

2012年01月30日

韩伟琪
WeiQi_Han@e-capital.com.cn
目标价(元) RMB 30.00

公司基本资讯

产业别	光伏设备
A 股价(12/01/20)	23.88
深证成分指数(12/01/20)	9466.14
股价 12 个月高/低	36.63/22.77
总发行股数(百万)	179.20
A 股数(百万)	35.84
A 市值(亿元)	8.56
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	3.55
股价/帐面净值	6.70
	一个月 发行价
股价涨跌(%)	-28.52 -21.71

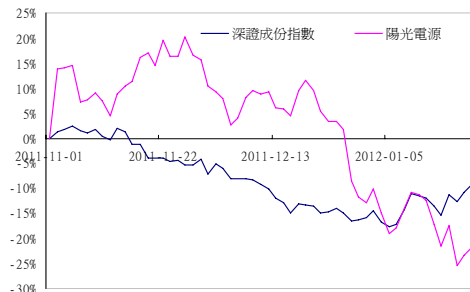
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-12-19	33.40	买入

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)

Buy 买入

预告 2011 年净利润 1.7-1.76 亿元，基本符合预期

结论与建议:

公司系国内光伏逆变器龙头，2011 年预告净利润 YoY+15%~19%，其间毛利率虽有所下降，但仍保持在预期的范围内。我们依旧看好 2012 年及以后国内市场启动对公司光伏逆变器业务的拉动。

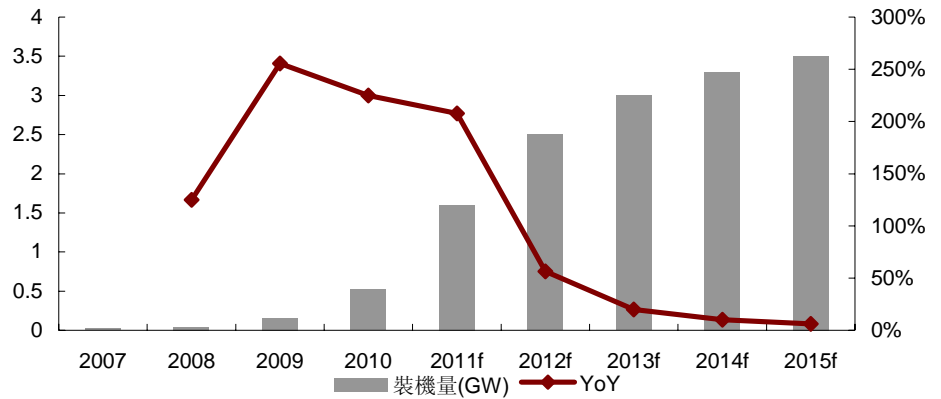
预计公司 2011、12 年 EPS 分别为 0.980 元和 1.373 元，YoY 分别增长 18.60% 和 40.11%。目前 2012 年 A 股 P/E 为 17 倍。鉴于中国光伏市场积极的规划前景，维持公司买入的投资建议，目标价为 A 股 30 元（2012 年 22x）。

- **2011 年净利润YoY+14.84%~18.89%:** 公司业绩预告，因期内加大力度开拓国内市场，内销收入有大幅度增长，公司 2011 年预计实现净利润 1.70 亿元-1.76 亿元，其中包括 0.21 亿元非经常性损益。
- **Q4 受政策拉动，营收规模和毛利率水平皆有所改善:** 中国市场 2011 年 Q3 初提出回购电价政策，随后以青海等省为先导，光伏装机量开始快速上升。受此拉动，我们认为公司 Q4 产品销售规模超过 3 亿元，超过上半年规模，QoQ+20%左右，同时毛利率预计较 Q3 亦有回升。
- **“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（2012 年预计即能达到 2.5G 以上的装机量），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 2011 年光伏逆变器出货量预计超过 650MW，YoY+90%。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。
- **业绩预测:** 预计公司 2011、2012 年营收将分别达到 8.95 亿元和 12.36 亿元，YoY 分别增长 49.44% 和 38.12%；实现净利润分别为 1.76 亿元和 2.46 亿元，YoY 分别增长 18.60% 和 40.11%；EPS 分别为 0.980 元和 1.373 元。目前 2012 年 A 股 P/E 为 17 倍。鉴于中国光伏市场积极的规划前景，维持公司买入的投资建议，目标价为 A 股 30 元（2012 年 22x）。

..... 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	176	246
同比增减	%	N/A	328.99%	320.30%	18.60%	40.11%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.274	1.174	1.101	0.980	1.373
同比增减	%	N/A	328.99%	-6.18%	-11.05%	40.11%
A 股市盈率(P/E)	X	122.05	28.45	30.32	24.38	17.40
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%	0.21%	0.25%

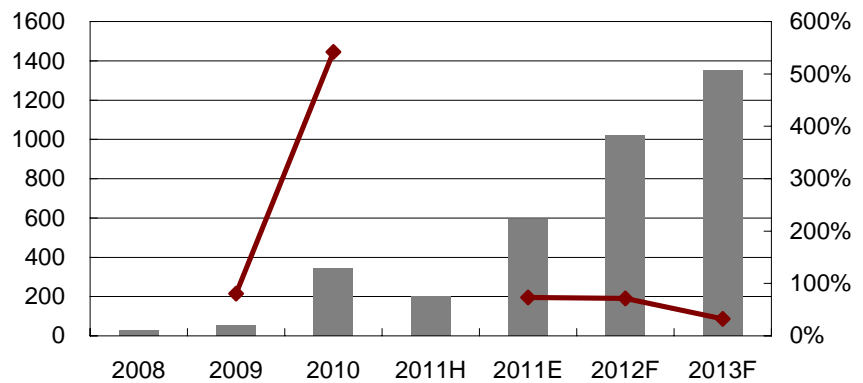
图表一：中国光伏装机量预估



资料来源：EPIA，群益证券（2012/01）

图表二：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

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	895	1236
经营成本	53	91	300	496	719
营业税金及附加	0	0	0	5	7
销售费用	12	21	54	81	103
管理费用	28	41	79	112	131
财务费用	1	0	3	0	-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	186	268
营业外收入	5	17	18	20	20
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	9	41	172	205	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	176	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j @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j @。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。