

毛利率承压,国内市场支撑出货量 **增持维持**

目标价 11 元

公司 2012 年中报要点:

- 营业收入 3.62 亿元、同比增长 24.01%，其中主营业务收入 3.61 亿元，同比增长 25.35%。主要是由于受到欧债危机影响，市场需求不振，出口业务较大幅度下降，国内市场竞争加剧，产品销售价格下降。
- 归属上市公司净利润 4510.35 万元，同比下降 27.87%，环比下降 59.09%，EPS 为 0.14 元，同比下降 26.32%，环比下降 58.96%。主要原因是市场竞争更趋激烈，综合毛利率均下降，劳动力成本上升、销售费用同比增长；与此同时，公司加大了研发投入。
- 毛利率为 39.31%，同比下降 7.35%，环比下降 4.16%。主要原因是上半年光伏逆变器售价下降较多，该产品毛利率同比下降 8.66%。
- 经营现金流量净额为-1.57 亿元，同比下降 1200.58%。主要原因是应收账款与存货增加，同时收到的税费返减少较多。
- 三项费用率为 14.93%，绝对值同比上升 5.51%。主要原因是本期销售增加，参加展会较多，研发人员增加，投入加大。

分析点评:

- 公司业绩基本符合此前预期。公司业绩出现负增长的主要原因是债务危机影响欧洲光伏市场需求，国内新进入该领域的企业众多造成市场竞争压力加剧，导致公司毛利率高位下滑。
- 逆变器价格继续下跌的可能性较大，公司毛利率或继续承压，国内新增光伏装机量高速增长将对公司出货量形成强大支撑。在欧洲主要国家相继下调光伏上网电价的情况下，光伏新增装机量也许不会大幅度下滑，但是单价会继续下降。逆变器毛利率 40.40%，仍然是较高水平，对比风电逆变器的毛利率，我们认为 30%左右是合理水平。
- 公司研发经费 0.45 亿元，比上年同期 0.26 亿元增长 73.08%。研发经费从占营业收入的 8.83%增加为 12.42%，这是公司巩固新能源接入领域龙头地位，保持技术领先性所做的必要投入，能够提高公司未来持续发展的潜力。但是对当期业绩产生了较大的拖累，我们预计作为技术密集型企业，为了巩固龙头地位，还会继续维持较大的研发投入。
- 我们预计 2012、13、14 年的 EPS 为 0.36、0.49、0.62 元，对应的 PE 为 26、19、15 倍，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	598.83	873.64	1062.50	1790.25	2310.00
同比增速	232.17%	45.89%	21.62%	68.49%	29.03%
母公司净利润(百万)	148.03	172.55	114.88	159.24	198.85
同比增速	320.37%	16.56%	-33.42%	38.62%	24.87%
EPS	0.459	0.535	0.356	0.494	0.616
PE	20.20	17.33	26.03	18.78	15.04

电力设备与新能源研究组

分析师:

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

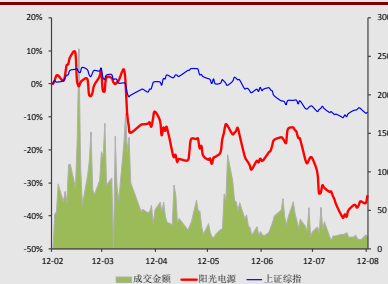
联系人:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股) 17,920

流通股(万股) 4,480

控股股东 曹仁贤

控股比例 38.84%

持股比例

数据来源: Wind 咨询

相关研究

量升价跌不出预期,培育新盈利点

2012.2

表 1: 阳光电源财务报表预测

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	2,215	2,038	2,446	2,521	营业收入	874	1,063	1,790	2,310
货币资金	1,312	1,232	996	1,259	营业成本	485	700	1,266	1,678
应收与预付款项	538	468	847	744	营业税金及附加	6	2	5	5
存货	364	337	601	517	销售费用	83	106	143	162
非流动资产	167	369	554	616	管理费用	100	138	197	231
固定资产在建工程	147	352	541	605	财务费用	-1	-14	1	16
无形资产待摊费用	16	14	12	11	资产减值损失	19	20	20	20
资产总计	2,382	2,406	2,999	3,137	投资收益	-4	0	0	0
流动负债	548	457	891	830	利润总额	201	135	187	234
短期借款	5	0	0	0	所得税	28	20	28	35
应付与预收账款	543	457	891	830	净利润	173	115	159	199
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	24	24	24	24	归属母公司净利	173	115	159	199
负债合计	572	482	915	854	EPS (元)	0.535	0.356	0.494	0.616
股本	179	179	179	179					
资本公积	1,363	1,363	1,363	1,363	主要财务比率				
留存收益	267	382	541	740	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	45.89%	21.62%	68.49%	29.03%
归属于母公司权益	1,810	1,925	2,084	2,283	净利润	16.56%	-33.42%	38.62%	24.87%
负债股东权益合计	2,382	2,406	2,999	3,137	获利能力				
					毛利率	44.48%	34.10%	29.26%	27.35%
现金流量表					净利率	19.75%	10.81%	8.90%	8.61%
单位: 百万元					ROE	9.53%	5.97%	7.64%	8.71%
经营活动现金流	-144	102	-51	344	偿债能力				
税后经营利润	2	1	1	2	资产负债率	24.03%	20.02%	30.52%	27.23%
折旧摊销	0	0	0	1	流动比率	4.04	4.45	2.74	3.04
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	3.38	3.72	2.07	2.41
利息费用	0	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-87	-221	-225	-120	总资产周转率	0.37	0.44	0.60	0.74
融资活动现金流	1,247	39	39	39	应收账款周转率	1.76	2.49	2.33	3.41
现金流量净额	1,018	-80	-236	263	存货周转率	1.33	2.08	2.11	3.24

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	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@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。