

2011年12月19日

韩伟琪

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 40.00

公司基本资讯

产业别	光伏设备
A 股价(11/12/16)	33.40
深证成分指数(11/12/16)	9081.95
股价 12 个月高/低	36.63/31.32
总发行股数(百万)	179.20
A 股数(百万)	35.84
A 市值(亿元)	11.97
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	3.55
股价/帐面净值	9.41
	一个月 发行价
股价涨跌(%)	-1.59 -3.80

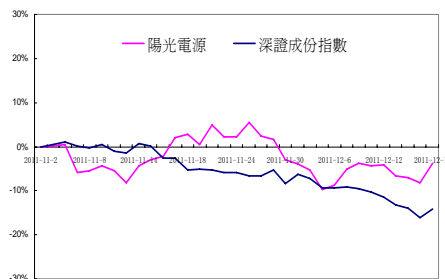
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

光伏逆变器	87.63%
风能变流器	10.90%
电力电源	1.47%

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ) 初次评级: Buy 买入

国内逆变器龙头, 将受益“十二五”太阳能规划

结论与建议:

公司系国内光伏逆变器龙头, 技术指标比肩国际一流水平, IPO 扩建产能的时机与国内光伏“十二五”规划同步启动, 同时有上海世博会、北京鸟巢等重大项目积累的宝贵经验, 未来业绩增长能够保障。

预计公司 2011、12 年 EPS 分别为 0.986 元和 1.373 元, YoY 分别增长 19.40% 和 39.17%。目前 2012 年 A 股 P/E 为 24 倍。鉴于中国光伏市场积极的规划前景, 初次评级, 我们给予公司买入的投资建议, 目标价为 A 股 40 元 (2012 年 30x)。

- **阳光电源是国内光伏逆变器市场龙头:** 光伏逆变器是公司主营业务之一, 占总营收的八成以上, 2010 年公司在国内光伏逆变器市占率达到 42.8%, 连续第三年位列第一。
- **“十二五”太阳能规划上调至 15GW:** 较此前“草案”再次上修 50%, 未来国内市场将达到年均 3GW 的需求, 带动国内逆变器市场的跃进。
- **预计公司 11-13 年光伏逆变器销量 CAGR 达到 60%:** 公司 IPO 投建 1GW 逆变器新产能, 预计 2012 年底产能规模达 1.5GW; 同时预期 2012 年产品销量将超过 1GW, “十二五”头三年 CAGR 达到 60%。
- **公司立足中国, 产品技术优势比肩国际一流:** 逆变器转化效率、MPPT 等指标领先于国内, 同时有上海世博会、鸟巢等重大项目积累的宝贵经验。未来中国市场的兴起将是公司最大的契机。
- 预计公司 2011、2012 年营收将分别达到 8.24 亿元和 12.36 亿元, YoY 分别增长 37.67% 和 49.92%; 实现净利润分别为 1.77 亿元和 2.46 亿元, YoY 分别增长 19.40% 和 39.17%; EPS 分别为 0.986 元和 1.373 元。目前 2012 年 A 股 P/E 为 24 倍。鉴于中国光伏市场积极的规划前景, 初次评级, 我们给予公司买入的投资建议, 目标价为 A 股 40 元 (2012 年 30x)。

..... 接续下页 .....

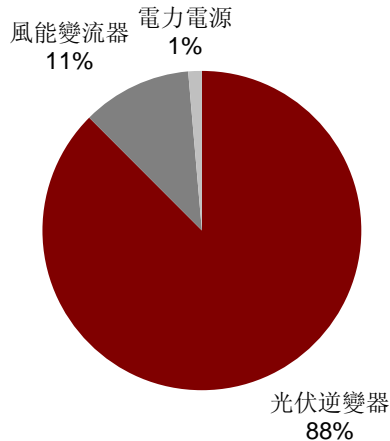
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	8	35	148	177	246
同比增减	%	N/A	328.99%	320.30%	19.40%	39.17%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.274	1.174	1.101	0.986	1.373
同比增减	%	N/A	328.99%	-6.18%	-10.45%	39.17%
A 股市盈率(P/E)	X	122.05	28.45	30.32	33.86	24.33
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.000	0.000	0.050	0.060
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.18%

### 营运分析

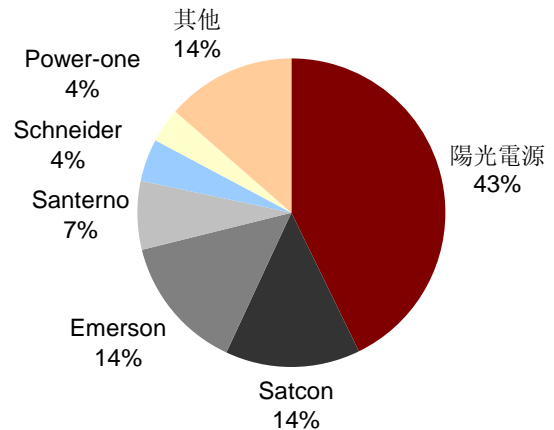
- 阳光电源是国内最大的光伏逆变器生产厂商。

公司主营光伏逆变器和风电变流器。以 2011 年中期报表看，光伏逆变器营业收入为 2.56 亿元，占总营收的 88%，上半年毛利率为 49.06%，为公司主要营收和利润来源。

图表一：2011H 公司营业收入构成



图表二：2010 年底国内光伏逆变器市场格局



资料来源：IPO 招股书，群益证券

资料来源：IPO 招股书，群益证券

公司 2010 年在国内光伏逆变器市场以 43% 的市占率雄踞第一。

根据国家能源局统计，2010 年中国国内新增光伏装机量为 400MW，而相应的光伏逆变器市场中，阳光电源市占率达到 42.8%，连续第三年雄踞第一。其余市场份额领先的厂家多为国际一线品牌，前 5 家企业合计的市占率达到 82.7%，行业集中度较高。

- “十二五”太阳能产业规划装机量目标上修至 15GW，光伏逆变器市场需求随之大增。

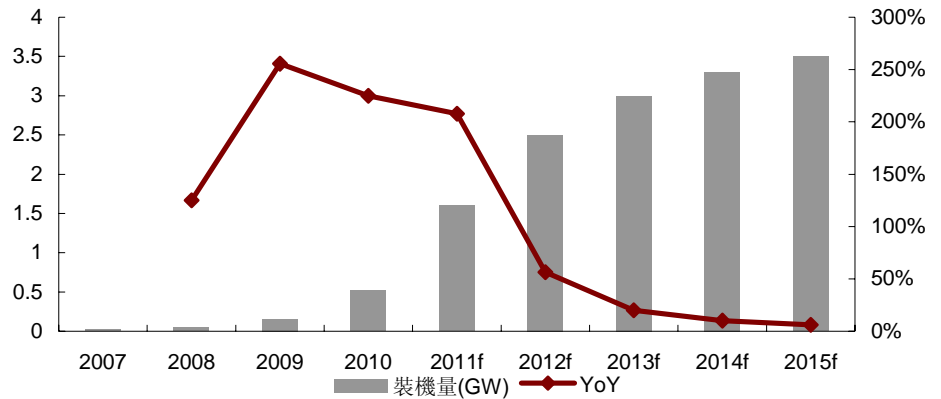
“十二五”太阳能装机规划再次上修，至 15GW。

国家能源局 12 月 15 日公布了我国可再生能源发展的“十二五”规划目标，其中太阳能发电装机量目标为 15GW，其中光伏装机量 14GW，光热 1GW，较此前一次预期上修了 50%。

这意味着未来四年，国内太阳能发电产业将有爆发式的增长。

2011 年中，国家出台了光伏上网电价收购标准，随即青海省颁布了预期 800MW 的装机规划，预计 2011 年全年，中国太阳能光伏装机量能够达到 1.5GW 以上，未来将上升至 3GW/年的水平。

图表三：中国光伏装机量预估



资料来源：EPIA，群益证券（2011/12）

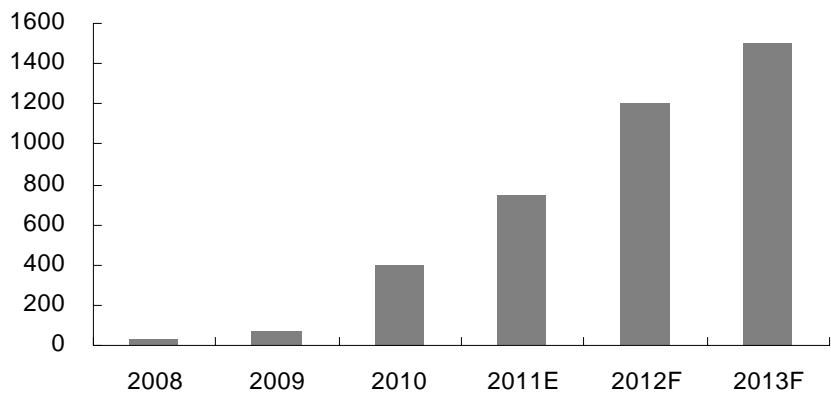
由于光伏终端要实现并网，需要将光伏系统产生的直流电转换成电网传输的交流电，所以光伏逆变器的市场需求与并网太阳能发电市场的扩大呈完全的正相关。

➤ **IPO 募投 1GW 光伏逆变器产能，抓住中国市场起步的时机**

公司募投扩建逆变器产能，2012 年底将达到 1.5GW。11-13 年产品销量 CAGR 达到 60%。

公司于 A 股市场 IPO 募资 3.26 亿元，其中 2 亿元将投向约 1GW 的光伏逆变器的产能扩张，预计 2012 年底即能完全达产，届时公司光伏逆变器产能将达到 1.5GW 左右。

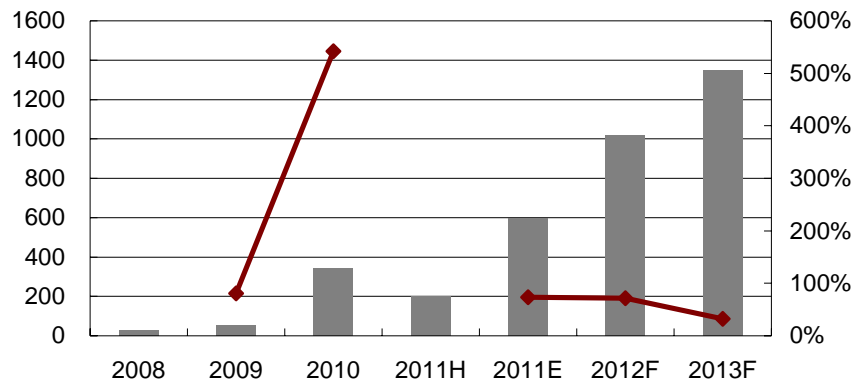
图表四：公司光伏逆变器产能扩张预期



资料来源：IPO 招股书，群益证券

鉴于国内 15GW 的太阳能“十二五”规划以及公司逐年释放的产能扩张，我们预计公司 2012、13 年的光伏逆变器产品销量分别将达到 1GW 和 1.4GW，3 年的 CAGR 达到 60%

图表五：公司光伏逆变器销量及 YoY (单位：MW)



资料来源：IPO 招股书，群益证券

### ➤ 公司逆变器产品拥有国际级的竞争力，同时具有价格、售后等优势

公司已参与国内多项重大光伏和风电项目，产品关键指标已达国际水平。配以新产品的推出和本土优势，公司在中国市场优势明显。

从全球市场来看，光伏逆变器呈现寡头垄断的格局，80%以上的市场份额由前15家企业瓜分，包括 SMA、Fronius、Power-one、KACO、西门子等。因为高端产品对于转换功率、转化效率和质量稳定性等方面拥有极高的要求。

公司在可再生能源领域已经经营了十多年，产品先后成功应用于上海世博会、北京奥运鸟巢、敦煌 20MW 特许权光伏电站、宁夏太阳山 30 兆瓦光伏电站、上海虹桥客运站、湘电风能项目、内蒙古通辽风场项目、青藏铁路、南疆铁路等众多重大的光伏和风力发电项目。

公司大型光伏逆变器产品的关键指标，如逆变效率指标达到了 98.5%、最大功率跟踪 (MPPT) 效率达到了 99.9%，在上述发电量与可利用率指标方面，公司已领先国内其他竞争者，甚至超过了一些国际品牌。

根据 11 年 12 月初的公告，公司将于 2012 年推出包括 1MW 光伏逆变器在内的一系列高端产品，进一步巩固公司在国内的优势地位。

技术方面能够与外资公司分庭抗礼的同时，公司产品较国际/进口产品有 10%~20% 的价格优势，同时在交货周期、营销以及售后服务等方面拥有本土优势，所以我们认为公司足以与外来力量抗衡。

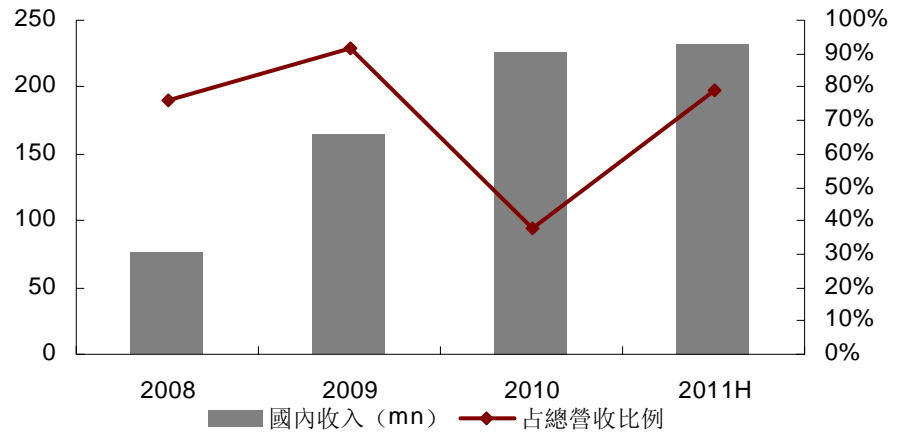
### ➤ 中国市场一直是公司征战的主要战场

中国市场一直是公司主要的战场，且 2008 年以来一直增长快速。

2010 年，由于意大利光伏市场的兴起，公司光伏逆变器出口销售收入实现 3.73 亿元人民币，占总营收的 62.25%，其中仅销往意大利的产品收入占比就达到 41.65%；而国内收入为 2.26 亿元，占比 37.75%。

而 2011 年上半年，公司产品于国内的销售收入已经达到 2.32 亿元，已超出 2010 年全年的水平（根据三季度报表推估的前三季度国内销售收入预计达到 5 亿元，全年有望接近 8 亿元），占同期营收的 79.28%，出口则下降到了 20% 左右的比例。

图表六：公司光伏逆变器境内销售收入及占比



资料来源：IPO 招股书，群益证券

国内市场的兴起足以冲抵欧洲市场疲弱对公司的负面影响。

从 08 年以来的分地区收入情况看，公司营运的重点仍是中国市场，同时对出口市场也有较高的把握度。由此可见公司在经营方面的灵活度。

而考虑公司在国内光伏逆变器市场的龙头地位和“十二五”的积极规划，国内销售收入未来快速增长的预期能够完全冲抵欧洲市场不景气对公司造成的负面影响。

➢ 后续行业竞争加剧将造成产品毛利率下降，未来业绩增长动力来自规模的提升

市场竞争加剧将导致光伏逆变器价格下跌，预计未来 2~3 年年均跌幅为 5%-10%左右。

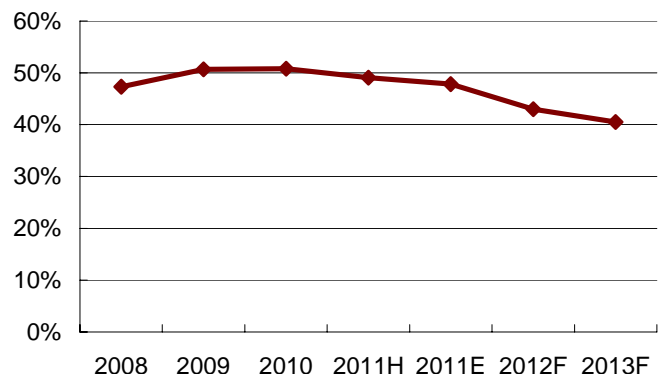
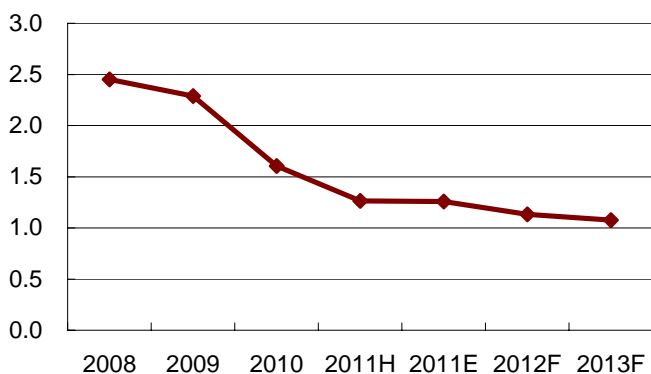
与光伏业上游晶硅产业的情况不同，光伏逆变器行业尚未出现类似的产能过剩和预期需求减弱双重叠加的困境。而且与电池、组件所面对的主要市场——欧洲的低迷不同，公司面对的主要为国内市场，有着快速成长的预期。

不过中国光伏市场启动在即，以及年均 3GW 的市场容量，外资大厂和国内良莠势必会将目光集中在逆变器的市场，行业竞争的加剧可以预见，由此造成的产品价格下降也属正常的现象。

我们预计未来 2~3 年，光伏逆变器的价格趋势仍将是下行为主，年跌幅预计为 5%-10%左右。

图表七：公司逆变器单位售价预期

(单位：RMB/W) 图表八：公司光伏逆变器毛利率水平预期



资料来源：IPO 招股书，群益证券

资料来源：IPO 招股书，群益证券

而价格的下降会降低公司的毛利率水平。

而由于部分核心零部件仍要依靠外购进口，所以预计未来成本方面的降幅要小于价格的降幅，故公司未来两年毛利率水平也将呈下行的趋势。

公司未来 1~2 年的业绩增长点将以产销规模的扩大为主。

### 盈利预测

预计公司 2011、2012 年营收将分别达到 8.24 亿元和 12.36 亿元，YoY 分别增长 37.67%和 49.92%；实现净利润分别为 1.77 亿元和 2.46 亿元，YoY 分别增长 19.40%和 39.17%；EPS 分别为 0.986 元和 1.373 元。

目前 2012 年 A 股 P/E 为 24 倍。鉴于中国光伏市场积极的规划前景，初次评级，我们给予公司买入的投资建议，目标价为 A 股 40 元（2012 年 30x）。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	100	180	599	824	1236
经营成本	53	91	300	445	719
营业税金及附加	0	0	0	4	7
销售费用	12	21	54	74	103
管理费用	28	41	79	103	131
财务费用	1	0	3	-4	-12
资产减值损失	3	4	7	15	20
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	4	24	155	187	268
营业外收入	5	17	18	20	20
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	9	41	172	207	288
所得税	1	6	24	30	42
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8	35	148	177	246

## 附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	30	57	321	1544	1624
应收帐款	29	81	180	419	578
存货	53	63	229	424	522
流动资产合计	126	219	784	2509	2760
长期投资净额	0	0	3	5	8
固定资产合计	35	43	58	111	311
在建工程	0	10	2	64	71
无形资产	4	5	5	6	8
资产总计	166	277	855	2857	3266
流动负债合计	38	110	443	522	554
长期负债合计	16	19	20	18	24
负债合计	53	129	462	540	578
少数股东权益	0	1	2	5	10
股东权益合计	113	148	393	2318	2688
负债和股东权益总计	166	277	855	2857	3266

## 附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	12	23	222	133	186
投资活动产生的现金流量净额	-24	-19	-34	-172	-207
筹资活动产生的现金流量净额	-3	23	77	1262	101
现金及现金等价物净增加额	-15	27	265	1222	80

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。