

2012年08月14日

电气设备

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 9.27

# 阳光电源(300274)

## 逆变器价格下跌, 挤压毛利, 净利润下滑

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: 021-6877237

### 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(%)	24.85
每股净资产(元)	5.64
市净率(倍)	1.64
净资产收益率(加权)	2.48
12 个月内最高/最低价	37.66/8.28

### 股价走势图



### 相关研究报告

- 1《光伏逆变器领先企业, 直面国内竞争》, 2012.05.02
- 2《光伏逆变器增长放缓, 风能变流器助推公司业绩》, 2012.02.29

### ◎事项:

公司 2012 年 08 月 13 日公布半年报显示: 公司上半年实现的营业收入为 3.62 亿元, 同比增长 24%; 实现营业利润 3695 万元, 同比下降 43%; 实现净利润 4510 万元, 同比下降 27.87%, 扣非后净利润下降 76%。报告期内, 公司经营活动产生的现金流净额较上年同期下降 1200.6%。

### ◎主要观点:

◆**光伏行业持续不景气, 逆变器价格下跌, 净利润下滑。**2012 年上半年光伏行业饱受全球经济低迷及美国“双反”双重压力, 光伏产业链产品价格持续下跌。受此影响, 国内积极应对, 规模化逐步启动, 公司积极开拓国内市场, 光伏逆变器销售收入同比增长 26.94%。与此同时, 国内市场竞争加剧, 逆变器价格持续下跌, 毛利率较去年同期降 8.66%, 这是净利润下滑的主要原因。

◆**劳动力成本上升、研发投入加大, 费用率上升 4 个百分点。**报告期内, 劳动力成本上升, 致使销售费用率比上年同期上升 5.51 个百分点, 高达 14.93%; 公司管理费用率为 18.6%, 比去年同期增加 3.51 个百分点, 主要系公司进一步加大研发投入; 财务费用方面: 由于公司上市募集资金利息收入 2337 万元, 所以财务费用为负。

◆**经营活动现金流比上年同期减少 1200.6%。**主要原因系税费返还减少, 各项税费较上年同期增加较多; 另外, 随着规模扩大, 人员增加, 相关费用相应增加, 支付给职工的现金大幅增长。

◆**“十二五”规划上调光伏装机量至 21GW, 龙头企业“空间”“压力”并存。**新兴产业“十二五”规划总量目标超预期, 构成政策利好, 但国内市场需求在总需求中仍占比不大, 今年行业仍不容乐观。但是, 我们认为这是国家对光伏行业扶持的有力证明, 我们对后续政策动向持续跟踪。

◆**盈利预测与估值:**我们预计公司 2012-2014 年能够实现的 EPS 分别是: 0.46、0.51、0.60 元, 对应目前股价, PE 分别为: 20、18、15 倍, 维持“持有”评级。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	598.83	873.64	205.54	992.68	1093.43	1220.44
同比增速(%)	232.17	45.89	31.12	13.63	10.15	11.62
净利润(百万)	148.03	172.55	24.77	150.01	163.76	193.46
同比增速(%)	320.30	16.56	21.83	-13.06	9.16	18.14
毛利率(%)	49.82	44.48	36.72	38.43	36.06	35.68
每股盈利(元)	1.10	0.96	0.08	0.46	0.51	0.60
ROE(%)	37.69	9.53	1.36	7.80	7.84	8.48
PE(倍)	0.00	0.00		19.93	18.26	15.46

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2239.96	2314.22	2644.46	2710.13
现金	1338.13	1881.00	1450.54	2165.03
应收账款	487.68	62.29	639.94	86.06
其它应收款	15.37	20.69	17.48	25.97
预付账款	25.80	52.30	31.86	63.10
存货	363.50	297.94	504.56	369.97
其他	9.49	0.00	0.07	0.00
<b>非流动资产</b>	173.17	208.52	260.84	295.69
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	53.35	53.33	48.33
<b>资产总计</b>	2413.12	2522.74	2905.30	3005.82
<b>流动负债</b>	578.95	576.81	794.41	702.07
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款	315.67	332.77	434.52	412.41
其他	258.28	239.04	354.89	284.66
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	603.40	598.85	817.65	724.71
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	1923.89	2087.65	2281.11
<b>负债和股东权益</b>	2413.12	2522.74	2905.30	3005.82

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-128.64	590.16	-397.02	739.24
净利润	172.55	150.01	163.76	193.46
折旧摊销	0.00	14.67	21.09	26.92
财务费用	-0.66	-44.00	-41.24	-40.37
投资损失	3.96	2.00	2.98	2.49
营运资金变动	-302.50	466.47	-543.10	556.48
其它	-1.99	1.00	-0.50	0.25
<b>投资活动现金流</b>	-104.34	-53.02	-75.89	-64.51
资本支出	97.65	40.74	53.58	38.18
长期投资	2.10	1.98	2.97	2.47
其他	-4.59	-10.30	-19.34	-23.86
<b>筹资活动现金流</b>	1249.85	5.74	42.45	39.76
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	5.74	42.45	39.76
<b>现金净增加额</b>	1016.87	542.87	-430.46	714.49

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	873.64	992.68	1093.43	1220.44
营业成本	485.01	611.23	699.10	784.99
营业税金及附加	6.43	4.96	5.47	6.10
营业费用	82.60	131.33	123.01	124.00
管理费用	100.46	121.60	123.01	125.10
财务费用	-0.66	-44.00	-41.24	-40.37
资产减值损失	19.01	9.93	10.93	12.20
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
<b>营业利润</b>	176.83	155.62	170.17	205.93
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
<b>利润总额</b>	200.93	176.48	192.65	227.60
所得税	28.38	26.47	28.90	34.14
<b>净利润</b>	172.55	150.01	163.76	193.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	172.55	150.01	163.76	193.46
<b>EBITDA</b>	154.42	135.15	155.77	191.58
<b>EPS (元)</b>	0.96	0.46	0.51	0.60

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	45.89%	13.63%	10.15%	11.62%
营业利润	14.35%	-12.00%	9.35%	21.01%
归属母公司净利润	16.56%	-13.06%	9.16%	18.14%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.48%	38.43%	36.06%	35.68%
净利率	19.75%	15.11%	14.98%	15.85%
ROE	9.53%	7.80%	7.84%	8.48%
ROIC	7.21%	5.25%	5.41%	6.06%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.01%	23.74%	28.14%	24.11%
净负债比率	0.28%	0.26%	0.24%	0.22%
流动比率	3.87	4.01	3.33	3.86
速动比率	3.24	3.50	2.69	3.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.40	0.40	0.41
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.96	0.46	0.51	0.60
每股经营现金	-0.40	1.83	-1.23	2.29
每股净资产	10.11	5.96	6.46	7.06
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	19.93	18.26	15.46
P/B	0.00	1.55	1.43	1.31
EV/EBITDA	-8.47	8.44	10.09	4.47

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**

机构业务部咨询经理		
<b>上海</b>	<b>北京</b>	<b>深圳</b>
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	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。