

积极维持现金流，待行业反转

增持维持

年报要点：

- 公司发布 2011 年年报：营业收入 19.39 亿元、同比减少 -16.74%，归母净利润 0.35 亿元，同比下降 86.14%，EPS 为 0.07 元，同比下降 86.79%。公司营业收入、净利润大幅度下滑的主要原因是德国与意大利光伏发电补贴下调快，欧债危机导致光伏电站融资难度上升，需求不振加上国内产能大量过剩，2011 年下半年光伏行业降到冰点。
- 公司经营现金流量净额为 1.16 亿元，同比下降 51.18%。一方面公司净利润下降较多，另一方面应收票据与账款共为 4.21 亿元，同比增长 28.35%，存货 4.32 亿元，同比增长 97.26%。
- 公司毛利率 15.06%，同比下降 6.18%，三项费用率为 18.80%，绝对值同比上升 7.59%。主要原因是市场不景气，公司加大了营销力度，导致销售费用增加；研发指出及前期研发支出摊销增加、规模扩大导致管理人员的薪酬支出增加，导致管理费用增加。

分析点评：

- 由于下半年光伏行业景气度急剧下降，公司毛利率大幅下降，同时期间费用率上升，计提的存货减值准备共计 0.51 亿元，导致净利润大幅度下降。欧洲主要市场需求放缓，国内产能扩张太激进，光伏产品价格短期内大幅度下跌，压缩了公司的毛利率，造成了存货减值。为了应对低迷的市场，公司加大了营销和研发投入，造成费用率提高。
- 在去年下半年市场极度低迷的情况下，公司保持了较为健康的现金流。在净利润大幅度下降的情况下，公司努力维持了正向的经营现金流，体现了稳健经营的特点，为今年的经营打下了较好的基础。
- 今年将面临诸多挑战，但市场不会比去年更坏。虽然德国、意大利补贴下调幅度很大，但是德国给予已申请项目 3 个月缓冲期，使得二、三季度抢装行情延续，预计德国今年新增量达到 8GW。全球新增装机 30GW 左右。而且价格不会短时间内大跌，缓解存货减值风险。
- 公司技术研发、新销售渠道开发工作较好。公司去年建立海外分公司，德国 20MW 光伏项目成功并网。今年又在云南取得了 150MW 的光伏项目，下游渠道渗透初见成效，提高了公司的盈利能力。
- 预计 2012、13、14 年 EPS 分别为 0.30、0.39、0.54 元，对应的 PE 分别为 34、27、19 倍，维持公司的“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	2328.54	1938.65	2821.50	3744.00	5040.00
同比增速	129.02%	-16.74%	45.54%	32.70%	34.62%
母公司净利润(百万)	251.31	34.84	153.93	199.10	275.38
同比增速	143.18%	-86.14%	341.81%	29.34%	38.32%
EPS	0.494	0.068	0.302	0.391	0.541
毛利率	21.65%	15.22%	14.23%	13.07%	12.50%

新能源与电力设备行业研究组

分析师：

王静

S1180207090092

赵曦

S1180511010008

联系人：

徐伟

电话：010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind 资讯

公司数据

总股本（万股） 50,900

流通股（万股） 20,858

控股股东 吴建龙

控股股东 40.98%

持股比例

数据来源：Wind 资讯

相关研究

上下游稳健扩张 风险抵抗增强

2011.08.23

表 1：向日葵财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,681	2,945	3,673	4,635	营业收入	1,939	2,822	3,744	5,040
货币资金	394	1,411	1,872	2,520	营业成本	1,644	2,420	3,255	4,410
应收与预付款项	738	881	1,078	1,307	营业税金及附加	5	3	4	5
存货	432	536	606	691	销售费用	83	71	75	96
非流动资产	1,898	1,889	2,076	2,244	管理费用	103	85	94	101
固定资产在建工程	1,742	1,740	1,934	2,103	财务费用	179	130	168	213
无形资产待摊费用	142	142	141	141	资产减值损失	38	20	15	10
资产总计	3,579	4,834	5,749	6,880	投资收益	89	0	0	0
流动负债	1,871	2,972	3,688	4,543	利润总额	36	154	199	275
短期借款	1,156	2,129	2,725	3,444	所得税	1	0	0	0
应付与预收账款	715	843	963	1,099	净利润	35	154	199	275
长期借款	122	122	122	122	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	218	218	218	218	归属母公司净利	35	154	199	275
负债合计	2,090	3,190	3,906	4,761	EPS (元)	0.068	0.302	0.391	0.541
股本	509	509	509	509	主要财务比率				
资本公积	825	825	825	825	成长能力				
留存收益	156	310	509	784	营业收入	-16.74%	45.54%	32.70%	34.62%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	-86.14%	341.81%	29.34%	38.32%
归属于母公司权益	1,490	1,644	1,843	2,118	获利能力				
负债股东权益合计	3,579	4,834	5,749	6,880	毛利率	15.22%	14.23%	13.07%	12.50%
现金流量表					净利率	1.80%	5.46%	5.32%	5.46%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	2.34%	9.37%	10.80%	13.00%
经营活动现金流	294	158	193	270	偿债能力				
税后经营利润	-93	94	134	205	资产负债率	58.38%	66.00%	67.95%	69.21%
折旧摊销	63	89	99	121	流动比率	0.88	0.98	0.99	1.01
资产减值损失	38	20	15	10	速动比率	0.66	0.80	0.82	0.86
利息费用	72	73	93	112	营运能力				
投资活动现金流	-593	-40	-235	-230	总资产周转率	0.54	0.58	0.65	0.73
融资活动现金流	147	899	503	608	应收账款周转率	4.61	5.43	5.92	6.56
现金流量净额	-164	1,017	461	648	存货周转率	3.80	4.52	5.37	6.39

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晚凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。