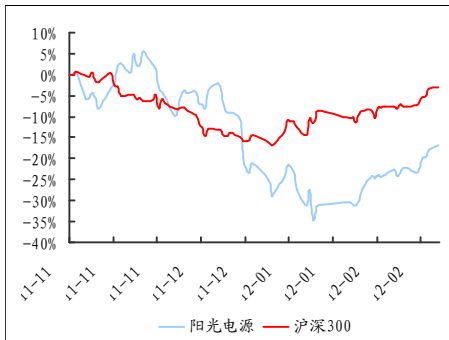


评级: **谨慎推荐 (首次)**

报告时间: **2012年02月28日**

市场竞争加剧, 毛利率下滑

——阳光电源 (300274) 年报点评



市场数据 (截至 2012 年 02 月 27 日):

所属行业	新能源
最新价格	28.90 元
上证指数	2447.06
深圳成指	10177.33
沪深 300 指数	2656.57

分析师: 蔡文彬

执业证书编号: S0770511050001

电 话: (0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地 址: 山西太原长治路 111 号山西世
贸中心 A 座 F12、F13

邮 编: 030012

网 址: <http://www.dtsbc.com.cn>

➤ 2011 年阳光电源全年实现营业收入 8.74 亿元, 较上年同期增长 45.89%; 归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元, 较上年同期增长 16.56%。实现基本每股收益 1.22 元。

➤ **受益于国内光伏市场启动, 出货量快速增长** 2011 年国家正式出台光伏标杆上网电价, 推动了国内光伏市场快速启动, 据统计我国全年光伏新增装机容量超过了 2GW。阳光电源作为国内光伏逆变器市场占有率最高的企业, 受益于国内需求的爆发式增长, 全年国内光伏逆变器出货量高达 856MW。但受国外光伏政策调整的负面影响, 公司出口业务表现不佳, 2011 年海外出货量仅为 59MW, 占比为 6.44%, 海外收入也下滑了 77.46%。全年公司光伏逆变器总出货量为 915MW, 同比增长了 166.75%。

此外, 得益于产品质量提升, 市场占有率扩大, 2011 年公司风能变流器销售收入 7,496.44 万元, 同比增长了 73.06%。相比于目前风能变流器市场容量, 公司市场占有率还很低, 进口产品仍是国内市场主流。因此, 阳光电源作为国内风能变流器的领先企业之一, 未来在国内风能逆变器领域进口替代的发展空间仍然很大。

➤ **市场竞争加剧, 毛利率出现下降** 由于国外光伏政策调整、国内市场进入者增多导致光伏逆变器市场竞争加剧, 阳光电源的主要产品售价较年初出现了较大幅度下降。2011 年公司光伏逆变器平均销售价格为 0.87 元/W, 而 2010 年平均售价高达 1.62 元/W。2011 年公司毛利率下降 5 个百分点至 44.48%, 其中光伏逆变器毛利率降至 45.81%, 风能变流器毛利率降至 30.59%。2011 年, 公司海外业务毛利率高于国内业务约两个百分点。

➤ **募投项目年内可达产, 未来增长有保障** 阳光电源的募投项目“年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目”, 目前已经完成了基建内容, 现正在进行设备的安装调试工作, 预计 2012 年第一季度即可试生产, 2012 年末即可达产。预计募投项目达产后, 公司光伏逆变器产能将实现翻倍增长, 快速发展有保障。

➤ **投资建议:** 预计阳光电源 2012、2013 年每股收益分别为 1.08 元、1.30 元, 目前股价对应市盈率分别为 27、22 倍。我们认为, 公司作为光伏逆变器龙头, 最能受益于国内光伏市场启动, 长期前景值得看好, 但中短期业绩将面临竞争加剧导致毛利率下滑的风险。基于谨慎的原则, 我们首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示: 系统性风险将带来个股估值的大幅波动, 请投资者注意风险。

图表 1 盈利预测结果

项目	2011A	2012E	2013E
主营收入（万元）	87,364	128,793	174,511
主营收入增长率	45.89%	47.42%	35.50%
EBITDA（万元）	19,913	22,502	26,614
EBITDA增长率	20.96%	13.00%	18.28%
净利润（万元）	17,255	19,316	23,276
净利润增长率	16.56%	11.94%	20.50%
EPS（元/股）	0.96	1.08	1.30

注：每股收益指标（EPS）统一按最新总股本计算。

资料来源：大同证券研究部

风险提示

国家光伏标杆上网电价政策变动，导致国内光伏电站投资规模波动的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准, “-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3: 基准指数为沪深 300 指数

分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师, 保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者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。

免责声明:

本报告由大同证券经纪有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。