

## 电力设备及新能源

报告原因：

2012年3月28日

市场数据：2012年3月28日

总股本/流通股本(亿股)	1.79/0.45
收盘价(元)	27.2
流通市值(亿元)	12.24

基础数据：2012年12月31日

资产负债率	25.01%
毛利率	44.48%
净资产收益率(摊薄)	25.81%

### 相关研究

《阳光电源(300274)\_2012年国内业绩增速下滑，高增长还看海外市场——增持》-2012年1月18日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 阳光电源 (300274)

维持

价格因素造成1季度下滑，全年有望保持增长

增持

公司研究/一般报告

投资要点：

① **业绩低于预期。**公司2011年实现收入8.74亿元，同比增长45.89%，净利润1.73亿元，同比增长16.56%，期末股本摊薄EPS为0.96元，基本符合预期。公司业绩低于市场预期，主要原因由于海外市场低于预期以及光伏逆变器价格超预期下滑造成公司毛利大幅下滑。

② **一季度业绩负增长，价格下降是主要因素，预计全年仍保持20%左右的增速。**公司公布一季度业绩预期，预计同比增长-10%—-30%。国内光伏逆变器价格出现大幅下滑的时点是去年1季度，从去年公司单季度毛利率来看1季度为49%左右，而四季度下降到43.6%，下降了5个百分点。我们预计公司1季度收入仍实现了正的增长，毛利率的下滑使得公司净利润负增长。公司制定了争取实现2012年销售收入12亿元的经营目标，三四季度价格同比大幅下滑的因素逐渐减弱，公司盈利恢复正增长，我们预计全年公司仍实现20%以上的增长。

③ **盈利能力企稳。**从2011年四季度的单季度毛利率看公司的盈利能力基本企稳。4季度光伏逆变器的价格较3季度略有下降，基本已经企稳，符合我们的判断。

④ **国内市场大幅增长。**我们预计2011年公司国内市场收入在7.9亿元左右(2010年2.25亿元)，同比增长250%左右。预计2011年国内光伏装机在2000MW左右，是2010年400MW的5倍，主要得益于国内光伏电价的正式出台。公司收入增速低于行业新增装机增速，主要原因是光伏逆变器价格在2011年出现了大幅下滑，目前下滑到0.8元/瓦左右。2011年公司太阳能光伏逆变器出货量915MW，其中国内856MW，继续稳居国内市场占有率第一，按照国内撞击2000MW计算公司国内的市场份额基本为40%，市场份额稳定。

⑤ **2012年国内业绩增速下滑，高增长还看海外市场。**我们预计2012年国内光伏装机能够达到3GW左右，较2011年同比增长50%左右，国内光伏装机仍保持高增长，但由于2011年下半年国内光伏逆变器价格出现了一定幅度下滑，预计2012年光伏逆变器平均价格较2011年环比下滑20%左右，行业的市场容量增长预计在20%左右，考虑到公司市场份额略有下降以及毛利率的小幅回落，预计公司国内市场的业绩增速在10%左右，详细测算见表2。当然，不排除国内光伏装机超预期以及公司市场份额超预期带来的超预期。

⑤ **海外市场大幅下滑。**2010 年海外市场收入达到 3.73 亿元，国内收入 2.25 亿元，海外收入占比达到 62.37%，是公司利润的主要来源。2011 年，受欧洲国家光伏政策调整影响，海外收入预计在 0.84 亿元左右，较 2010 年同比大幅下降。

⑥ **“十二五”太阳能规划上调，“十三五”规划也有望上调，预计十年复合增长率 30%左右。**“十二五”太阳能规划由 10GW 上调至 15GW。根据能源规划，2020 年光伏装机 50GW，考虑到可再生能源规划核电、风电可能低于预期，光伏规划有望上调，预计有望达到 100GW。根据我们简单测算，2020 年光伏达到 100GW，新装机容量年复合增长率可达到 30%左右，详见表 1。

⑦ **逆变器行业处于成长初期，未来增速有望加速。**根据我们简单测算，国内光伏逆变器经过 2011 年的高增长后，2012 年受价格下降影响，增速有所下滑，随着行业竞争格局稳定，中小企业退出市场，光伏逆变器价格稳定，行业增速有望加速，我们简单测算了行业市场容量的增速，详见表 1，光伏逆变器有望在未来 10 年中保持 20%-30%的增速。我们根据行业的装机规模及公司的市场份额简单预计了公司未来国内的收入及净利润增速情况，详见表 2，公司国内市场业绩增速在 2012 年出现下降后，自 2013 年逐步回升。

⑧ **风电变流器增速有望高于光伏逆变器。**在风能变流器市场，目前外资品牌占据国内绝大多数的市场份额，排名靠前的包括 ABB、CONVERTEAM、AMSC、EMERSON 等。国外品牌普遍价格较高，且服务费用高昂，与此相对应的是，内资品牌的产品正通过高性价比以及良好的售后服务获得客户的青睐。公司作为国内风能变流器的领先品牌之一，将逐步受益于进口替代的供应链发展趋势，公司的风能变流器业务有望获得更加迅速的发展。

⑨ **盈利预测与估值：**考虑到光伏逆变器价格的下降和海外市场的低迷，我们下调公司 2012 年到 2013 年 EPS 为 1.18 元和 1.53 元，对应市盈率分别为 20、15 倍。一季度业绩的负增长使得市场对公司的成长性产生了一定的担心，我们上文已经分析了主要原因，根据公司制定的计划我们认为 2012 年公司仍维持 20%左右的增速。考虑到公司所在的国内市场增速在未来 10 都将保持 20%-30%的高增长以及公司在该领域技术的领先，给予“增持”的投资评级。

⑩ **风险提示：**国内市场竞争加剧，产品价格持续下降；竞争者增多公司市场份额大幅下滑；国内光伏进度低于预期。

表1: 国内光伏逆变器市场容量及增速最新预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
国内光伏新增装机预测(MW)	100	400	2000	3000	4000	5200.00	6760.00	8788.00	11424.40	14851.72	19307.24	25099.41
增速		300.00%	400.00%	50.00%	33.33%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
并网比例			80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
并网装机容量(MW)			1600	2400	3200	4160	5408	7030	9140	11881	15446	20080
含税单位价格(元/瓦)			1	0.8	0.75	0.74	0.73	0.72	0.71	0.7	0.7	0.7
市场容量(亿元)			16.00	19.20	24.00	30.78	39.48	50.62	64.89	83.17	108.12	140.56
增速				20.00%	25.00%	28.27%	28.24%	28.22%	28.19%	28.17%	30.00%	30.00%

资料来源: 山西证券

表2: 阳光电源国内业绩测算(以下业绩测算未考虑国际业务)

	2011年E	2012年E	2013年E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
国内光伏新增装机预测(MW)	2000	3000	4000	5200.00	6760.00	8788.00	11424.40	14851.72	19307.24	25099.41
增速	400.00%	50.00%	33.33%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
并网比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
并网装机容量(MW)	1600	2400	3200	4160	5408	7030	9140	11881	15446	20080
市场平均含税单位价格(元/瓦)	1	0.8	0.75	0.74	0.73	0.72	0.71	0.7	0.7	0.7
公司含税单位价格(元/瓦)	1.1	0.88	0.825	0.814	0.803	0.792	0.781	0.77	0.77	0.77
市场占有率	42%	40%	38%	36%	34%	33%	32%	31%	30%	30%
营业收入	7.392	8.448	10.032	12.190	14.765	18.375	22.841	28.361	35.680	46.384
营业收入增速		14.29%	18.75%	21.52%	21.12%	24.45%	24.31%	24.16%	25.81%	30.00%
毛利率	44%	42%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
期间费用率	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
营业利润	1.7002	1.8586	2.1067	2.4381	2.9530	3.6749	4.5683	5.6722	7.1360	9.2767
所得税	0.2550	0.2788	0.3160	0.3657	0.4429	0.5512	0.6852	0.8508	1.0704	1.3915
净利润	1.4451	1.5798	1.7907	2.0724	2.5100	3.1237	3.8831	4.8213	6.0656	7.8852
净利润增速		9.32%	13.35%	15.73%	21.12%	24.45%	24.31%	24.16%	25.81%	30.00%
每股收益	0.81	0.88	1.00	1.16	1.40	1.75	2.17	2.69	3.39	4.41

资料来源: 山西证券

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。