

2012年05月01日

电气设备

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 11.21

目标价(元): 13.00

阳光电源(300274)

光伏逆变器领先企业，直面国内竞争

投资评级: B--持有(持续)

能源: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

电话: 021-68778090

邮箱: wgjfuture@sohu.com

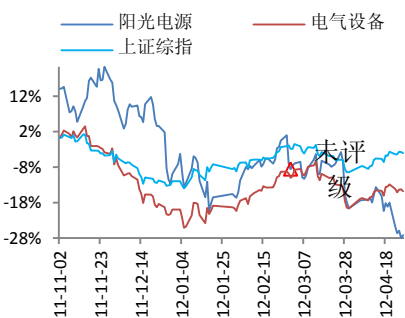
联系人: 王慧

电话: 021-68778237

公司基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(万股) | 32256.00 |
| 流通A股/B股(万股) | 8064.00/0.00 |
| 资产负债率(%) | 24.53 |
| 每股净资产(元) | 10.01 |
| 市净率(倍) | 1.12 |
| 净资产收益率(加权) | 1.12 |
| 12个月内最高/最低价 | 37.66/10.7 |

股价走势图



相关研究报告

1 《光伏逆变器增长放缓，风能变流器助推公司业绩》，2012.02.29

◎投资要点:

◆**全球光伏形势:** 受欧债危机影响，光伏行业短期低迷，但太阳能仍然是最具潜力的可再生能源。2011年光伏系统安装量较2010年的16.6GW增长67%，达到27.7GW，累计光伏装机量逾67.4GW，光伏已成为仅次于水电和风能的第三大可再生能源。其中，德国目前有4%来自太阳能光伏发电，而立法强制可再生能源的份额在2020年必须增至35%，未来空间巨大。亚洲等新兴市场亦逐步开启光伏电站市场。

◆**国内光伏行业形势:** 保守估计，到2015年太阳能发电将达到15GW，装机总量将是目前的5倍左右。2011年7月，国家发改委颁布《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策》的通知，年末，国家能源局公布了可再生能源“十二五”规划目标。这些政策都使得绿色电力进一步被关注。

◆**公司光伏逆变器龙头地位难以撼动。** 逆变系统在电站安装中的占比较大，将近9%，而我国逆变器发展比较晚，与发达国家比，仍处在起步和示范阶段，还没有形成规模化的市场。在光伏逆变器领域，公司产品性能具备了与国际一流品牌竞争的实力，市场占有率多年来稳居国内市场第一位，光伏逆变器2011年的国内市场占有率约在40%左右，大幅领先于其他竞争者。

◆**我们看好公司的理由:** 光伏逆变器价格已基本比较平稳；公司国内市场份额在90%左右，受国外市场波动影响相对较小；毛利率在40%以上，远高于SMA等国际一流企业；产品性能奠定品牌优势。另外，风能变流器补充公司逆变器业务，贡献约9%左右营业收入。我们积极看好公司发展。

◆**盈利预测与估值。** 公司2012年-2014年的EPS为0.65、0.83、0.98元，按照目前股价，对应的PE分别为17、13、11倍。我们认为公司2012年合理估值应该在20倍，给予目标价：13.00元。

◎风险提示:

- ◆ 新能源仍依赖政策及经济环境影响带来的风险；
- ◆ 国内市场竞争加剧的风险；汇率波动及税收政策风险。

| | 2010A | 2011A | 2012Q1 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万) | 598.83 | 873.64 | 156.75 | 1055.79 | 1528.43 | 1970.44 |
| 同比增速(%) | 232.17 | 45.89 | -49.94 | 20.85 | 44.77 | 28.92 |
| 净利润(百万) | 148.03 | 172.55 | 20.33 | 209.53 | 269.31 | 317.80 |
| 同比增速(%) | 320.30 | 16.56 | -67.00 | 21.43 | 28.53 | 18.01 |
| 毛利率(%) | 49.82 | 44.48 | 42.69 | 40.79 | 38.92 | 36.92 |
| 每股盈利(元) | 1.10 | 0.96 | 0.06 | 0.65 | 0.83 | 0.98 |
| ROE(%) | 37.69 | 9.53 | 1.13 | 10.56 | 11.95 | 12.36 |
| PE(倍) | 0.00 | 0.00 | | 17.06 | 13.27 | 11.25 |

正文目录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 1. 公司基本情况介绍 | 4 |
| 2. 公司主要业务涉及技术概况 | 4 |
| 2.1. 光伏逆变器 | 5 |
| 2.1.1. 光伏逆变器分类 | 5 |
| 2.1.2. 光伏逆变器主要的技术指标 | 5 |
| 2.2. 风能变流器 | 6 |
| 2.2.1. 风能变流器分类 | 6 |
| 2.2.2. 风能变流器的主要技术指标 | 6 |
| 3. 受国内外政策扶持推动，绿色电力备受关注 | 6 |
| 3.1. 太阳能仍然是最具潜力的可再生能源 | 8 |
| 3.2. 风电市场不容忽视，海上风电发展市场广阔 | 9 |
| 4. 光伏逆变器国内龙头地位难以撼动 | 11 |
| 4.1. 光伏逆变器国内地位稳定，国外市场逐步打开 | 12 |
| 4.2. 公司光伏逆变器竞争优势 | 13 |
| 5. 风能变流器助推公司业绩 | 15 |
| 6. 财务分析 | 16 |
| 7. 盈利预测预估值 | 17 |
| 8. 风险提示 | 18 |

图表目录

| | | |
|------|-----------------------------|----|
| 图 1 | 公司股权结构 | 4 |
| 图 2 | 2000-2012 年国内光伏装机总量及增长幅度 | 7 |
| 图 3 | 2005-2012 年国内风机装机量及增幅 | 7 |
| 图 4 | 2011 年全球光伏装机总量统计 | 8 |
| 图 5 | 2000-2011 年全球光伏新增装机量及累计装机量 | 8 |
| 图 6 | 2011 年多晶硅价格走势 (\$/kg) | 9 |
| 图 7 | 2011 年多晶 230W 组件价格走势 (元/W) | 9 |
| 图 8 | 2012 年多晶硅价格走势 (\$/kg) | 9 |
| 图 9 | 2012 年组件价格走势 (元/W) | 9 |
| 图 10 | 2011 年欧洲新增海上风电装机量 | 10 |
| 图 11 | 截止 2011 年欧洲海上风电装机量 | 10 |
| 图 12 | 海上风机产能分布情况 | 10 |
| 图 13 | 2011 年四季度国内 10MW 电站安装成本占比情况 | 11 |
| 图 14 | 阳光电源 2008-2011 年主营业务占比情况 | 11 |
| 图 15 | 2010 年国内市场光伏逆变器企业市场份额 | 12 |
| 图 16 | 2011 年 1-6 月公司主营收入地区分布 | 14 |
| 图 17 | 2010 年公司主营收入地区分布 | 14 |
| 图 18 | 公司营业收入情况 | 17 |
| 图 19 | 公司主要业务毛利率水平 | 17 |
| 图 20 | 公司三费占比情况 | 17 |
| 表 1 | 公司主要产品 | 5 |
| 表 2 | 主要光伏逆变器公司生产情况 | 13 |
| 表 3 | 国内主要光伏逆变器公司生产情况 | 13 |
| 表 4 | 阳光电源与 SMA 公司光伏逆变器比较 | 14 |
| 表 5 | 公司人员情况 | 15 |
| 表 6 | 生产风能变流器的主要企业 | 16 |
| 表 7 | 阳光电源估值模型假设条件 | 18 |

(本报告共有图 20 张, 表 7 张)

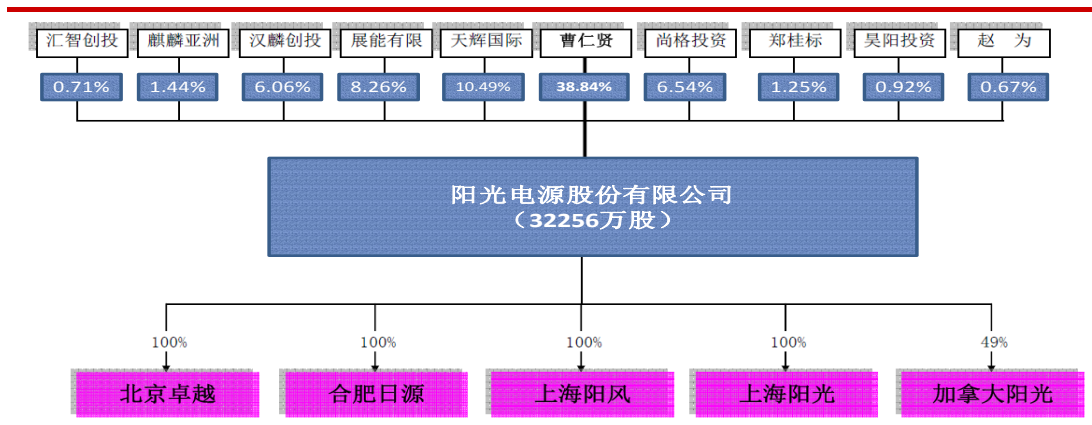
1. 公司基本情况介绍

公司由合肥阳光电源有限公司整体变更设立。合肥阳光成立于1997年，2010年整体变更设立股份有限公司。主要从事太阳能光伏逆变器、风能变流器等电力电子设备的研发、生产、销售和服务，为可再生能源发电行业用户提供系统解决方案。

本公司是我国最大的太阳能光伏逆变器生产企业，公司太阳能光伏逆变器产品市场占有率多年来稳居国内市场第一位；本公司是国内拥有自主知识产权的风能变流器生产企业之一，风能变流器产品已逐步具备了与进口产品竞争的實力。

随着人类对环境的担忧日益加重，全球对新能源行业的不断重视，未来可再生能源行业的市场前景极为广阔。行业的优势带动公司的快速成长。同时公司是国家级高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业，行业内为数不多的拥有较为完备资质和认证的企业之一。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

2. 公司主要业务涉及技术概况

公司主营业务是太阳能光伏逆变器、风能变流器等电力电子设备，自公司设立以来主营业务未发生重大变化。

太阳能逆变器是光伏发电系统中的关键设备之一，其作用是将太阳能电池发出的交流电转化为符合电网电能质量要求的交流电。

风能变流器是风力发电机组的关键部件之一，其作用是通过控制发电机的电磁转矩，从而使风轮的转速处于最佳发电功率，同时将风力发电机发出的不稳定的交流电能，经过交流-直流-交流转换，变为稳定的、符合电网电能质量要求的交流电能输入电网，一般分为双馈型和全功率型两类。

表 1 公司主要产品

| 产品类别 | | 产品名称 | 功能与应用 |
|-------|------|-----------------------------|---------------------------|
| 光伏逆变器 | 电站型 | 30KW~630KW 光伏逆变器 | 适用于大中型太阳能光伏电站 |
| | 组串行 | 1.5KW~30KW 光伏逆变器 | 适用于建筑物结合的太阳能光伏发电系统 |
| 风能变流器 | 双馈型 | 1.5MW、2MW、3MW 风能变流器 | 与双馈式风电机组配售、应用于风力发电厂 |
| | 全功率型 | 850KW、1.5MW、2MW、2.5MW 风能变流器 | 与直驱、半直驱等类型风电机组配套，应用于风力发电厂 |

资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

2.1.光伏逆变器

2.1.1.光伏逆变器分类

光伏逆变器一般有电站型光伏逆变器、组串型光伏逆变器及微型逆变器。

电站型光伏逆变器，功率范围从30KW~1000KW，甚至更大。主要应用于大型商业屋顶、工业厂房和大型地面光伏电站。电站型光伏逆变器以三相桥式电路拓扑为主，同时包括无变压器和有变压器两类。

组串型光伏逆变器，功率范围1KW~30KW，主要应用于住宅型屋顶和一些小型商业屋顶。组串型光伏逆变器单相产品以升压电路和单相无变压器拓扑结构为主，三相产品以升压电路加三相三电平无变压器拓扑结构为主。

微型逆变器的功率在200W~500W，主要应用在幕墙、窗台、小型屋顶上面。微型逆变器可搭配单一组件结构，单独追踪每个组件最大输出功率，达到效能优化。除此之外，也可以改善遮蔽问题，提高太阳能光电系统效率和可靠性。

2.1.2.光伏逆变器主要的技术指标

光伏逆变器的转换效率高，转换效率的高低将直接影响到太阳能发电系统在寿命周期内发电量的多少。根据不同型号，国际一流品牌产品的转换效率最高可达98%以上。大功率的光伏逆变器能够达到98.7%的转换效率，最大功率跟踪器（MPPT）效率可达到99.9%。

光伏逆变器的使用寿命长，可靠性高。光伏发电系统设计使用寿命一般为20年左右，所以要求光伏逆变器的设计寿命需要达到较高水平。同时光伏逆变器如果发生故障将会导致光伏发电系统停机，带来经济损失，因此高可靠性是光伏逆变器的重要技术指标。

光伏逆变器的直流电压工作范围要宽，且符合电网并网要求。实际应用中将多块太阳能电池组件串联，得到一个较高的直流电压，在进行多组并联后输入到光伏逆变器。不同功率、不同电压的组件、不同的串并联方案组合，要求光伏逆变器能够适应的直流电压输入不同。所以光伏逆变器的直流工作电压要宽，以适应客户不同的需求。同时输出的电流不能对电网造成冲击，符合电网并网要求。

2.2. 风能变流器

风能变流器技术与风电整机技术相匹配，有适用于双馈风电机组的双馈风能变流器和适用于直驱、半直驱等发电机的全功率风能变流器。风能变流器对大功率电力电子设计、电磁兼容、集成电路设计等技术要求高，并且要求能够在各种复杂和严酷的环境中运行。

2.2.1. 风能变流器分类

双馈型风机是指通过控制异步发电转子励磁的方法实现发电机变速运行，由于发电机的定子和转子都能馈送能量，因此称为双馈型风机。这种风机只需要调节转子功率，可使风能变流器的功率相对减少，因而这种变流器的成本较低。

全功率型风机是相对于双馈型风机定义的，通过驱动电机的定子来实现风机调速运行，由于其对应的风能变流器承载了发电机的全部功率，因此成为全功率。全功率型又分为直驱型和半直驱型，直驱型是风轮直接驱动发电机的传动方式；半直驱是风轮通过一级或二级齿轮箱来驱动发电机的驱动方式。

2.2.2. 风能变流器的主要技术指标

风能变流器要求具有低电压穿越功能及高过载能力、高可靠性。风电场并网功率逐年加大，对电网安全运行影响越来越大。风能发电系统故障或出现电压跌落时，发电系统仍能保持一定时间的并网运行，并向电网提供一定的无功功率，以支持电网恢复，从而“穿越”低电压时间。同时风能变流器的设计要求有更大的容量及更高的可靠性，一年中大风季节到来时，要求风能变流器能够过载运行，并且要求能够在各种复杂环境下可靠运行。

风能变流器并网电能质量要求高，寿命长。根据国家标准，变流器的并网电流谐波应小于5%，为了减少电网污染，使得并网电能更清洁，对风电场的要求更高，一般要求小于3%。风电机组设计寿命一般为20年，且变流器安装在风电机组塔筒内部，不易更换，所以风能变流器的寿命要求达到同样的水平。

风能变流器要有快速响应的能力，强的协调功能。为了最大程度的捕获风能，提高发电效率，风能变流器应该在接到风电机组总控下发的功率指令后，快速响应，将发电机发出的电能高效安全馈入电网，同时在响应过程中保护整个发电系统平稳地运行。如果风机组发生故障或者变流器自身故障，变流器必须保证整个风电机组安全。

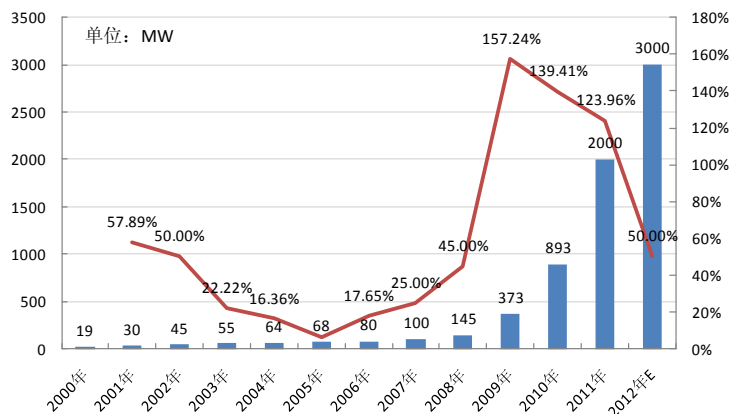
3. 受国内外政策扶持推动，绿色电力备受关注

国家发改委2011年7月颁布《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策》的通知，制定全国统一太阳能光伏发电标杆上网电价。根据国外经验，德国2000年首次颁布并实施了《可再生能源法案》，2004年又对其进行了修正，从此德国的光伏市场呈现出爆发式的增长。因此，我国上网电价的出台，正式开启国内光伏市场。

国家能源局2011年底公布了可再生能源“十二五”规划目标，到2015年太阳能发电将达到15GW，年发电量200亿千瓦时，高于之前10GW的装机目标。风电装机容量达到100GW，年发电量1900亿千瓦时，其中海上风电达5GW。

截止2010年国内光伏安装总量达到893MW，其中2010年的安装量为520MW，2011年的安装量在2GW左右，安装量增幅约为285%。按照十二五规划目标，2012年-2015年平均安装量为3GW，到2015年装机总量将是目前的5倍左右。国内许多光伏企业甚至认为“十二五”规划的光伏装机总量的估计比较保守，实际装机总量可能会高于预期，对光伏行业充满信心。

图 2 2000-2012 年国内光伏装机总量及增长幅度

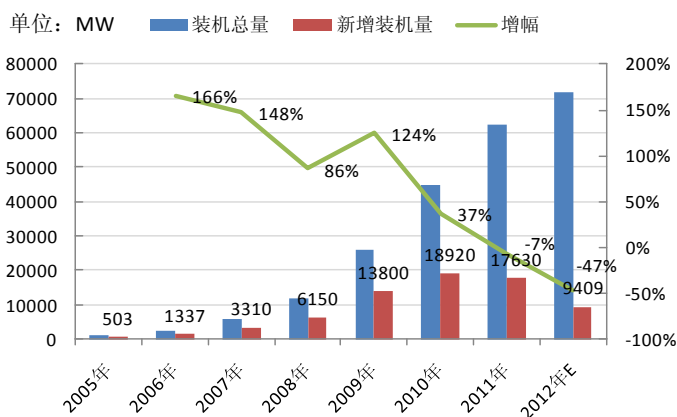


资料来源：EPIA，华宝证券研究所整理

2011年，国内新增安装风电机组11409台，装机容量17.63GW。截止2011年底，国内累计安装风电机组45894台，装机容量62.36GW。按照2015年1亿千瓦的安装总量，风电装机在未来四年将增加60%。

与“十一五”期间仅关注装机容量不同，“十二五”期间“质”与“量”并重将成为风电发展的基调。2011年3月国家发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2011本）》中将2.5MW以上风电设备及2.0MW以上风电控制系统、变流器等关键零件部位列为“鼓励类”。这预示着，符合政策的风电整机或者零配件制造企业，如阳光电源，将可能受到政策鼓励。

图 3 2005-2012 年国内风机装机量及增幅



资料来源：中国风能协会，华宝证券研究所整理

2011年12月联合国气候大会经过14天的艰苦谈判，终于敲定了新的减排协议：发达国家在《京都议定书》第二承诺期进一步减排，从2013年起执行，并在2012年5月1日前提交各自的量化减排承诺；正式启动“绿色气候基金”，成立基金管理框架，承诺到2020年发达国家每年向发展中国家提供至少1000亿美元，帮助发展中国家适应气候变化。尽管一些决议仍需进一步明确，但是对环境保护提出了进一步要求，绿色电力占比将进一步加大。

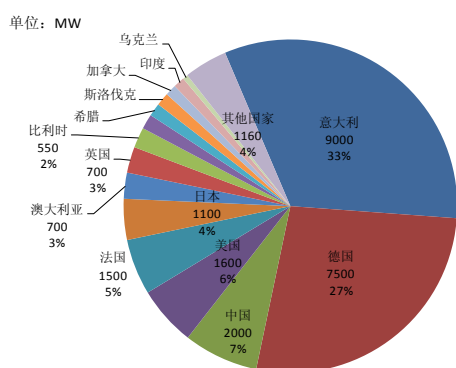
3.1.太阳能仍然是最具潜力的可再生能源

受日本福岛核电事故影响，德国政府2011年5月宣布德国将于2022年前彻底放弃核能发电，约28%的核能电力将由其他电力替代。同时，立法强制可再生能源的份额在2020年必须增至35%，在2050年要达到80%。目前德国可再生能源发电的份额为20%，其中有4%来自太阳能光伏发电，风电约8%，德国仍然是未来可再生能源的重要市场。

欧洲光伏业协会EPIA发布最新公告显示，2011年光伏系统安装量较2010年的16.6GW增长11GW，达到27.7GW，全球累计光伏装机量逾67.4GW，光伏已成为仅次于水电和风电的第三大可再生能源。

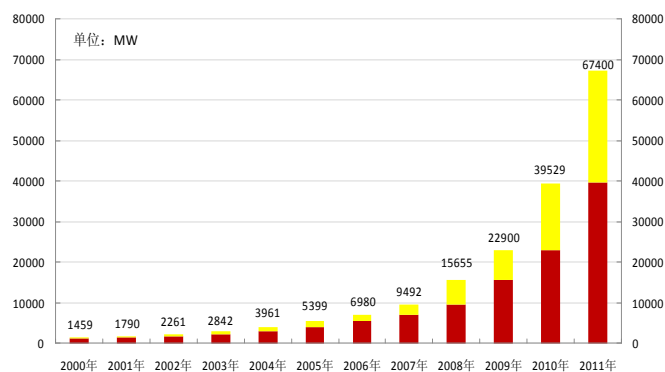
2011年欧洲市场安装量为21GW，其中意大利装机量首次超过德国市场，达到9GW，德国以7.5GW退居第二。2012年，德国和意大利光伏市场面临下滑，两大市场的总规模将缩小37%，但奥地利、保加利亚、捷克共和国和罗马尼亚这些规模较小的市场受当前激励政策将出现强劲的增长，欧洲无疑目前仍然是光伏的最大市场。

图 4 2011 全球光伏装机总量统计



资料来源：EPIA，华宝证券研究所整理

图 5 2000-2011 年全球光伏新增装机量及累计装机量



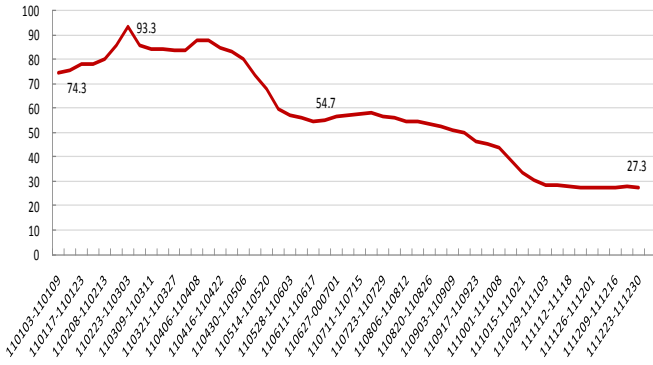
资料来源：EPIA，华宝证券研究所整理

相比2010年，欧洲市场份额由占全球的80%降至75%，亚洲市场和美国市场正逐步崛起。2011年国内安装量至少2GW，市场的开启得益于补贴政策的逐步完善及光伏上网电价政策出台调动的安装积极性。美国市场同样积极推进，2011年安装量几乎是2010年的两倍，2012年美国市场将进一步成长壮大。日本受地震带来的核辐射影响，对光伏的关注进一步加强，2012年安装积极性依旧不减。

2011年是光伏行业的整合之年，欧债危机导致的需求大幅下降以及产能相对过剩带来的负面影响，全年组件跌幅达到50%左右，这使得欧洲部分高电价国家和地区进一步逼近甚至已经实现平价上网。支撑光伏行业未来持续增长的主要动力是上网电价与传统电价的逼近，按照目前的价格水平，各国光伏电站的内部收益率水平均在9%左右，一旦欧债危机导致的银根短缺这一短期因素有所缓解，光伏行业的潜在需求将大幅释放，弹性十足。

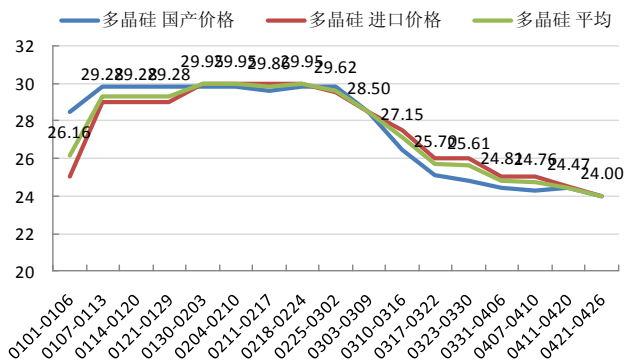
随着全球对环境重视程度的不断加强，光伏市场将摆脱受单一政府政策影响过于强烈的状态，光伏市场将在全球各国间分散化分布，市场变化和发展将逐渐稳定和成熟。市场体量的扩大也使得原材料、各环节中间产品和电池组件产品价格更为稳定，巨幅波动出现的概率将会降低，有利与产业的持续发展。

图 6 2011 年多晶硅价格走势 (\$/kg)



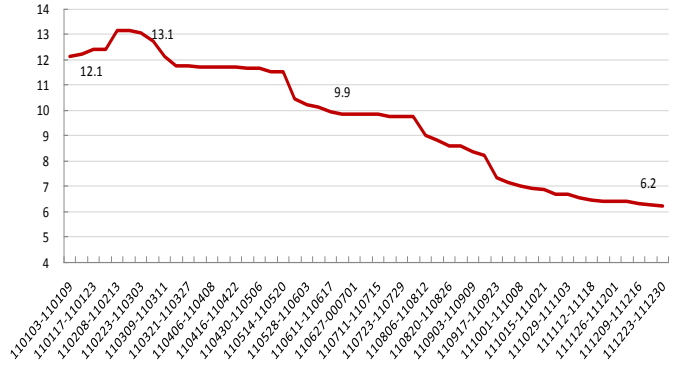
资料来源：华宝证券研究所整理

图 8 2012 年多晶硅价格走势 (\$/kg)



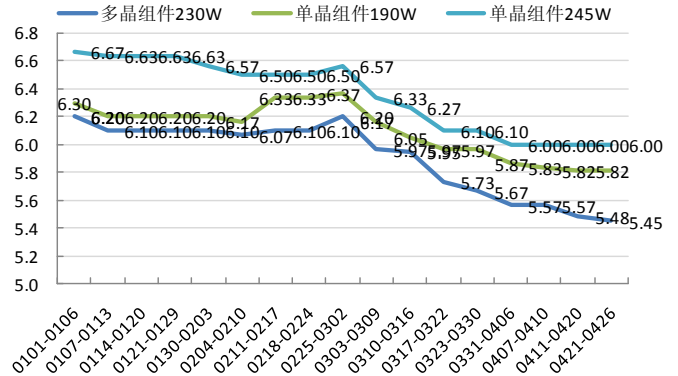
资料来源：华宝证券研究所整理

图 7 2011 年多晶 230W 组件价格走势 (元/W)



资料来源：华宝证券研究所整理

图 9 2012 年组件价格走势 (元/W)



资料来源：华宝证券研究所整理

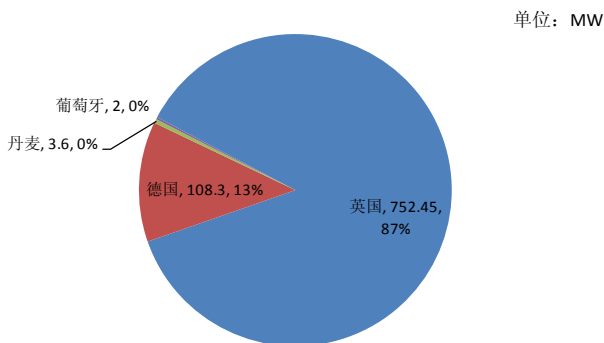
3.2. 风电市场不容忽视，海上风电发展市场广阔

根据世界风能协会统计，2010年全球风机装机容量已经达到196.6GW，新增装机容量36.86GW，装机增长率为23.1%。根据全球风能理事会（GWEC）预测，到2014年全球风能新增装机容量将达到62.5GW，累计装机容量将达到409GW，未来发展空间仍然相对可观。

受陆地面积限制，近几年来海上风电备受关注。截止2011年欧洲海上风电装机总量为3813MW，而欧盟成员国希望海上风电装机总量在2020年之前达到43GW以上，海上风电市场前景广阔。

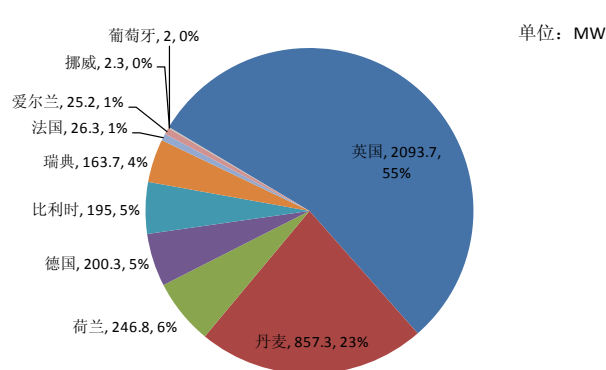
海上风电市场主要在欧洲，其中英国的装机总量最大，占欧洲装机总量的55%，其中2011年英国装机总量达到752.45MW，占欧洲市场的87%，德国市场2011年装机量达到108.3MW，超过截止2010年底的累计安装量。

图 10 2011 年欧洲新增海上风电装机量



资料来源：欧洲风能协会，华宝证券研究所整理

图 11 截止 2011 年欧洲海上风电装机量

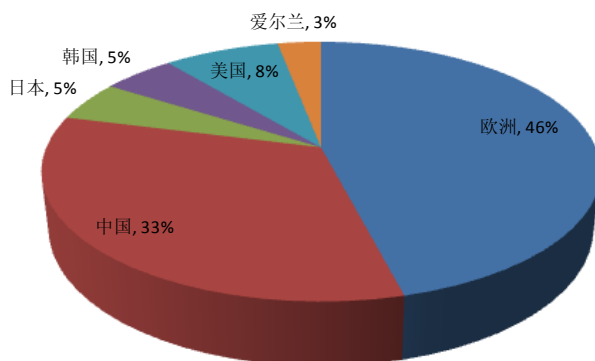


资料来源：欧洲风能协会，华宝证券研究所整理

中国拥有18000多公里的大陆海岸线，可利用海域面积多达300多万平方公里，是世界上风能资源最丰富的国家之一。其中，东南沿海距离电力负荷中心近，并且土地资源紧缺，将成为海上风电的主要市场。

2010年，风电产业被列入国家七大战略新兴产业，“十二五”规划中又将海上风电的目标进一步明确：2015年达到5GW，2020将达到30W。2011年，国内海上风电安装量仅为107.9MW，未来市场空间巨大。

图 12 海上风机产能分布情况

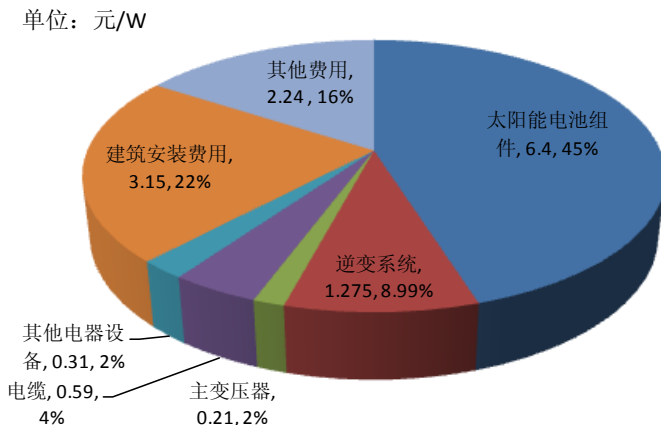


资料来源：欧洲风能协会，华宝证券研究所整理

注：绝大部分涡轮机组的功率在 5MW 以上

新能源行业中，比较光伏与风电市场，风电市场相对成熟，其中海上风电发展空间相对较大，而光伏市场更具发展潜力，依然是可再生能源中增长速度最快的行业。绿色能源经过多年发展，已经进入“质”与“量”并重的阶段，2011年我国国内光伏电站市场已初步开启，风电市场亦逐步对发电质量提出更高的要求。我们重点看好与电站业务相关的公司，尤其是以国内市场为主的公司。

图 13 2011 年四季度国内 10MW 电站安装成本占比情况

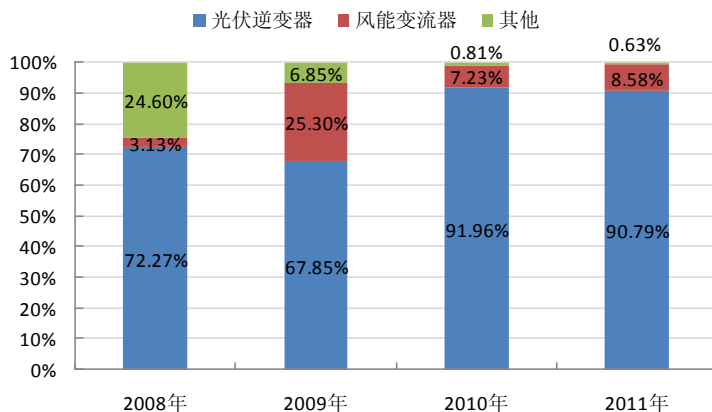


资料来源：华宝证券研究所整理

逆变系统在电站安装中的占比较重，将近9%，而我国逆变器发展比较晚，与发达国家相比，仍处在起步和示范阶段，还没有形成规模化的市场。但在国家可再生能源发展战略的引导和太阳能产业发展促进政策的推动下，我国太阳能光伏产业即将迎来一个大的发展时期。在光伏逆变器领域，阳光电源通过多年的自主研发，产品性能具备了与国际一流品牌竞争的实力，市场占有率多年来稳居国内市场第一位，全球市场份额逐步扩大。

阳光电源目前已光伏逆变器为主，风能变流器为辅，随着我国国内光伏电站市场的启动及风力发电稳定性等要求的进一步提高，公司主流业务将进一步受益。公司光伏逆变器国内龙头地位难以撼动，风能变流器进一步助推公司业绩。

图 14 阳光电源 2008-2011 年主营业务占比情况



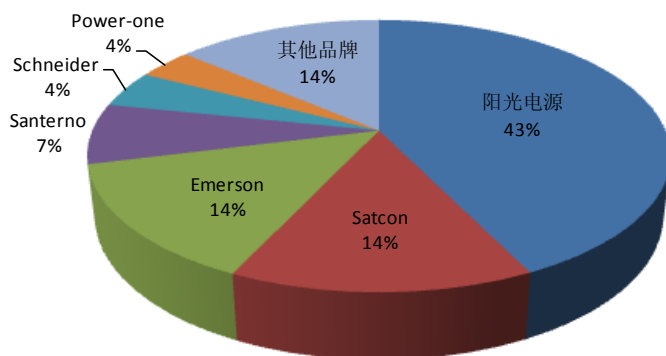
资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

4. 光伏逆变器国内龙头地位难以撼动

光伏逆变器是太阳能光伏发电系统不可缺少的关键设备，是电力电子技术可再生能源发电领域的应用，属于国家加快培育和发展的七大战略性新兴产业中的新能源产业，我国颁布了一系列的鼓励发展政策。光伏逆变器的可靠性、高效性和安全性直接影响到整个太阳能光伏发电系统的发电量及运行稳定相，是整个光伏发电系统中的关键设备。

自20世纪90年代，世界主要的工业发达国家先后制定了扶持光伏发电发展的计划和政策以来，光伏产业得到了迅速发展，市场已经较为成熟，工业发达国家的光伏逆变器生产企业也得到了快速发展，如SMA、Fronius、KACO、Power One、Satcon等知名企业，目前占据了全球市场的主要份额。

图 15 2010 年国内市场光伏逆变器企业市场份额



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

与发达国家相比，我国太阳能光伏发电市场现在仍处在起步和示范阶段，还没有形成规模化的市场。但在国家可再生能源发展战略的引导和太阳能产业发展促进政策的推动下，我国太阳能光伏产业即将迎来一个大发展的时期。2011年7月，光伏上网电价政策的出台正式“撬动”国内光伏产业的开启。

在光伏逆变器领域，公司通过多年的自主研发，产品性能具备了与国际一流品牌竞争的的实力，市场占有率多年来稳居国内市场第一位，全球市场份额逐步扩大。公司光伏逆变器2010年的国内市场占有率为42.8%，2011年继续稳居国内市场占有率第一，大幅领先于其他竞争者。同时，公司引领了太阳能光伏逆变器的技术方向，主持起草了《光伏逆变器的国家标准》。

4.1. 光伏逆变器国内地位稳定，国外市场逐步打开

SMA总部位于德国，成立于1981年，是全球领先的专业逆变器供应商。2009年销售额为9.34亿欧元，占有全球37.5%的市场份额。2010年销售额为19.2亿欧元，约占全球31%的市场份额。2011年在全球光伏市场低迷的情况下，公司出货量仍然占据31%的市场份额。

Power-one成立于1973年，总部位于美国加州，产品销售及售后服务覆盖北美、欧洲和亚太等地区。公司2010年销售额为10.47亿美元，其中光伏逆变器占全球10.4%的市场份额。2011年公司市场份额上升至12%。

Fronius成立于1945年，位于奥地利，其太阳能技术、焊接技术和蓄电池技术处于世界同行业的领袖地位。公司2009年营业额为3.29亿欧元，2010年达到4.99亿欧元，其中2010年光伏逆变器占全球6.2%的市场份额。

KACO成立于1914年，总部位于德国南部城市Neckasulm，是一家专业制造逆变器的公司，其第一大也是各种光伏并网逆变器及相关配件的生产销售。2010年公司光伏逆变器占全球市场份额为5.4%。

德国西门子是世界最大、历史最长的电子和电气工程公司之一，是世界上最大的环保技术供应商，其绿色产品和解决方案约占西门子总营收的三分之一。公司2010年光伏逆变器市场份额约为3.1%，位列全球第六位。

表 2 主要光伏逆变器公司生产情况

| 公司 | 国家 | 2011 年份额 | 2010 年份额 | 产能、产品情况 |
|-----------|------|------------|----------|-------------------------|
| SMA | 德国 | 31% | 31% | 2010 年产能增至 9000-10000MW |
| Power-one | 美国加州 | 12% | 10.4% | |
| Fronius | 奥地利 | 约 25-30%之间 | 6.2% | 世界第一逆变焊机制造商, 小功率性能良好 |
| KACO | 德国 | | 5.4% | 2009 年产能达到 1000MW |
| Simens | 德国 | | 3.1% | |
| Satcon | 美国 | | 2.3% | 2009 年产能达到 600MW |

资料来源: 华宝证券研究所整理

此外, 美国的Emerson及国内的一些光伏逆变器制造厂商, 如: 北京科诺伟业有限公司、南京冠亚电源设备有限公司、安徽颐和新能源科技股份有限公司等也是光伏逆变器在国内市场的有力竞争者。

表 3 国内主要光伏逆变器公司生产情况

| 公司 | 创立时间 | 产品特点/定位 | 产能情况 |
|---------|--------|-------------------------------|---|
| 阳光电源 | 1997 年 | 风力、光伏、并网、离网、单机最大功率 1MW、电力系统电源 | 2011 年上半年 500MW; 上市募集资金用于 1GW 逆变器生产线建设, 建设周期为 2 年; 与甘肃达成 1GW 的意向, 2013 年 3 月建成。 |
| 南京冠亚电源 | 2001 年 | 风力、光伏、并网、离网、单机最大功率 1MW、电力系统电源 | 2012 年产能达到 1.5GW, 未来 5 年达到 5GW |
| 北京科诺伟业 | 2001 年 | 风力、光伏、并网、离网 | 约 100MW |
| 安徽颐和新能源 | 2007 年 | 风力、光伏、并网、离网、高压变频器、单机最大功率 1MW | 2011-2013 年之间, 力争产能达到 1GW |

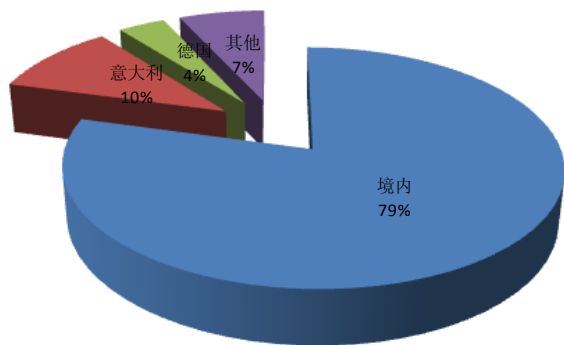
资料来源: 华宝证券研究所整理

4.2.公司光伏逆变器竞争优势

光伏逆变器价格已基本比较平稳: 尽管2011年受产能过剩影响, 光伏行业饱受降价之苦, 但逆变器供应商目前享有的毛利率在行业内仍然是最高的。7月初逆变器的平均价格在0.239美元/W, 至10月平均价格仍然维持在0.235美元/W, 二季度跌幅仅为1.67%。然而进入三季度, 光伏逆变器市场遭遇寒流, 逆变器收入同比下降了20%, 受此影响, 光伏逆变器全年平均销售价格下跌14%。但是目前产品跌价幅度逐渐趋缓, 目前国内报价在0.7元/W左右, 2012年逆变器价格跌幅将趋缓, 价格基本平稳。

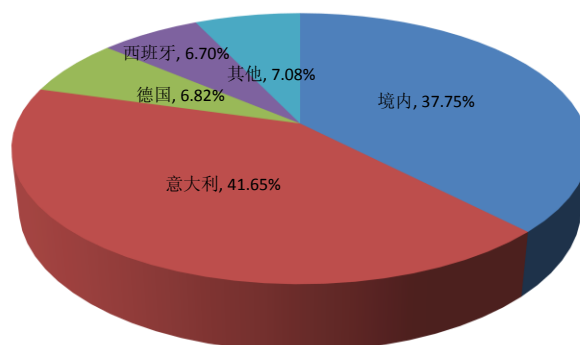
公司主要以国内市场为主, 受国外市场波动影响相对较小: 2011年受欧债危机及光伏行业产能过剩影响, 组件全年价格跌幅约50%, 国内多数光伏组件公司全年业绩下滑严重。公司虽然隶属光伏行业, 且在2010年已经成功进军意大利等欧洲市场, 但是由于公司规模相对较小, 仍以国内市场为主。2011年灵活调整策略, 进一步加大国内市场开发力度, 国内销售额占总营收的94%, 所以全年业绩维持稳定增长。

图 16 2011 年 1-6 月公司主营收入地区分布



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

图 17 2010 年公司主营收入地区分布



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

毛利率较高，支撑公司盈利：与国外知名光伏逆变器企业相比，如全球最大的SMA，成本优势非常明显，致使公司毛利率水平高，产品价格低，阳光电源更具优势。纵观国内市场，虽然逆变器市场未来被看好，但是由于技术壁垒高，进入行业需要一定的时间。

表 4 阳光电源与 SMA 公司光伏逆变器比较

| | 公司名称 | 2011 年度 | 2010 年度 | 2009 年度 |
|--------|------|-----------|-----------|------------|
| 毛利率 | SMA | 28% | 36.1% | 36.53% |
| | 阳光电源 | 45.8% | 50.81% | 50.66% |
| 销售额 | SMA | 140 亿 RMB | 171 亿 RMB | 88.6 亿 RMB |
| | 阳光电源 | 7.9 亿 RMB | 5.5 亿 RMB | 1.2 亿 RMB |
| 销量 | SMA | 7591MW | 7.8GW | 3.4GW |
| | 阳光电源 | 915MW | 343MW | 53.4MW |
| 销售价格 | SMA | 1.84 元/W | 2.2 元/W | 2.6 元/W |
| | 阳光电源 | 0.86 元/W | 1.6 元/W | 2.3 元/W |
| 成本 | SMA | 1.32 元/W | 1.4 元/W | 1.66 元/W |
| | 阳光电源 | 0.47 元/W | 0.79 元/W | 1.13 元/W |
| 人工成本占比 | SMA | 约 15%左右 | 15.69% | 17.77% |
| | 阳光电源 | 约 1.4% | 1.62% | 2.32% |

资料来源：华宝证券研究所整理

产品性能奠定品牌优势，注重创新研发增强竞争实力：优越的产品性能为公司带来良好的效益和品牌知名度。公司主要产品的关键指标都处于国际、国内领先水平，大型光伏逆变器的关键指标领先国内其他竞争者，甚至超越了一些知名的国际品牌，如逆变器效率达到了98.5%、最大功率跟踪效率达到了99.9%。大型光伏逆变器获得了国内外多项殊荣。

公司坚持以市场为导向、以创新为原则，建立了以客户需求为导向的研发模式，引入了先进的集成产品开发管理（IPD）方法。公司长期注重研发，研发人员占比高，公司通过公开募股，募集资金三分之一用于研发中心建设项目。公司现有研发人员多达187人，占公司员工总数的30.51%。2010年，国家人力资源和社会保障部门正式批准国家设立国家级企业博士后工作站，为公司人才交流、提高公司在本行业内的理论和科研能力、储备未来人才打下基础。

表5 公司人员情况

| | | 人数 | 占员工总数比例 |
|------|-------|-----|---------------|
| 专业类别 | 研发人员 | 187 | 30.51% |
| | 生产人员 | 227 | 37.03% |
| | 业务人员 | 135 | 22.02% |
| | 管理人员 | 46 | 7.5% |
| | 行政后勤 | 18 | 2.94% |
| 学历类别 | 硕士及以上 | 91 | 14.85% |
| | 大学本科 | 171 | 27.9% |
| | 大专 | 192 | 31.32% |
| | 大专以下 | 159 | 25.94% |

资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所整理

5. 风能变流器助推公司业绩

公司主营业务中光伏逆变器占据绝大多数份额，随着光伏产业链降价带来的平价上网曙光，逆变器需求将进一步增大，公司2011年募集资金的60%以上用于公司建设1GW光伏逆变器生产线，计划两年后达产，公司2012年初，与甘肃省签订意向，合作建设1GW逆变器项目，建设期1年，届时公司光伏逆变器的产能将达到2.5GW。

作为公司第二项主营业务，风能变流器2011年对公司营收贡献8.58%。公司的风能变流器同样在国内市场具有很强的竞争力，公司的全功率风能变流器产品拖过国际权威检测机构Intertek的测试，成为国内受过通过欧盟CE认证的风能变流器产品，取得了进军欧洲的通行证，为未来销售提供了可靠的保证。

表6 生产风能变流器的主要企业

| 公司 | 所属地域 | 主要产品 |
|-------------|------|--|
| ABB | 瑞士 | 全系列风电变压器，陆地和海上风电机组中、低压变流器 |
| Convertteam | 美国 | 1.5-8MW 双馈型、全功率型风能变流器 |
| 美国超导 | 美国 | 150KW-500KW、500KW-1MW 风能变流器 |
| Switch | 芬兰 | 1.15MW、1.5MW、2MW、2.3MW、2.5MW、3MW、4.5MW、5W、6MW 全功率型 |
| 禾望电气 | 深圳 | 1.5MW、2MW、2.5MW、3MW、5MW 风冷双馈变流器；1.5MW、2MW、2.5MW 水冷全功率变流器 |
| 阳光电源 | 合肥 | 1.5MW、2MW、3MW 风能变流器（双馈型）；850KW、1.5MW、2MW、2.5MW 风能变流器（全功率型） |
| 科诺伟业 | 北京 | 850KW、1MW、1.5MW、2MW 双馈型变流器；1MW、1.5MW、2MW 直驱式变流器 |
| 龙源电气 | 北京 | 1.5MW 风电双馈变流器 |
| 清能华福 | | |
| 大全集团 | 江苏 | 2MW 直驱永磁风力发电变流器 |
| 九洲电气 | 黑龙江 | 600KW-3MW 双馈风能流器；750KW-3MW 全功率风能变流器 |
| 北京能高 | 北京 | 1.5MW、2MW、2.5MW、3MW 双馈风能变流器；850KV、1.5MW、2MW、2.5MW、3MW、3MW/3kV 全功率风能变流器 |
| 荣幸股份 | 辽宁 | 1.5MW 直驱型风电变流器 |

资料来源：华宝证券研究所整理

注：红色部分是全球市场份额第一的公司

黄色部分公司是国内变流器第一梯队的公司

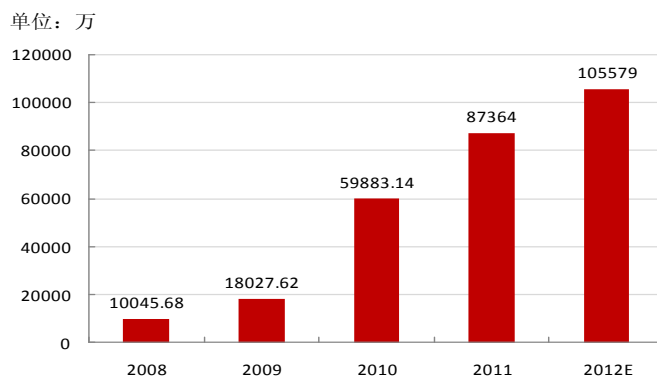
由于我国风力发电控制技术起步较晚，目前国内风能变流器市场主要依赖进口，ABB、Convertteam、美国超导等国外品牌占据国内风能变流器的主要市场份额。尽管与国外品牌还存在一定的差距，国产品日趋成熟并逐步被用户认可。禾望电气、阳光电源、科诺伟业等逐步形成品牌效应、市场份额逐年提高。

“十二五”方案中提出的风机装机容量，对风机装机质量的重视，及国内外开始高度关注的海上风电建设，都是风能变流器行业推进的动力。公司目前启动3-6MW大型风能变流器的研究、开发工作，争取海上风电产品有所突破。

6. 财务分析

受益于2010年意大利的安装爆发期，公司多款产品打入意大利市场，受此利好影响，2010年全年业绩是2009年的3倍之多。进入2011年，受2010年相对产能过剩及欧债危机带来的政策调整影响，公司业绩增长有所放缓，但是我们看好2012年国内电站市场开启带来的光伏逆变器市场乐观前景。

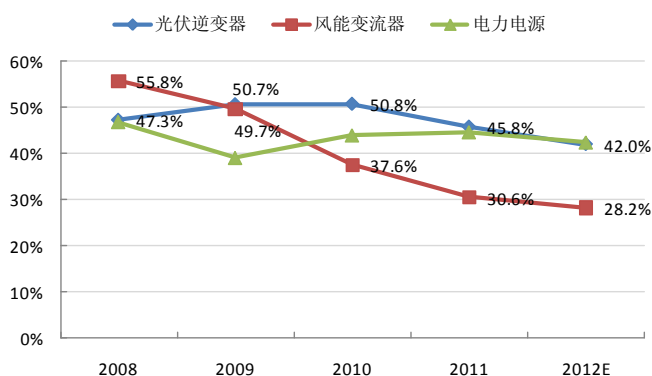
图 18 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

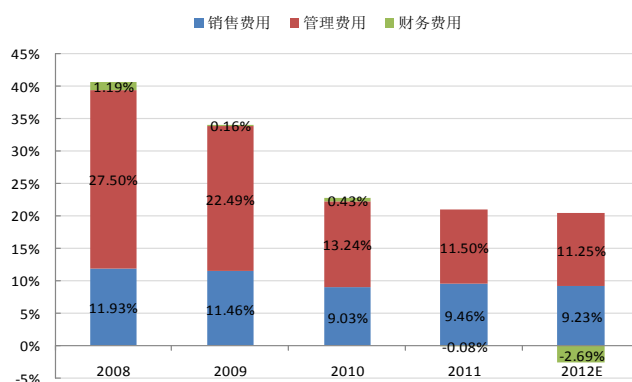
公司光伏逆变器毛利率维持相对稳定,这个得益于公司30KW以上光伏逆变器占光伏逆变器收入的比例呈快速上升趋势,2008年-2011年上半年占比分别为40.03%、61.64%、80.03%、80.2%。30KW以上的逆变器毛利率水平比较高,2011年上半年为51.33%的水平。

图 19 公司主要业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

图 20 公司三费占比情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究所整理

公司管理体制完善,费用情况控制良好,管理费用占比较高,这是由于公司注重研发,不断加大研发投入,力争光伏逆变器转换效率和跟踪效率进一步提高,启动大型风能变流器研究、开发工作,争取海上风电变流器产品取得突破。

7.盈利预测预估值

我们认为随着我国国内光伏装机市场的启动,逆变器进口替代浪潮加剧,我们积极看好公司的光伏逆变器业务。我们预计公司2012年-2014年的EPS为0.65元、0.83元、0.98元,按照目前股价,对应的PE分别为17、13、11倍。

表7 阳光电源估值模型假设条件

| 光伏逆变器: | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 出货量 (MW) | | 915 | 1360 | 2300 | 3500 |
| 每瓦价格 | | 0.867 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| 营业收入 (百万) | | 793.21 | 952 | 1380 | 1750 |
| 毛利率 | | 45.81% | 42.03% | 40.15% | 38.32% |
| 营业收入增长率 | | | 20.02% | 44.96% | 26.81% |
| 风能变流器: | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 (百万) | | 74.96 | 95.44 | 135.21 | 200.19 |
| 毛利率 | | 30.59% | 28.24% | 26.15% | 24.56% |
| 营业收入增长率 | | | 27.32% | 41.67% | 48.06% |
| 其他业务: | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 (百万) | | 5.47 | 8.35 | 13.22 | 20.25 |
| 毛利率 | | 42.78% | 42.46% | 40.78% | 38.36% |
| 营业收入增长率 | | | 52.65% | 58.32% | 53.18% |
| 合计: | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | | 873.64 | 1055.79 | 1528.43 | 1970.44 |
| 营业成本 | | 485.00 | 625.17 | 933.61 | 1242.91 |
| 毛利率 | | 44.49% | 40.79% | 38.92% | 36.92% |
| 营业收入增长率 | | | 20.85% | 44.77% | 28.92% |

资料来源：华宝证券研究所整理

8.风险提示

新能源仍依赖政策及经济环境影响带来的风险。随着太阳能光伏发电、风力发电等可再生能源的飞速发展，其发电成本已大幅度下降，但现阶段，光伏、风力发电的发电成本依旧高于常规化石能源，对各国政府的扶持政策仍然有较高的依赖性。尽管全球节能减排的趋势不变，但如果各国政府相关扶持政策发生重大变化，将影响可在再生能源的发展。

国内市场竞争加剧的风险。公司目前是国内最大的太阳能光伏逆变器制造企业，占据较大的国内市场份额，产品具备相当强的竞争力。国内逆变器市场起步较晚，量产企业寥寥无几，但是随着国内光伏电站市场的开启，逆变器业务潜力巨大，国内新兴企业试图进入逆变器制造行业，同时国外知名品牌也纷纷进入国内市场，公司勉励的市场竞争日益激烈。

汇率波动及税收政策风险。随着公司业务的拓展，出口业务比例将逐步增长，自2005年以来，人民币升值趋势明显，虽然2009年以来汇率水平趋于平稳，但不确定性仍然较大，汇率波动将对公司出口贸易和产品经营业绩产生一定程度的影响。

公司目前享受17%的出口产品退税税率及15%的高新技术企业优惠税率。如果国家对可再生能源行业的出口退税政策作出重大调整，或者公司高新技术企业认证复审未批过，将对公司的净利润带来不利影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 2239.96 | 2401.33 | 3285.79 | 3556.61 |
| 现金 | 1338.13 | 1907.06 | 1484.04 | 2344.29 |
| 应收账款 | 487.68 | 97.25 | 884.35 | 287.82 |
| 其它应收款 | 15.37 | 22.99 | 30.38 | 39.78 |
| 预付账款 | 25.80 | 57.26 | 60.38 | 92.94 |
| 存货 | 363.50 | 313.03 | 758.67 | 626.00 |
| 其他 | 9.49 | 0.00 | 0.10 | 0.00 |
| 非流动资产 | 173.17 | 208.66 | 262.28 | 298.12 |
| 长期投资 | 1.21 | -0.76 | -3.73 | -6.21 |
| 固定资产 | 83.17 | 135.64 | 184.15 | 221.48 |
| 无形资产 | 15.84 | 20.30 | 27.09 | 32.09 |
| 其他 | 72.94 | 53.49 | 54.77 | 50.76 |
| 资产总计 | 2413.12 | 2609.99 | 3548.07 | 3854.73 |
| 流动负债 | 578.95 | 604.55 | 1272.11 | 1261.57 |
| 短期借款 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 应付账款 | 315.67 | 347.56 | 677.12 | 663.86 |
| 其他 | 258.28 | 250.21 | 551.43 | 509.86 |
| 非流动负债 | 24.45 | 22.04 | 23.24 | 22.64 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 24.45 | 22.04 | 23.24 | 22.64 |
| 负债合计 | 603.40 | 626.58 | 1295.36 | 1284.21 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东权益 | 1809.72 | 1983.41 | 2252.72 | 2570.51 |
| 负债和股东权益 | 2413.12 | 2609.99 | 3548.07 | 3854.73 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|
| 经营活动现金流 | -128.64 | 631.87 | -372.82 | 903.08 |
| 净利润 | 172.55 | 209.53 | 269.31 | 317.80 |
| 折旧摊销 | 0.00 | 14.68 | 21.25 | 27.21 |
| 财务费用 | -0.66 | -28.49 | -25.94 | -23.56 |
| 投资损失 | 3.96 | 2.00 | 2.98 | 2.49 |
| 营运资金变动 | -302.50 | 433.15 | -639.92 | 578.90 |
| 其它 | -1.99 | 1.00 | -0.50 | 0.25 |
| 投资活动现金流 | -104.34 | -53.18 | -77.35 | -65.79 |
| 资本支出 | 97.65 | 40.88 | 54.88 | 39.16 |
| 长期投资 | 2.10 | 1.98 | 2.97 | 2.47 |
| 其他 | -4.59 | -10.32 | -19.50 | -24.15 |
| 筹资活动现金流 | 1249.85 | -9.76 | 27.15 | 22.96 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1249.85 | -9.76 | 27.15 | 22.96 |
| 现金净增加额 | 1016.87 | 568.93 | -423.02 | 860.25 |

利润表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 873.64 | 1055.79 | 1528.43 | 1970.44 |
| 营业成本 | 485.01 | 625.17 | 933.61 | 1242.91 |
| 营业税金及附加 | 6.43 | 5.28 | 7.64 | 9.85 |
| 营业费用 | 82.60 | 97.45 | 137.56 | 173.79 |
| 管理费用 | 100.46 | 118.78 | 157.12 | 201.97 |
| 财务费用 | -0.66 | -28.49 | -25.94 | -23.56 |
| 资产减值损失 | 19.01 | 10.56 | 15.28 | 19.70 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -3.96 | -2.00 | -2.98 | -2.49 |
| 营业利润 | 176.83 | 225.64 | 294.35 | 352.20 |
| 营业外收入 | 24.15 | 20.95 | 22.55 | 21.75 |
| 营业外支出 | 0.05 | 0.09 | 0.07 | 0.08 |
| 利润总额 | 200.93 | 246.51 | 316.83 | 373.88 |
| 所得税 | 28.38 | 36.98 | 47.52 | 56.08 |
| 净利润 | 172.55 | 209.53 | 269.31 | 317.80 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 172.55 | 209.53 | 269.31 | 317.80 |
| EBITDA | 154.42 | 204.73 | 279.06 | 334.42 |
| EPS (元) | 0.96 | 0.65 | 0.83 | 0.98 |

主要财务比率

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 45.89% | 20.85% | 44.77% | 28.92% |
| 营业利润 | 14.35% | 27.60% | 30.45% | 19.66% |
| 归属母公司净利润 | 16.56% | 21.43% | 28.53% | 18.01% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 44.48% | 40.79% | 38.92% | 36.92% |
| 净利率 | 19.75% | 19.79% | 17.18% | 14.97% |
| ROE | 9.53% | 10.56% | 11.95% | 12.36% |
| ROIC | 7.21% | 8.03% | 9.61% | 10.05% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 25.01% | 24.01% | 36.51% | 33.32% |
| 净负债比率 | 0.28% | 0.25% | 0.22% | 0.19% |
| 流动比率 | 3.87 | 3.97 | 2.58 | 2.82 |
| 速动比率 | 3.24 | 3.45 | 1.95 | 2.26 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.42 | 0.51 | 0.57 |
| 应收帐款周转率 | 2.62 | 3.61 | 3.11 | 3.36 |
| 应付帐款周转率 | 1.76 | 1.89 | 1.82 | 1.85 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.96 | 0.65 | 0.83 | 0.98 |
| 每股经营现金 | -0.40 | 1.96 | -1.16 | 2.80 |
| 每股净资产 | 10.11 | 6.14 | 6.97 | 7.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 0.00 | 17.06 | 13.27 | 11.25 |
| P/B | 0.00 | 1.80 | 1.59 | 1.39 |
| EV/EBITDA | -8.47 | 8.30 | 7.61 | 3.77 |

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。