

公司研究

新股研究

建议询价区间： 24.12- 27.84 元

光伏逆变器龙头，技术国内领先

——阳光电源(300274)新股研究

核心观点

申购建议：公司合理股价为 26.8 ~ 30.93 元。考虑到限售期的影响，建议按 10% 的折扣价申购，**建议申购价为 24.12 ~ 27.84 元。**

主要依据：

国内光伏逆变器龙头，市场占有率遥遥领先。公司是国内最早涉足太阳能光伏逆变器领域的公司之一，是国内最大的光伏逆变器生产企业，自 2008 年起公司光伏逆变器产品连续三年国内市场占有率第一。公司在国内光伏逆变器市场竞争中处于明显的优势地位，2010 年，公司国内市场占有率为 42.8%，综合竞争力明显领先于其它竞争者。

全面进入可再生能源发电行业，光伏风能双管齐下。公司成功进入风能变流器领域，成为国内拥有自主知识产权的风能变流器生产企业之一，且公司风能变流器产品已逐步具备了与进口产品竞争的的实力。2011 年上半年，公司光伏逆变器业务和风电变流器业务的收入占比分别为 87.63% 和 10.90%，未来公司还将加大风电变流器业务的投入力度，提升该业务的比重。

光伏产业快速发展，公司成长空间巨大。尽管受欧债危机影响，今年欧洲光伏市场增速放缓，但由于美国、日本以及亚洲等新兴光伏市场的发展潜力巨大，预计未来几年全球光伏市场仍将保持较快增速。光伏逆变器市场容量将伴随着光伏装机规模的增长而提升，据权威机构 IMSResearch 预测，到 2014 年全球光伏逆变器市场将达到 85 亿美元，年复合增长率接近 25%。

产品结构合理，高毛利支撑公司盈利能力。公司的主要竞争对手是 SMA 等国外知名企业。相对竞争对手，公司成本优势明显，并通过调整公司产品结构，提高大功率产品所占比重，使得 2008 年以来公司始终保持了 45% 以上的高毛利率，毛利率水平高于 SMA 公司 8 个百分点以上。

产品性能优越，技术国内领先。公司产品性能优越，大型光伏逆变器产品的转换率指标达到了 98.5%、最大功率跟踪 (MPPT) 效率达到了 99.9%，领先于国内其他竞争者，甚至超过了一些国际品牌，目前国内 80% 以上的示范项目都运用了公司的产品。不仅如此，公司还是国内首家通过光伏低电压穿越测试的逆变器生产企业。2010 年，在国际权威专业杂志《Photon》的评测中，公司的 4 千瓦逆变器获得“A”级，是当

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	599	815	1190	1807
同比增速(%)	232.17%	36.06%	46.04%	51.82%
净利润(百万)	148	174	226	318
同比增速(%)	320.37%	17.40%	29.94%	40.94%
EPS(元)	0.83	0.97	1.26	1.78

基础数据

总股本(万股)	13440.00
流通A股(万股)	4480.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	8.55
每股净资产(元)	2.92
建议询价区间(元)	24.12-27.84

研究员: 肖世俊

电话: 010- 84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 袁放

电话: 010- 84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

时唯一获得该项荣誉的境内企业。

资质认证完备,市场广阔。光伏逆变器市场具有较高的资质壁垒,在全球主要的市场中均有强制认证的要求。公司是行业内为数不多的拥有较为完备资质和认证的企业之一,已经通过了中国、德国、美国、意大利、澳大利亚等多项权威认证,符合全球多个国家的准入标准;公司的全功率风能变流器产品也已通过国际权威检测机构测试,成为国内首个通过欧盟认证的风能变流器产品,取得了进军欧洲乃至全球市场的通行证。

提高逆变器产能,打通国际销售渠道。公司计划发行 4,480 万股,占发行后总股本的 25%,预计募集资金 3.26 亿元,分别用于“年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器”项目,研发中心建设项目以及全球销售与服务平台建设项目,三个项目的建设期均为 2 年。

“年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器”项目达产将使公司光伏逆变器的产能能够满足全球光伏市场快速增长的需求;与此同时,研发中心建设项目以及全球销售与服务平台建设项目建成也将保证公司产品技术优势,打通公司全球销售渠道,推动公司成为全球重要的光伏逆变器供应商

盈利预测及估值:预计公司 2011-13 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 48.91% 和 35.33%,预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.97 元、1.26 元、1.78 元。参照同类可比公司的估值水平,给予公司 2011 年 26-30 倍的动态估值较为合理,合理股价为 26.8~30.93 元。

风险提示:产业政策风险,竞争者进入风险,光伏产业增速低于预期风险。

附录 1: 主营产品结构表

产品	项目	2010A	2011E	2012E	2013E
太阳能光伏逆变器	营业收入	551	754	1109	1697
	YOY%		37.00%	47.00%	53.00%
	营业成本	271	409	652	1044
	毛利率	50.81%	45.80%	41.20%	38.50%
风能变流器	营业收入	43	55	74	102
	YOY%		27.00%	35.00%	37.50%
	营业成本	27	41	59	83
	毛利率	37.63%	25.30%	20.20%	18.50%
电力电源	营业收入	4	5	6	7
	YOY%		15.00%	27.00%	16.30%
	营业成本	2	3	3	4
	毛利率	43.98%	41.98%	43.98%	38.98%
总计	营业收入	598	814	1189	1806
	YOY%		36.12%	46.07%	51.85%
	营业成本	300	453	715	1131
	毛利率	49.81%	44.39%	39.90%	37.37%

资料来源: 公司报表、国都证券

附录 2: 可比公司估值情况

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
科士达	002518	25.40	0.69	0.91	1.28	42.3	27.9	19.8
许继电气	000400	22.93	0.39	0.70	0.93	62.0	32.5	24.6
科华恒盛	002335	19.70	1.19	0.73	0.94	18.5	28.0	27.9
京运通	601908	33.10	0.91	1.55	1.95	--	22.2	17.6
精功科技	002006	29.88	0.63	1.49	1.99	71.2	19.0	14.0
平均							25.9	20.8

资料来源: Wind、国都证券

附录3: 盈利预测表

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	599	815	1190	1807
营业收入	599	815	1190	1807
营业总成本	444	626	943	1452
营业成本	300	453	715	1131
营业税金及附加	0.4	0.5	0.8	1.2
销售费用	54	70	97	140
管理费用	79	95	124	173
财务费用	3	2	1	1
资产减值损失	7	5	5	6
其他经营收益				
公允价值变动净收				
益	0	0	0	0
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	155	189	247	355
加: 营业外收入	17.8	13.4	16.1	15.7
减: 营业外支出	0.1	0.2	0.2	0.1
利润总额	172	202	263	370
减: 所得税	24	28	37	52
净利润	148	174	226	318
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	148	174	226	318
每股收益	0.83	0.97	1.26	1.78

资料来源: 公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜琪	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产		吴昊	交通运输	wuhao@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com