

# 阳光电源 (300274.SZ) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

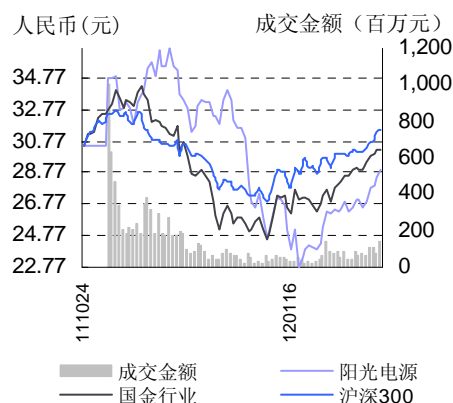
市价(人民币): 28.90元

## 竞争加剧将继续考验盈利能力

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	44.80
总市值(百万元)	5,178.88
年内股价最高最低(元)	36.63/22.77
沪深 300 指数	2901.22



### 相关报告

1. 《新能源接入的领航者》, 2011.10.19

邢志刚 分析师 SAC 执业编号: S1130512010002  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.174	1.101	0.963	1.121	1.324
每股净资产(元)	4.94	2.92	10.10	11.72	13.04
每股经营性现金流(元)	0.77	1.65	-0.81	0.85	0.92
市盈率(倍)	N/A	N/A	30.00	25.78	21.82
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	35.00	30.00	22.00
净利润增长率(%)	328.87%	320.37%	19.75%	16.38%	18.16%
净资产收益率(%)	23.76%	37.69%	9.91%	9.56%	10.15%
总股本(百万股)	30.00	134.40	179.20	179.20	179.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公布年报: 2011 年实现收入 8.73 亿元, 同比增长 45.89%; 净利润 1.72 亿元, 同比增长 16.56%; 折合 EPS 约为 0.96 元; 同时公司公布了 2012 年一季度业绩预告, 业绩同比下降约 10~30%;

### 经营分析

- 第四季度毛利率有所回升, 市占率得到保持: 2011 年第四季度公司销售确认达到全年的 36%。在抢装行情的推动下, 第四季度毛利率在第三季度基础上回升 0.5 个百分点至 43.6%。但仍较上半年毛利率下滑 3.1 个百分点。2011 全年光伏逆变器国内出货量为 856MW, 保持了国内 42% 的市场占有率, 和去年持平;
- 国内光伏产业将进入爆发期: 在光伏电站项目的审批形式由“特许权招标制”向“核准制”转换的刺激下, 中国未来两年光伏装机将进入快速增长期。类比风电的高成长经验, 我们认为今明两年国内光伏新增装机容量保持接近翻番增长概率较大, 预计今年国内逆变器需求将在 3.5-4GW;
- 但是竞争加剧会持续对公司市占率和盈利能力形成压力: 此判断的主要依据是国内多数企业逆变器产能经过去年的建设后, 今年将进一步释放。表现为价格竞争将更加激烈。公司品牌战略将进一步受到山寨机和低价竞争的挑战。而目前国内光伏行业仍处于发展初期, 在缺乏良好的运作管理和质量评估的情况下, 逆变器的销售模式将更加表现出其项目公关属性而非品牌营销属性, 所以我们判断逆变器市场渠道战和价格战将持续。而公司也将面临选择盈利能力和还是保持市占率的两难处境;
- 长期我们仍然看好公司核心竞争力: 作为电力电子的逆变器产品, 仍然处于持续改良期。公司持续的研发投入和对新能源接入技术的深刻理解是很多山寨企业无法做到的, 中长期, 我们仍然看好公司未来在新产品研发和品牌推广方面的能力。只是短期行业洗牌会对公司业绩形成负面冲击;

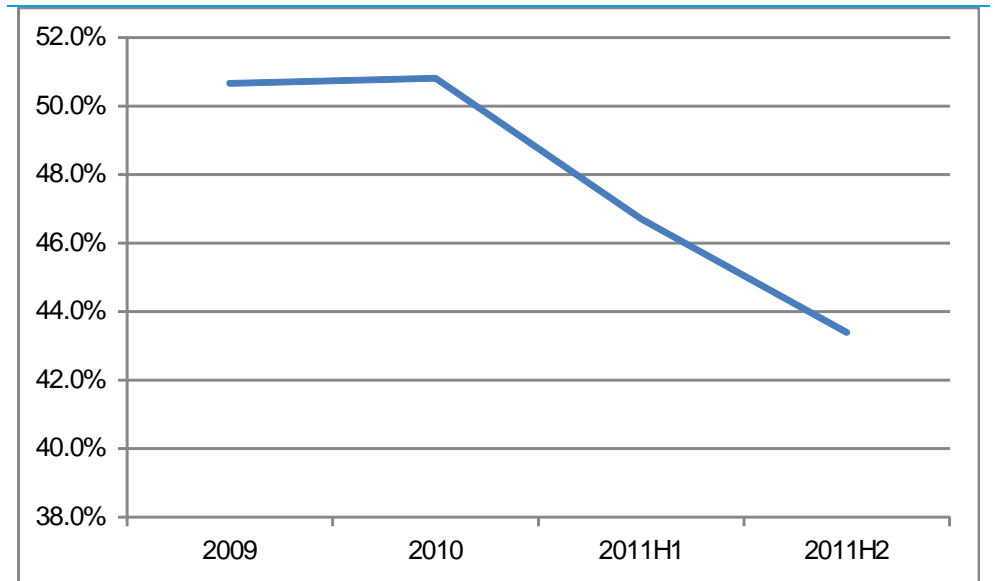
### 盈利调整

- 我们下调盈利预测, 预计公司在 2012 和 2013 年将实现在 2 亿和 2.4 亿。对应 EPS 为 1.12 和 1.32 元, 对应目前股价的估值水平为 26 倍和 22 倍。目前并不具备估值优势。但中长期, 我们仍然看好行业洗牌为公司带来竞争力的提升, 暂时维持评级;

### 风险提升

- 主要风险在于逆变器价格下跌幅度超预期。

图表1: 毛利率下滑趋势较为明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 行业和公司销量假设

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>光伏逆变器</b>						
中国光伏装机容量	100,000	308,311	2,000,000	3,500,000	7,000,000	12,000,000
公司国内市场占有率	49%	42%	43%	34%	30%	30%
出口销售 (KW)	4,471	213,531	59,000	210,000	430,120	900,000
出口销售比例	8%	62%	6%	15%	17%	20%
国内销售 (KW)	48,950	129,491	856,000	1,190,000	2,100,000	3,600,000
国内销售比例	92%	38%	94%	85%	83%	80%
公司销量 (KW)	53,421	343,022	915,000	1,400,000	2,530,120	4,500,000
增长率 (YOY)	80%	542%	167%	53%	81%	78%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 主要业务预测和假设

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>光伏逆变器</b>					
公司销量 (KW)	53,421	343,022	915,000	1,400,000	2,530,120
增长率 (YOY)	80%	542%	167%	53%	81%
平均售价 (元/KW)	2289.75	1605.47	1155.94	924.75	786.04
增长率 (YOY)	-7%	-30%	-28%	-20%	-15%
销售收入 (百万元)	122.32	550.71	793.21	1,294.65	1,988.77
增长率 (YOY)	68%	350%	44%	63%	54%
毛利率	50.7%	50.8%	45.8%	36.0%	32.0%
销售成本 (百万元)	60.35	270.90	429.84	828.58	1,352.37
毛利 (百万元)	61.97	279.82	363.36	466.07	636.41
增长率 (YOY)	80%	352%	30%	28%	37%
占总销售额比重	67.85%	91.96%	90.79%	92.44%	93.81%
占主营业务利润比重	69%	94%	93%	94%	94%
<b>风能变流器</b>					
销售收入 (百万元)	45.61	43.32	74.96	100.00	125.00
增长率 (YOY)	1306.38%	-5.02%	73.06%	33.40%	25.00%
毛利率	49.7%	37.6%	30.6%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	22.96	27.02	52.03	70.00	87.50
毛利 (百万元)	22.64	16.30	22.93	30.00	37.50
占总销售额比重	25.30%	7.23%	8.58%	7.14%	5.90%
占主营业务利润比重	25.37%	5.46%	5.90%	6.02%	5.55%
<b>电力电源</b>					
销售收入 (百万元)	11.88	4.11	4.10	4.30	4.52
增长率 (YOY)	-50.61%	-65.39%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本 (百万元)	7.24	2.30	2.27	2.58	2.80
毛利 (百万元)	4.64	1.81	1.83	1.72	1.72
占总销售额比重	6.59%	0.69%	0.47%	0.31%	0.21%
占主营业务利润比重	5.20%	0.61%	0.47%	0.35%	0.25%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	0.46	0.69	1.37	1.58	1.82
毛利率	1.4%	60.5%	37.0%	30.0%	30.0%
销售成本 (百万元)	0.46	0.27	0.86	1.11	1.27
毛利 (百万元)	0.01	0.42	0.51	0.47	0.54
占总销售额比重	0.26%	0.12%	0.16%	0.11%	0.09%
占主营业务利润比重	0.01%	0.14%	0.13%	0.10%	0.08%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>180.28</b>	<b>598.83</b>	<b>873.64</b>	<b>1400.54</b>	<b>2120.11</b>
增长率 (YOY)	79.46%	232.17%	45.89%	60.31%	51.38%
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>91.01</b>	<b>300.49</b>	<b>485.01</b>	<b>902.27</b>	<b>1443.94</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>89.26</b>	<b>298.34</b>	<b>388.63</b>	<b>498.27</b>	<b>676.17</b>
增长率 (YOY)	86.19%	234.23%	30.26%	28.21%	35.70%
<b>平均毛利率</b>	<b>49.51%</b>	<b>49.82%</b>	<b>44.48%</b>	<b>35.58%</b>	<b>31.89%</b>

来源: 国金证券研究所

图表4: 三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	100	180	599	874	1,401	2,120
增长率		79.5%	232.2%	45.9%	60.3%	51.4%
主营业务成本	-53	-91	-300	-485	-902	-1,444
% 销售收入	52.3%	50.5%	50.2%	55.5%	64.4%	68.1%
毛利	48	89	298	389	498	676
% 销售收入	47.7%	49.5%	49.8%	44.5%	35.6%	31.9%
营业税金及附加	0	0	0	-6	-10	-16
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-12	-21	-54	-83	-134	-197
% 销售收入	11.9%	11.5%	9.0%	9.5%	9.6%	9.3%
管理费用	-28	-41	-79	-100	-168	-244
% 销售收入	27.5%	22.5%	13.2%	11.5%	12.0%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	8	28	165	199	185	219
% 销售收入	8.2%	15.5%	27.5%	22.8%	13.2%	10.4%
财务费用	-1	0	-3	1	27	31
% 销售收入	1.2%	0.2%	0.4%	-0.1%	-1.9%	-1.5%
资产减值损失	-3	-4	-7	-19	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-4	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	4	24	155	177	211	249
营业利润率	4.1%	13.3%	25.8%	20.2%	15.1%	11.8%
营业外收支	5	17	18	24	25	30
税前利润	9	41	172	201	236	279
利润率	9.1%	22.7%	28.8%	23.0%	16.9%	13.2%
所得税	-1	-6	-24	-28	-35	-42
所得税率	9.9%	14.0%	14.1%	14.1%	15.0%	15.0%
净利润	8	35	148	173	201	237
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	8	35	148	173	201	237
净利率	8.2%	19.5%	24.7%	19.8%	14.3%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
净利润	8	35	148	173	201	237
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	13	29	16	21
非经营收益	1	0	0	1	-16	-24
营运资金变动	-2	-19	61	-347	-48	-68
经营活动现金净流	12	23	222	-145	152	165
资本开支	-25	-19	-32	-83	-85	-50
投资	0	0	-3	-8	0	0
其他	1	0	1	3	0	0
投资活动现金净流	-24	-19	-34	-87	-85	-50
股权募资	0	0	97	1,276	0	0
债权募资	-3	23	-18	0	-50	-49
其他	-2	0	-1	-27	-9	-5
筹资活动现金净流	-5	23	77	1,249	-59	-54
现金净流量	-17	27	264	1,017	8	61

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	30	57	321	1,338	1,773	1,834
应收款项	35	90	194	513	329	498
存货	53	62	229	364	420	673
其他流动资产	9	9	40	26	119	190
流动资产	126	219	784	2,240	2,642	3,194
% 总资产	76.1%	78.9%	91.7%	92.8%	90.2%	90.1%
长期投资	0	0	3	1	3	3
固定资产	35	53	60	147	260	311
% 总资产	21.0%	19.1%	7.0%	6.1%	8.9%	8.8%
无形资产	4	5	5	20	24	33
非流动资产	40	59	71	173	289	349
% 总资产	23.9%	21.1%	8.3%	7.2%	9.8%	9.9%
资产总计	166	277	855	2,413	2,930	3,544
短期借款	0	23	5	5	105	55
应付款项	37	81	411	543	661	1,052
其他流动负债	1	7	26	31	64	99
流动负债	38	110	443	579	831	1,206
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	16	19	20	24	0	0
负债	53	129	462	603	831	1,207
普通股股东权益	113	148	393	1,810	2,100	2,337
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	166	277	855	2,413	2,930	3,544

比率分析						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.274	1.174	1.101	0.963	1.121	1.324
每股净资产	3.767	4.940	2.923	10.099	11.718	13.042
每股经营现金净流	0.403	0.773	1.649	-0.808	0.845	0.923
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.27%	23.76%	37.69%	9.91%	9.56%	10.15%
总资产收益率	4.94%	12.69%	17.31%	7.67%	6.85%	6.70%
投入资本收益率	6.59%	14.02%	35.55%	7.66%	7.15%	7.80%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	79.46%	232.17%	45.89%	60.31%	51.38%
EBIT增长率	N/A	237.99%	489.70%	21.00%	0.17%	18.40%
净利润增长率	N/A	328.87%	320.37%	16.56%	6.67%	18.16%
总资产增长率	N/A	67.07%	208.17%	187.10%	19.38%	20.93%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	51.7	110.4	79.3	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	184.5	231.8	177.2	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	108.5	189.2	181.5	181.0	181.0	181.0
固定资产周转天数	126.8	87.5	35.6	63.0	56.6	42.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-26.38%	-22.84%	-80.51%	-84.80%	-79.45%	-76.09%
EBIT利息保障倍数	6.9	98.6	63.7	-12.7	-7.0	-7.0
资产负债率	31.95%	46.58%	54.06%	22.63%	28.34%	34.05%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	7	11	14
买入	0	0	2	3	5
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.17	1.19	1.26

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B