

阳光电源 (300274.SZ)

太阳能行业

评级: 中性 下调评级

公司研究简报

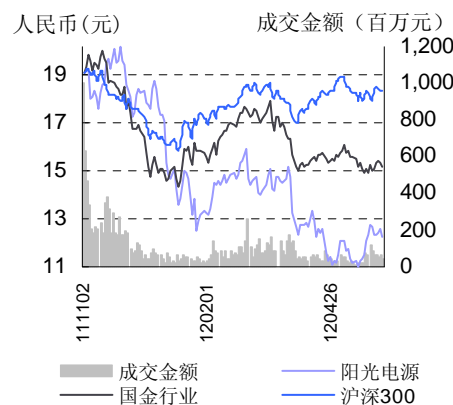
市价(人民币): 12.29元

## 短期难解逆变器价格下跌之忧

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) | 80.64       |
| 总市值(百万元)       | 3,964.26    |
| 年内股价最高最低(元)    | 20.17/11.00 |
| 沪深 300 指数      | 2901.22     |



## 相关报告

1. 《竞争加剧将继续考验盈利能力》, 2012.2.28
2. 《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          | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.101   | 0.963  | 0.543  | 0.695  | 0.878  |
| 每股净资产(元)    | 2.92    | 10.10  | 6.16   | 6.86   | 7.74   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.65    | -0.81  | 1.16   | 0.56   | 0.73   |
| 市盈率(倍)      | N/A     | 28.46  | 22.62  | 17.69  | 14.00  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 89.02   | 27.51  | 30.41  | 30.41  | 30.41  |
| 净利润增长率(%)   | 320.37% | 16.56% | 1.56%  | 27.90% | 26.36% |
| 净资产收益率(%)   | 37.69%  | 9.53%  | 8.82%  | 10.13% | 11.35% |
| 总股本(万股)     | 134.40  | 179.20 | 322.56 | 322.56 | 322.56 |

资料来源: 公司年报, 国金证券研究所

■ 公司 91% 的业务来自于光伏逆变器, 其中 90% 为电站逆变器, 主要供给国内市场。所以对公司业务判断关键点在于把握国内光伏行业需求增长和光伏逆变器的盈利能力;

■ 国内光伏电站建设规模增长迅速, 以目前各省公布的规模比去年增加一倍, 但国内电价下调时点与幅度并未确定, 因此虽然今年装机形势良好, 但具体装机规模尚不能完全确定, 这对逆变器行业也存在不确定性: 从需求端来看, 甘肃 (1.5GW)、青海 (1.2GW)、新疆 (500MW) 都有望成为今年的亮点。考虑到金太阳以及其它省份, 今年核准量有望达到 6GW 以上, 同比增长超过 100%。但实际的装机量严重依赖于未来电价下调的节奏与时点, 需要密切跟踪, 不能完全排除实际装机量低于核准量的可能性;

■ 竞争加剧使得价格持续下滑: 国内逆变器市场竞争依赖于大客户销售模式, 使得行业竞争呈现多元化和多级化的特点。而目前来看主要企业都保持了 20-35% 的毛利率, 并各有渠道, 所以短期内很难马上实现有效产能收缩。这导致了行业竞争的加剧。公司国内逆变器含税价格在去年年底 0.85 元/瓦的水平下继续下滑了 30% 至目前的 0.6 元/瓦;

■ 价格下降幅度将超过成本, 对毛利率形成挤压: 公司推出一系列举措来推动下成本下降。其中规模提升贡献了 5-6% 的成本下降。同时公司在加大 630KW 逆变器的推广力度, 使单位千瓦的造价下降。总体来看, 我们认为公司产品的成本下降幅度在 10% 左右低于售价下跌的幅度。由此推算出在当前价格下, 公司毛利率将下滑到接近 33% 左右的水平。但此毛利率水平仍然是可以接受的, 所以价格战仍可能持续, 毛利率将进一步被挤压;

■ 充沛的现金是公司在激烈竞争中的优势: 公司在行业景气高点完成上市后获得了充裕的现金储备, 从资产负债表来看一季度末仍有接近 13 亿在手现金, 所以目前公司在战略上相比身处现金困境的主要竞争对手更具优势, 我们认为公司很有可能采取主动降价的进攻性战略来保持市场份额。同时公司也有足够资金支持来持续投入研发, 维持技术领先的优势;

## 投资建议

- 我们预计公司 2012 和 2013EPS 为 0.54 和 0.70, 对应 PE 为 23 和 18 倍;
- 近期来看, 虽然出货量有望继续快速增长, 但价格大幅下跌对毛利率形成挤压效应较为明显, 行业需要经历一次艰难洗牌的过程。考虑到一年周期中价格仍然存在下调的空间, 我们暂时下调公司评级。但是长期来看我们仍然看好公司的长期行业积淀和创新研发能力, 这也是长期竞争力所在。

公司主要业务盈利预测

图表1: 主要业务的盈利预测

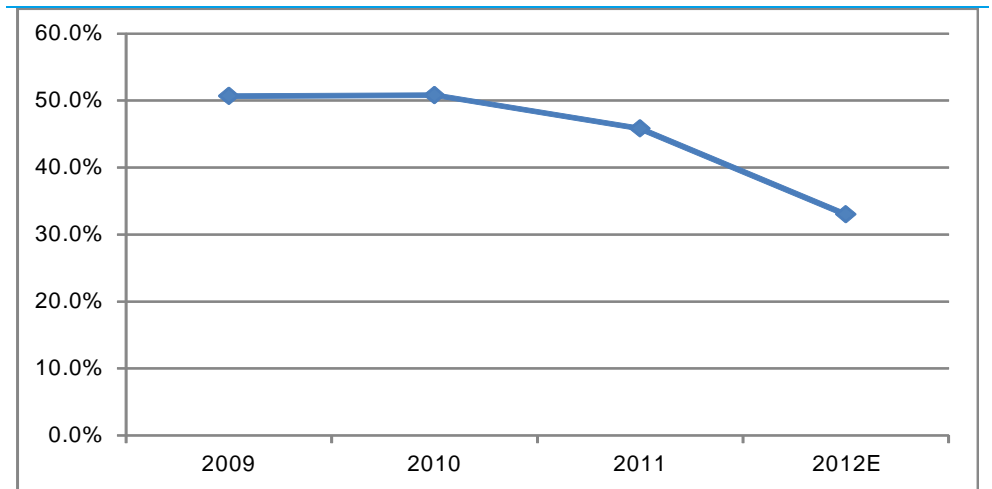
| 项 目          | 2009     | 2010    | 2011      | 2012E     | 2013E     |
|--------------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| <b>光伏逆变器</b> |          |         |           |           |           |
| 中国光伏装机容量     | 100,000  | 308,311 | 2,000,000 | 6,000,000 | 8,500,000 |
| 公司国内市场占有率    | 49%      | 42%     | 43%       | 30%       | 30%       |
| 出口销售 (KW)    | 4,471    | 213,531 | 59,000    | 200,000   | 637,500   |
| 出口销售比例       | 8%       | 62%     | 6%        | 10%       | 20%       |
| 国内销售 (KW)    | 48,950   | 129,491 | 856,000   | 1,800,000 | 2,550,000 |
| 国内销售比例       | 92%      | 38%     | 94%       | 90%       | 80%       |
| 公司销量 (KW)    | 53,421   | 343,022 | 915,000   | 2,000,000 | 3,187,500 |
| 增长率 (YOY)    | 80%      | 542%    | 167%      | 119%      | 59%       |
| 平均售价 (元/KW)  | 2289.75  | 1605.47 | 1155.94   | 543.29    | 461.80    |
| 增长率 (YOY)    | -7%      | -30%    | -28%      | -53%      | -15%      |
| 销售收入 (百万元)   | 122.32   | 550.71  | 793.21    | 1,086.58  | 1,471.98  |
| 增长率 (YOY)    | 68%      | 350%    | 44%       | 37%       | 35%       |
| 毛利率          | 50.7%    | 50.8%   | 45.8%     | 33.0%     | 32.0%     |
| 销售成本 (百万元)   | 60.35    | 270.90  | 429.84    | 728.01    | 1,000.95  |
| 毛利 (百万元)     | 61.97    | 279.82  | 363.36    | 358.57    | 471.03    |
| 增长率 (YOY)    | 80%      | 352%    | 30%       | -1%       | 31%       |
| 占总销售额比重      | 68%      | 92%     | 91%       | 86%       | 87%       |
| 占主营业务利润比重    | 69%      | 94%     | 93%       | 87%       | 87%       |
| <b>风能变流器</b> |          |         |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)   | 45.61    | 43.32   | 74.96     | 150.00    | 200.00    |
| 增长率 (YOY)    | 1306.38% | -5.02%  | 73.06%    | 100.10%   | 33.33%    |
| 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     | 105.00    | 140.00    |
| 毛利 (百万元)     | 22.64    | 16.30   | 22.93     | 45.00     | 60.00     |
| 占总销售额比重      | 25.30%   | 7.23%   | 8.58%     | 11.90%    | 11.77%    |
| 占主营业务利润比重    | 25.37%   | 5.46%   | 5.90%     | 10.89%    | 11.07%    |
| <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%     | 0.34%     | 0.27%     |
| 占主营业务利润比重    | 5.20%    | 0.61%   | 0.47%     | 0.42%     | 0.32%     |
| <b>其他</b>    |          |         |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)   | 0.46     | 0.69    | 1.37      | 20.00     | 23.00     |
| 毛利率          | 1.4%     | 60.5%   | 37.0%     | 40.0%     | 40.0%     |
| 销售成本 (百万元)   | 0.46     | 0.27    | 0.86      | 12.00     | 13.80     |
| 毛利 (百万元)     | 0.01     | 0.42    | 0.51      | 8.00      | 9.20      |
| 占总销售额比重      | 0.26%    | 0.12%   | 0.16%     | 1.59%     | 1.35%     |
| 占主营业务利润比重    | 0.01%    | 0.14%   | 0.13%     | 1.94%     | 1.70%     |

来源: 国金证券研究所

**价格下降将持续，对毛利率形成挤压，幅度将逐步缩小**

- 公司 90%收入来自于光伏逆变器产品。光伏逆变器的收入和盈利情况是公司业绩的核心问题。公司光伏逆变器产品主要面向国内市场，接近 90%逆变器产品为电站级。所以研究国内电站逆变器价格市场和价格问题是把握公司业务的关键。
- 我们认为当前对国内光伏逆变器行业最为核心的担忧在于价格下跌。因为价格下跌不仅将对收入增长形成负面效应，更将挤压毛利率。在目前 0.6-0.65 的含税价格下，公司的毛利率将下降到 35%的水平，较去年 46%的毛利率，下降幅度接近了 11 个百分点。

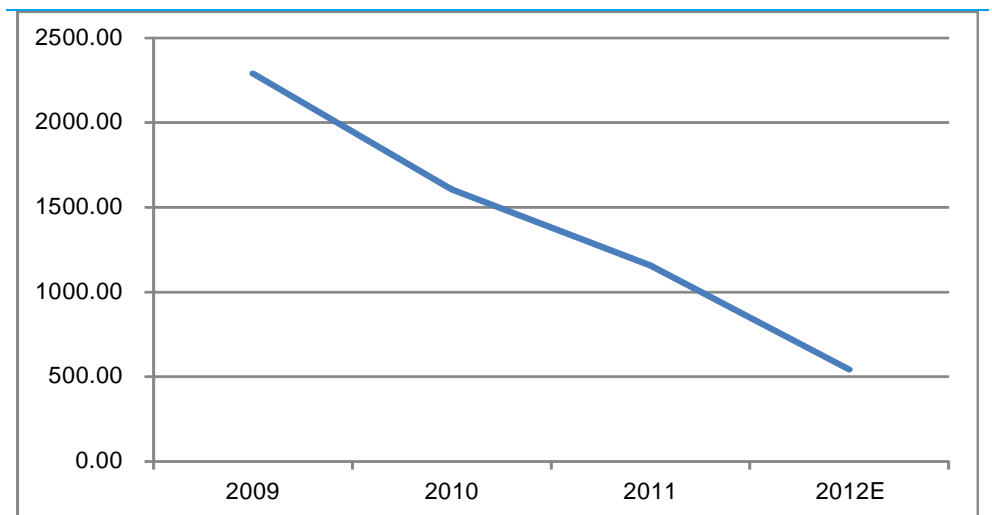
**图表2: 公司逆变器产品的毛利率走势**



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前价格仍有进一步下跌的可能：从盈利能力来看，目前 35%仍然是较为丰厚的，所以我们并没有看到逆变器行业的企业出现退出的迹象。在电力电子同比产品中，光伏逆变器仍然处于中游水平，为了争夺国内市场目前主流企业有进一步杀价的可能，竞争有可能进一步加剧。

**图表3: 公司逆变器平均不含税价格 (元/KW)**



来源：国金证券研究所

**工艺改良有助降低单位成本，但成本下降幅度将小于价格下跌**

- 公司重点加大工艺改良的力度来降低逆变器的成本：从目前的技术来看，公司主要关注于单位功率提升的方面，新研发出的 630KW 逆变器逐步成为公司主力推广的产品。未来公司将加大通过改变拓扑结构来减小逆变器体积，同时加大对提升电压等级方面的研究来进一步提升转化效率。

- **加大集成化和整体解决方案的销售，形成差异化竞争，来提升毛利率水平：**在对逆变器的功能集成上一直是公司的研发方向，包括集成变压器以及无功补偿设备等。从长期来看，公司正在学习西门子，ABB 等把包括电能、升压、监控，甚至机房整合在一起集成起来使得整体成本得到下降。

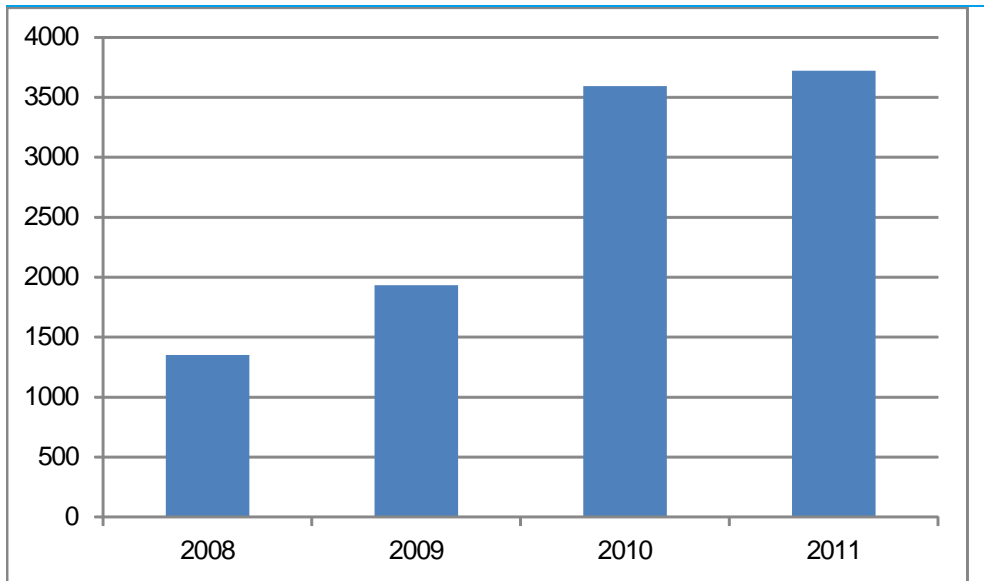
图表 4：国内外技术指标比较

| 技术指标     | 国际领先水平  | 国内水平          |
|----------|---------|---------------|
| 并网逆变器    | 商业化     | 商业化           |
| 并网/独立双功能 | 商业化     | 商业化           |
| 转换效率     | 97%-98% | 97%上下         |
| 动态跟踪效率   | 98%左右   | 95%-97%       |
| 大功率      | 商业化     | MW 级以上仅少量企业掌握 |
| 稳定性      | 成熟      | 有待提高          |
| 双向逆变     | 成熟      | 仅少数企业掌握       |
| 高频逆变     | 成熟可靠耐冲击 | 以小功率离网应用为主    |

来源：国金证券研究所

- **公司在研发上的投入，对逆变器行业的经验和沉淀，为不断推进成本下降提供了技术支撑。**

图表 5：公司的研发投入比例%



来源：国金证券研究所

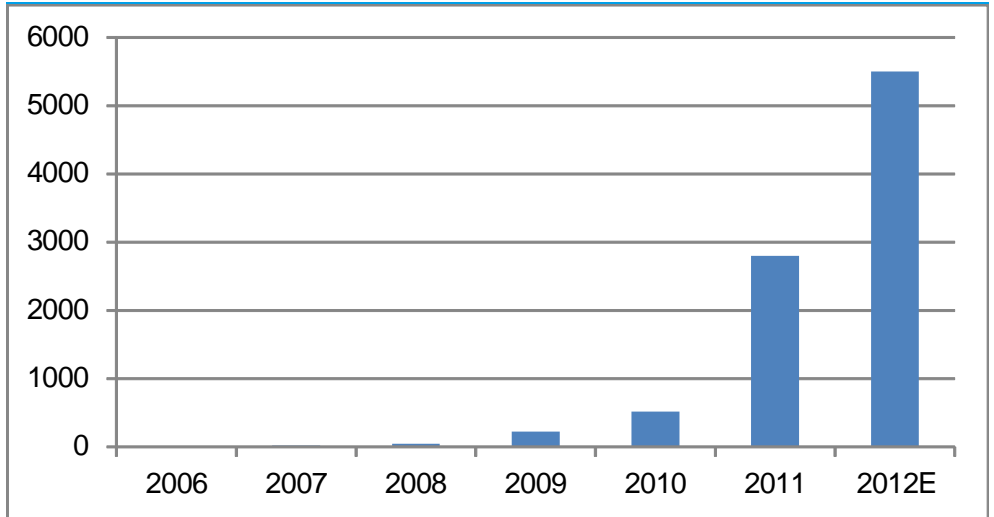
- **但整体来看成本下降不足以弥补价格下跌，毛利率下滑成必然：**今年来看规模效应的提升和单逆变器功率的提升贡献了 5% 左右的成本下降。整体来看，逆变器的制造成本下降幅度接近于 10%，远低于逆变器价格的下跌。预计毛利率将出现 10 个百分点以上的下滑。

**国内需求保持旺盛，今年有望同比增长 100%；但存一定变数**

- **国内光伏电站建设规模增长迅速，以目前各省公布的规模比去年增加一倍，但由于国内电价下调时点与幅度并未确定，因此虽然今年装机形势良好，但具体装机规模尚不能完全确定，这对逆变器行业也存在不确定性：**从需求端来看，甘肃（1.5GW）、青海（1.2GW）、新疆（500MW）都有望成为今年的亮点。考虑到金太阳以及其它省份，今年核准量有望达到 6GW 以上，同比增长超过 100%。但实际的装机量严重依赖于未来电价下调的节奏与时点，需要密切跟踪，不能完全排除实际装机量低于核准量的可能性；

- **接近风电成本，国内光伏装机将进入快速增长期：**由于当前光伏度电成本已经低于 1 元/度，部分地区接近 0.9 元/度。虽然制造成本进一步下降空间有限，但是考虑到技术进步带来的转化效率提升，每年预计可以实现 10% 左右的度电成本下降。由此我们判断在未来 1 年内光伏成本有望达到 0.85 元/度甚至更低的水平。考虑到光伏对电网冲击小于风电，对接入的投资更低，在此情况下，光伏的绝对经济性将逐步接近和超过风电。而风电当前 16-17GW 的年装机量将是光伏年装机的第一个目标。相比去年 3GW 的装机量，我们认为国内光伏进入快速增长期的是大概率事件。

图表6：中国光伏年新增装机容量 (MW)



来源：国金证券研究所

#### 较好的财务状况助力公司渡过寒冬

- 公司从历史上看始终保持着国内行业龙头的市场份额。但是考虑到今年国内竞争对手的涌现，市场份额出现了一定幅度的下滑。
- 但是公司是目前国内唯一一家完成上市的光伏逆变器企业，同时公司上市时点处于行业景气高峰，目前尚有接近 9 亿的超募资金尚未使用。相比目前由于激烈竞争而身处财务困境的竞争对手而言，公司现金充沛，成为公司渡过行业冬天的重要保障。
- 正是现金优势，无论是采用进攻性战略还是维持价格的战略，公司都有了的选择基础。但是我们认为从保持行业龙头地位和市场份额的角度，公司将更有更大可能来选择进攻性战略。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |            |            |              |             |            |            | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |              |              |              |              |
|-----------------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2009       | 2010       | 2011         | 2012        | 2013E      | 2014E      |                 | 2009       | 2010       | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        |
| 主营业务收入                | 180        | 599        | 874          | 1,261       | 1,700      | 2,090      | 货币资金            | 57         | 321        | 1,338        | 1,729        | 1,768        | 1,905        |
| 增长率                   |            | 232.2%     | 45.9%        | 44.3%       | 34.8%      | 23.0%      | 应收款项            | 90         | 194        | 513          | 296          | 399          | 491          |
| 主营业务成本                | -91        | -300       | -485         | -848        | -1,158     | -1,424     | 存货              | 62         | 229        | 364          | 395          | 539          | 663          |
| %销售收入                 | 50.5%      | 50.2%      | 55.5%        | 67.2%       | 68.1%      | 68.1%      | 其他流动资产          | 9          | 40         | 26           | 112          | 152          | 187          |
| 毛利                    | 89         | 298        | 389          | 413         | 542        | 666        | 流动资产            | 219        | 784        | 2,240        | 2,532        | 2,858        | 3,246        |
| %销售收入                 | 49.5%      | 49.8%      | 44.5%        | 32.8%       | 31.9%      | 31.9%      | %总资产            | 78.9%      | 91.7%      | 92.8%        | 89.8%        | 88.2%        | 88.1%        |
| 营业税金及附加               | 0          | 0          | -6           | -9          | -13        | -15        | 长期投资            | 0          | 3          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| %销售收入                 | 0.1%       | 0.1%       | 0.7%         | 0.7%        | 0.7%       | 0.7%       | 固定资产            | 53         | 60         | 147          | 259          | 343          | 393          |
| 营业费用                  | -21        | -54        | -83          | -107        | -141       | -169       | %总资产            | 19.1%      | 7.0%       | 6.1%         | 9.2%         | 10.6%        | 10.7%        |
| %销售收入                 | 11.5%      | 9.0%       | 9.5%         | 8.5%        | 8.3%       | 8.1%       | 无形资产            | 5          | 5          | 20           | 25           | 34           | 43           |
| 管理费用                  | -41        | -79        | -100         | -135        | -178       | -215       | 非流动资产           | 59         | 71         | 173          | 287          | 381          | 439          |
| %销售收入                 | 22.5%      | 13.2%      | 11.5%        | 10.7%       | 10.5%      | 10.3%      | %总资产            | 21.1%      | 8.3%       | 7.2%         | 10.2%        | 11.8%        | 11.9%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 28         | 165        | 199          | 162         | 210        | 266        | <b>资产总计</b>     | <b>277</b> | <b>855</b> | <b>2,413</b> | <b>2,819</b> | <b>3,239</b> | <b>3,685</b> |
| %销售收入                 | 15.5%      | 27.5%      | 22.8%        | 12.8%       | 12.3%      | 12.7%      | 短期借款            | 23         | 5          | 5            | 155          | 105          | 55           |
| 财务费用                  | 0          | -3         | 1            | 25          | 26         | 32         | 应付款项            | 81         | 411        | 543          | 618          | 843          | 1,037        |
| %销售收入                 | 0.2%       | 0.4%       | -0.1%        | -2.0%       | -1.5%      | -1.5%      | 其他流动负债          | 7          | 26         | 31           | 59           | 79           | 97           |
| 资产减值损失                | -4         | -7         | -19          | -3          | -1         | -1         | 流动负债            | 110        | 443        | 579          | 832          | 1,027        | 1,189        |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0            | 0           | 0          | 0          | 长期贷款            | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 投资收益                  | 0          | 0          | -4           | 0           | 0          | 0          | 其他长期负债          | 19         | 20         | 24           | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 0.0%       | 0.0%       | n.a          | 0.0%        | 0.0%       | 0.0%       | <b>负债</b>       | <b>129</b> | <b>462</b> | <b>603</b>   | <b>832</b>   | <b>1,027</b> | <b>1,190</b> |
| 营业利润                  | 24         | 155        | 177          | 184         | 235        | 297        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>148</b> | <b>393</b> | <b>1,810</b> | <b>1,988</b> | <b>2,212</b> | <b>2,495</b> |
| 营业利润率                 | 13.3%      | 25.8%      | 20.2%        | 14.6%       | 13.8%      | 14.2%      | 少数股东权益          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外收支                 | 17         | 18         | 24           | 22          | 28         | 36         | <b>负债股东权益合计</b> | <b>277</b> | <b>855</b> | <b>2,413</b> | <b>2,819</b> | <b>3,239</b> | <b>3,685</b> |
| 税前利润                  | 41         | 172        | 201          | 206         | 263        | 333        | <b>比率分析</b>     |            |            |              |              |              |              |
| 利润率                   | 22.7%      | 28.8%      | 23.0%        | 16.3%       | 15.5%      | 15.9%      |                 | 2009       | 2010       | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        |
| 所得税                   | -6         | -24        | -28          | -31         | -39        | -50        | <b>每股指标</b>     |            |            |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 14.0%      | 14.1%      | 14.1%        | 14.9%       | 14.9%      | 14.9%      | 每股收益            | 1.174      | 1.101      | 0.963        | 0.543        | 0.695        | 0.878        |
| 净利润                   | 35         | 148        | 173          | 175         | 224        | 283        | 每股净资产           | 4.940      | 2.923      | 10.099       | 6.165        | 6.860        | 7.738        |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0            | 0           | 0          | 0          | 每股经营现金净流        | 0.773      | 1.649      | -0.808       | 1.162        | 0.555        | 0.732        |
| 归属于母公司的净利润            | 35         | 148        | 173          | 175         | 224        | 283        | 每股股利            | 0.000      | 0.000      | 0.200        | 0.000        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                   | 19.5%      | 24.7%      | 19.8%        | 13.9%       | 13.2%      | 13.6%      | <b>回报率</b>      |            |            |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |              |             |            |            | 净资产收益率          | 23.76%     | 37.69%     | 9.53%        | 8.82%        | 10.13%       | 11.35%       |
|                       | 2009       | 2010       | 2011         | 2012        | 2013E      | 2014E      | 总资产收益率          | 12.69%     | 17.31%     | 7.15%        | 6.22%        | 6.92%        | 7.69%        |
| 净利润                   | 35         | 148        | 173          | 175         | 224        | 283        | 投入资本收益率         | 14.02%     | 35.55%     | 9.42%        | 6.43%        | 7.71%        | 8.87%        |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0            | 0           | 0          | 0          | <b>增长率</b>      |            |            |              |              |              |              |
| 非现金支出                 | 7          | 13         | 29           | 13          | 17         | 22         | 主营业务收入增长率       | 79.46%     | 232.17%    | 45.89%       | 44.33%       | 34.79%       | 22.96%       |
| 非经营收益                 | 0          | 0          | 1            | -13         | -19        | -30        | EBIT增长率         | 237.99%    | 489.70%    | 21.00%       | -18.71%      | 29.65%       | 26.77%       |
| 营运资金变动                | -19        | 61         | -347         | 200         | -43        | -39        | 净利润增长率          | 328.87%    | 320.37%    | 16.56%       | 1.56%        | 27.90%       | 26.36%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>23</b>  | <b>222</b> | <b>-145</b>  | <b>375</b>  | <b>179</b> | <b>236</b> | 总资产增长率          | 67.07%     | 208.17%    | 182.25%      | 16.84%       | 14.88%       | 13.77%       |
| 资本开支                  | -19        | -32        | -83          | -106        | -82        | -44        | <b>资产管理能力</b>   |            |            |              |              |              |              |
| 投资                    | 0          | -3         | -8           | -1          | 0          | 0          | 应收账款周转天数        | 110.4      | 79.3       | 139.4        | 78.0         | 78.0         | 78.0         |
| 其他                    | 0          | 1          | 3            | 0           | 0          | 0          | 存货周转天数          | 231.8      | 177.2      | 223.0        | 170.0        | 170.0        | 170.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-19</b> | <b>-34</b> | <b>-87</b>   | <b>-107</b> | <b>-82</b> | <b>-44</b> | 应付账款周转天数        | 189.2      | 181.5      | 207.5        | 181.0        | 181.0        | 181.0        |
| 股权募资                  | 0          | 97         | 1,276        | 3           | 0          | 0          | 固定资产周转天数        | 87.5       | 35.6       | 34.7         | 50.3         | 51.2         | 46.8         |
| 债权募资                  | 23         | -18        | 0            | 126         | -50        | -49        | <b>偿债能力</b>     |            |            |              |              |              |              |
| 其他                    | 0          | -1         | -27          | -5          | -9         | -5         | 净负债/股东权益        | -22.84%    | -80.51%    | -73.66%      | -79.19%      | -75.16%      | -74.10%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>23</b>  | <b>77</b>  | <b>1,249</b> | <b>123</b>  | <b>-59</b> | <b>-54</b> | EBIT利息保障倍数      | 98.6       | 63.7       | -301.7       | -6.6         | -8.0         | -8.3         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>27</b>  | <b>264</b> | <b>1,017</b> | <b>391</b>  | <b>38</b>  | <b>137</b> | 资产负债率           | 46.58%     | 54.06%     | 25.01%       | 29.50%       | 31.71%       | 32.29%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2    | 4    | 6    | 8    | 23   |
| 增持 | 0    | 1    | 1    | 5    | 15   |
| 中性 | 0    | 1    | 1    | 2    | 4    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.38 | 1.38 | 1.48 | 1.52 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2012-02-28 | 增持 | 14.68 | N/A |

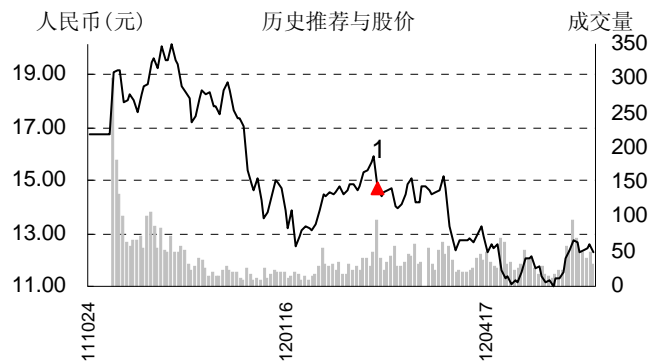
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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作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   |