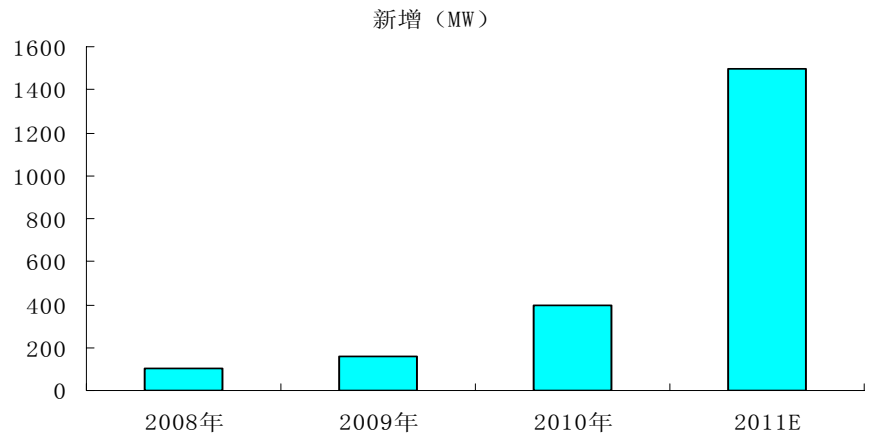
其中，7月24日，国家发展改革委发布的《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策的通知》对太阳能光伏发电项目的上网电价做了明确要求。

依照风电的经验，“十一五”期间的超过4000万千瓦的装机规模远超过最早规划的500万千瓦，因此，“十二五”期间规划的光伏10G的目标也有望超预期地实现。

我们认为，虽然国际环境处于低潮期，但国内市场的启动已经确立，国内市场有望持续超预期，对于国内市场为主的企业形成直接利好。



图表4 国内光伏年度新增容量对比图



数据来源：第一创业证券研究所

### 3、公司经营动态

#### 3.1 国内绝对领先地位

从国内市场的竞争格局看，公司占有率超过 40%，处于绝对领先地位。按照 SMA、Power One 等公司的经验看，区域性市场对区域性企业的拉动作用极为明显。我们认为，依照公司的市场地位，领先优势得到延续的概率很大。

从市场结构看，公司 2011 年在国内业务的比重将达到 80%，国内市场的高增长将有效弥补欧洲市场的下降。

图表5 2010年国内光伏逆变器市场结构图



数据来源：招股说明书



### 3.2 综合优势决定的竞争力

对于光伏逆变器的综合竞争能力，除了价格因素外，硬性指标主要包括转化效率、产品的安全性、可靠性和售后服务等指标。综合能力看，公司在技术水平上已经进入国际水平。同时，售后服务水平具备中国本土的优质服务意识。

如果简要概括，与国际企业相比，技术水平基本一致，而价格有 30%左右的优势。与国内企业相比，综合技术水平处于绝对领先地位，虽然有 10%~20%的溢价。

图表 6 公司系列指标水平一览表

指标	公司水平	行业地位
转化效率	MPPT 达到 98.7%	与 SMA 相当
安全性	通过低压穿越及欧洲系列认证	国内领先、国际水平
可靠性	故障率小于 1%	国际水平
售后服务	技术支持能力强	优秀

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所

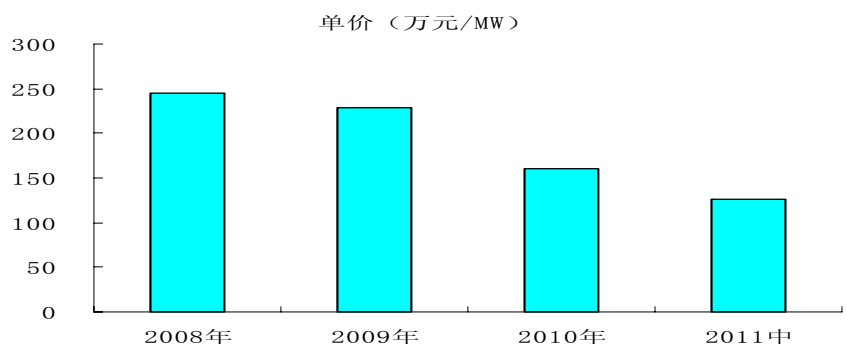
### 3.3 盈利能力的两个变化

#### 变化一：产品单价下降趋势

2008 年以来，产品单价持续下降。有两个方面的原因：一方面，国内比重和国内产品的大功率特点使得单价下降；另一方面，竞争日趋激烈导致价格竞争。

我们认为，随着国内的北京科诺、南京冠业、科士达等国内企业的快速成长和国内市场的快速发展，将有更多的新进入者，价格竞争仍是短期市场的主旋律，但产品的高壁垒特征决定了持续的空间有限。

图表 7 产品单价年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

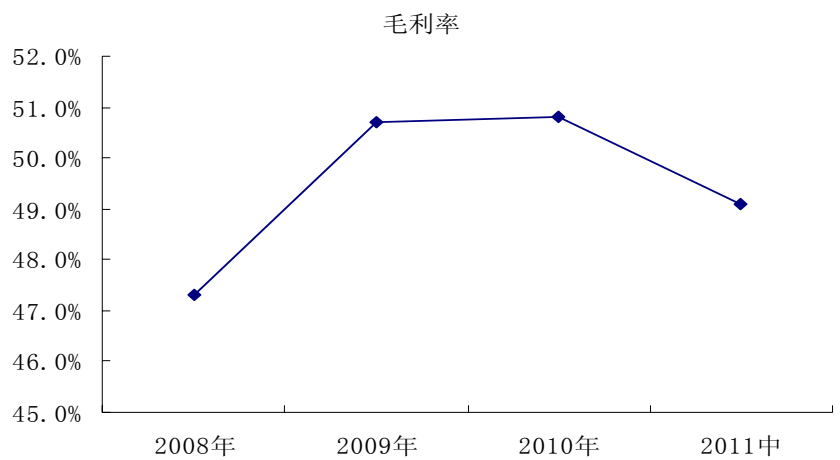


### 变化二：毛利率稳中有降

从公司光伏逆变器的毛利率水平看，2011 年中期呈现明显的下降。我们认为，从技术难度和竞争格局看，光伏逆变可以与低压变频媲美。

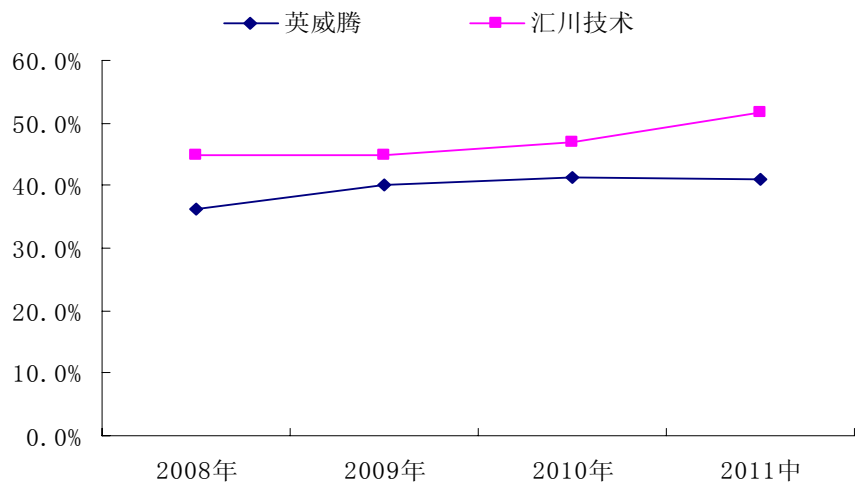
我们选取的英威腾和汇川技术的毛利率水平，有所波动，但下降幅度不大。绝对值看，英威腾一直在 40% 以上，而汇川技术一直位于 45% 以上。虽然不同公司的绝对值不具备完全可比性，但有参考意义。而且，相对水平对阳光电源的毛利率下降幅度有利。

图表 8 光伏逆变毛利率变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

图表 9 英威腾、汇川技术低压变频毛利率变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



## 4、募投项目分析

公司本次发行 4480 万股，总投资 32635 万元，主要包括 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目和研发中心建设。

按照我们预测，如果按照最保守的 30 元的发行价测算，募集资金超过 13 亿元，预计超募资金达到 10 亿以上。

图表 10 公司募集投向一览表

序号	项目名称	建设期	募集资金使用计划（万元）		
			第一年	第二年	合计
1	年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目	24 个月	10,649.48	9,735.52	20,385.00
2	研发中心建设项目	18 个月	5,827.53	3,137.90	8,965.43
3	全球营销及服务平台建设	12 个月	3,285.00	-	3,285.00
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-
合计		-	19,762.01	12,873.42	32,635.43

数据来源：招股说明书 第一创业研究所

## 5、建议询价区间为 33.00-36.00 元

按照我们的盈利预测，2011 年、2012 年和 2013 年的摊薄 EPS 分别为 1.05 元、1.52 元和 1.96 元。其中，利息收入贡献 EPS 分别为 0.04 元、0.10 元和 0.08 元。

我们分别按照扣除利息收入后 2011 年和 2012 年 40 倍和 30 倍进行估值，对应的股价区间为 40.00~43.00 元。申购价格，按照目标价给予 20%左右的折扣，对应的股价区间为 33.00~36.00 元。

图表 11 收入成本预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、光伏逆变				
收入(万元)	55227	72000	101700	135000
数量 (MW)	343.0	600.0	900.0	1350.0



单价(万元/MW)	161	120	113	100
毛利(万元)	28000	34560	46782	60750
毛利率	50.7%	48.0%	46.0%	45.0%
<b>二、风能变流</b>				
收入(万元)	4308	9425	10800	12960
数量(MW)	121	250	300	360
单价(万元/MW)	35.6	37.7	36.0	36.0
毛利(万元)	1628	2828	3240	3888
毛利率	37.8%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>三、其他</b>				
收入(万元)	349	384	422	465
增长率	-83.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	175	192	211	232
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>四、合计</b>				
收入(万元)	59883	81809	112922	148425
增长率	232.2%	36.6%	38.0%	31.4%
毛利(万元)	29803	37579	50233	64870
毛利率	49.8%	45.9%	44.5%	43.7%

数据来源：第一创业证券研究所

图表 12 盈利预测表

万	2010年	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业利润</b>				
<b>营业收入</b>	59883	81809	112922	148425
减：营业成本	30049	44229	62689	83554
减：营业税金及附加	40	54	75	99
减：营业费用	5409	7363	9598	11874
减：管理费用	7928	9514	11417	13700
减：财务费用	258	-700	-2000	-1500
减：资产减值损失	735	1004	1386	1822
加：投资收益		-210	-105	0
<b>营业利润</b>	15464	20134	29652	38876
<b>二、利润总额</b>				
加：营业外收支	1763	1851	1944	2041
<b>利润总额</b>	17227	21985	31596	40917
<b>三、净利润</b>				
减：所得税	2424	3093	4446	5757
<b>净利润</b>	14803	18892	27150	35160
<b>四、归属母公司净利</b>				



减：少数股东损益				
归属母公司净利润	14803	18892	27150	35160
总股本（万）				17920
EPS(元)	0.83	1.05	1.52	1.96

数据来源：第一创业证券研究所

## 6、风险因素

**(1) 毛利率下降风险。**由于产品的毛利率达到 50%，存在竞争者低价策略导致的毛利率风险。**(2) 项目进程风险。**公司的新项目建设受到多重因素影响，进度存在一定不确定性。

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120