

2012年09月12日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) 11.00

公司基本资讯

| | |
|------------------|--------------------|
| 产业别 | 光伏设备 |
| A 股价(12/09/12) | 9.55 |
| 深证成分指数(12/09/12) | 8786.73 |
| 股价 12 个月高/低 | 20.17/8.38 |
| 总发行股数(百万) | 322.56 |
| A 股数(百万) | 80.64 |
| A 市值(亿元) | 7.70 |
| 主要股东 | 曹仁贤 (38.84%) |
| 每股净值(元) | 5.64 |
| 股价/帐面净值 | 1.69 |
| | 一个月 三个月 发行价 |
| 股价涨跌(%) | 2.14 -13.65 -68.69 |

近期评等

| | | |
|------------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
| 2012-08-14 | 9.27 | 中性 |

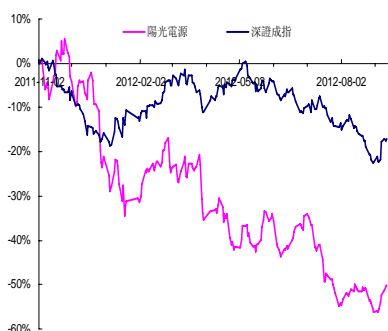
产品组合

| | |
|-------|--------|
| 光伏逆变器 | 89.70% |
| 风能变流器 | 9.95% |
| 电力电源 | 0.08% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 阳光私募 | 9.07% |
| 基金 | 3.66% |
| 社保基金 | 2.96% |
| 一般法人 | 2.78% |
| 财务公司 | 1.25% |

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

“十二五”光伏装机规划再上调，逆变器需求预将大增

结论与建议:

由于欧盟“双反”等一系列原因，中国政府或将“十二五”国内光伏装机量规划目标提至惊人的 40GW，此举落实，将对公司逆变器的国内需求产生极大的拉动效应，即便在未来逆变器价格跌幅趋缓的预期下，公司业绩仍将作为光伏板块中的亮点。

预计公司 2012、13 年 EPS 分别为 0.542 元和 0.656 元，YoY 分别增长 1.25% 和 21.18%。目前 2012、13 年 P/E 为 17 倍和 14 倍。短期受益于规划上调的消息，上修至买入投资建议，目标价 11.5 元（2013 年 18x）。

■ **上半年受制价格下滑，净利 YoY-28%:** 阳光电源 2012 年上半年完成营业收入 3.62 亿元，YoY-24.00%，其中：国内销售收入 3.4 亿元，YoY+46%，同时出口下降 61%。期内公司光伏逆变器产品销售量约为 400~500MW，YoY 增长 100%以上，但无奈价格水平 YoY 下跌超过 40%，毛利率 YoY 下降 7.4 个百分点至 39.3%，导致最终净利润的下降。

■ **光伏逆变器为终端电厂标配，需求与装机量挂钩:** 公司主营光伏逆变器为光伏发电产业链中组件构成系统这一环节中负责交直流转换的部件，与上游多晶硅、电池片等并无直接的联系，下游装机量的提升将直接拉动逆变器的市场需求。

■ **“十二五”装机目标或提至 40GW，FiT 补贴标准 3 年不变:** 出于应对欧盟“双反”以及对“国内光伏发电发展趋势好于预期”的调整，国家能源局称，预将“十二五”国内光伏装机目标由此前的 21GW 再次上调，至惊人的 40GW。同时表示 11 年推行的 1RMB/kwh 补贴标准将延续至 2014 年，期间不做下调，相对于目前已降至 0.6~0.7 元/kwh 的发电成本（1500 有效日照小时数*20 年计）来说，可以有相当不错的回报率。

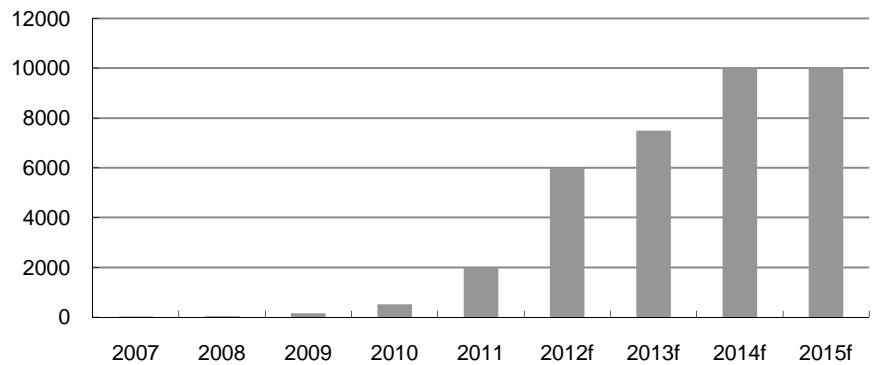
■ **预计 2013 年公司出货量超过 2.5GW:** 公司年底产能有 1.5GW，而募投的 1GW 光伏逆变器项目预计将于今年底明年初投产，超募投建的 1GW 光伏逆变器项目预计要到 2013 年底才有希望建成。受到国内装机市场大幅提振的拉动，预计公司今年出货量有望超过 1.5GW，YoY+80%，而 13 年预计超过 2.5GW，生产线将处于满载的状态。即便考虑未来逆变器价格仍是下行趋势，公司销售收入和利润仍将有的增长。

■ **业绩预测:** 预计公司 2012、13 年营收分别达到 13.23 亿元和 17.58 亿元，YoY 分别增长 51.47%和 32.81%；实现净利润分别为 1.75 亿元和 2.12 亿元（较此前皆上修 40%），YoY 分别增长 1.25%和 21.18%；EPS 分别为 0.542 元和 0.656 元。目前 2012、13 年 P/E 为 17 倍和 14 倍。短期受益于规划上调的消息，上修至买入投资建议，目标价 11.5 元（2013 年 18x）。

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 纯利(Netprofit) | RMB 百万元 | 35 | 148 | 173 | 175 | 212 |
| 同比增减 | % | 328.99% | 320.30% | 16.56% | 1.25% | 21.18% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 1.174 | 1.101 | 0.535 | 0.542 | 0.656 |
| 同比增减 | % | 328.99% | -6.18% | -51.43% | 1.25% | 21.18% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 7.96 | 8.49 | 17.48 | 17.26 | 14.25 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.000 | 0.000 | 0.200 | 0.100 | 0.100 |
| 股息率(Yield) | % | 0.00% | 0.00% | 2.14% | 1.07% | 1.07% |

图表一：参照最新规划后，中国光伏装机量预估



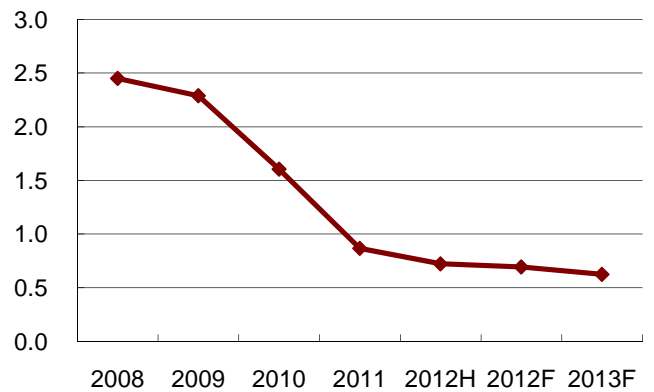
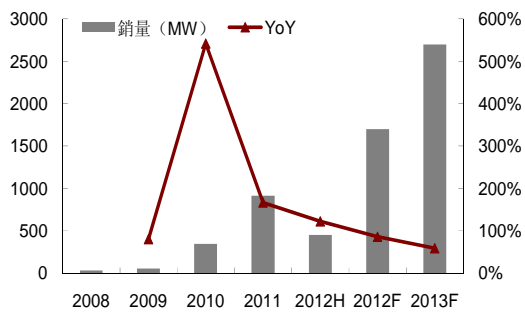
资料来源：EPIA，国家能源局，群益证券（2012/09）

图表二：公司光伏逆变器销量及 YoY

(单位：MW)

图表三：公司光伏逆变器价格走势

(单位：元/W)



资料来源：公司公告，群益证券（2012/09）

资料来源：群益证券（2012/09）

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入 | 180 | 599 | 874 | 1323 | 1758 |
| 经营成本 | 91 | 300 | 485 | 828 | 1135 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 6 | 3 | 4 |
| 销售费用 | 21 | 54 | 83 | 159 | 211 |
| 管理费用 | 41 | 79 | 100 | 185 | 211 |
| 财务费用 | 0 | 3 | -1 | -46 | -35 |
| 资产减值损失 | 4 | 7 | 19 | 15 | 15 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 营业利润 | 24 | 155 | 177 | 174 | 216 |
| 营业外收入 | 17 | 18 | 24 | 30 | 30 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 41 | 172 | 201 | 202 | 244 |
| 所得税 | 6 | 24 | 28 | 27 | 33 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 35 | 148 | 173 | 175 | 212 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金 | 57 | 321 | 1338 | 1241 | 1143 |
| 应收帐款 | 81 | 180 | 497 | 621 | 696 |
| 存货 | 63 | 229 | 364 | 411 | 472 |
| 流动资产合计 | 219 | 784 | 2240 | 2307 | 2353 |
| 长期投资净额 | 0 | 3 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 43 | 58 | 83 | 150 | 195 |
| 在建工程 | 10 | 2 | 64 | 93 | 102 |
| 无形资产 | 5 | 5 | 16 | 17 | 17 |
| 资产总计 | 277 | 855 | 2413 | 2568 | 2683 |
| 流动负债合计 | 110 | 443 | 579 | 608 | 644 |
| 长期负债合计 | 19 | 20 | 24 | 24 | 25 |
| 负债合计 | 129 | 462 | 603 | 632 | 669 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 148 | 393 | 1810 | 1936 | 2014 |
| 负债和股东权益总计 | 277 | 855 | 2413 | 2568 | 2683 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 23 | 222 | -145 | -109 | -87 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -19 | -34 | -87 | -105 | -115 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 23 | 77 | 1247 | 116 | 104 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 27 | 265 | 1015 | -97 | -98 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。