

阳光电源 (300274.SZ)

太阳能行业

评级: 中性 维持评级

业绩点评

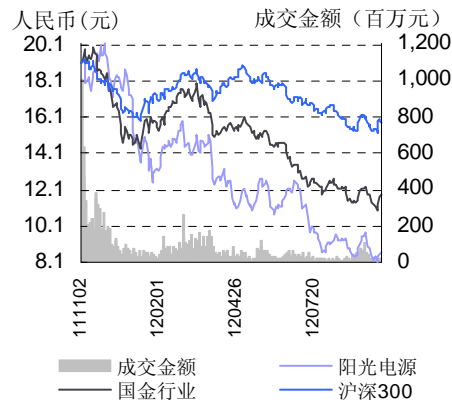
市价(人民币): 8.61元

## 中标大订单, 但毛利率压力犹存

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)       | 27.77      |
| 年内股价最高最低(元)    | 20.17/8.10 |
| 沪深 300 指数      | 2270.05    |



### 相关报告

- 《价格竞争将持续压制盈利能力》, 2012.8.13
- 《短期难解逆变器价格下跌之忧》, 2012.6.4
- 《竞争加剧将继续考验盈利能力》, 2012.2.28

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          | 2010    | 2011   | 2012E   | 2013E  | 2014E  |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.101   | 0.963  | 0.449   | 0.597  | 0.820  |
| 每股净资产(元)    | 2.92    | 10.10  | 6.07    | 6.67   | 7.49   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.65    | -0.81  | 1.12    | 0.48   | 0.63   |
| 市盈率(倍)      | N/A     | 28.46  | 19.14   | 14.41  | 10.49  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 89.02   | 27.51  | 20.00   | 15.00  | 13.00  |
| 净利润增长率(%)   | 320.37% | 16.56% | -16.01% | 32.85% | 37.34% |
| 净资产收益率(%)   | 37.69%  | 9.53%  | 7.40%   | 8.96%  | 10.95% |
| 总股本(百万股)    | 134.40  | 179.20 | 322.56  | 322.56 | 322.56 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公布重大合同订单: 公司与振发新能源科技有限公司签订了逆变器设备供货合同, 金额共计 10800 万元, 预计合同将在 2012-2013 年内执行;

### 经营分析

- 此次订单对业绩影响有限, 但下半年订单有望持续流入, 是否能符合预期需观察: 此次合同金额来看相当于 2011 年度营业收入的 12.36%, 税后相当于 10.6%, 考虑到交货期将延续到明年对公司业绩影响相对有限。但从行业来看, 经历了上半年的招标萧条, 近期光伏电站招标逐步恢复。从需求端来看, 甘肃、青海、新疆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;
- 我们更担心的是竞争加剧导致价格下跌将继续挤压毛利率: 公司上半年毛利率出现了同比 8.7 个百分点的下滑, 也是逆变器行业价格竞争的激烈状况的写照。从我们跟踪的近 5 个月招标价格情况来看, 价格下滑趋势仍将延续。其中 6 月部分项目招标的逆变器价格税后已经接近 0.55 元/瓦。此次中标的只披露了金额, 但是我们预计价格也不会很高。根据我们测算, 公司全年毛利率预计会回落到 31% 左右的水平;
- 但是我们仍然看中公司的行业地位和长期建立的竞争优势: 依托在行业景气高点完成 IPO, 公司获得了充裕的现金储备, 中报来看仍然有 12 亿现金在手。这使得公司上半年仍然能够在行业低谷仍然保持研发费用率同比提升 3.6 个百分点。倚靠行业进入的先发优势和持续不断的研发投入, 公司在逆变器产品技术水平相比国内竞争对手领先 1-2 年时间, 保证了公司逆变器具备更好的性价比和效率;

### 盈利调整

- 由于此次中标仍然是我们预期公司今年订单的一部分, 我们不因此调整对公司 2012 和 2013EPS 预测。我们预测公司未来 2 年 EPS 为 0.45 和 0.60 元。对应当前股价的 PE 为 19 和 14 倍;
- 我们认为在产能过剩的状况下未来行业仍需经历一段艰难洗牌, 暂时维持对公司的中性评级。但长期来看, 我们仍然看好公司的行业积淀和创新研发能力。

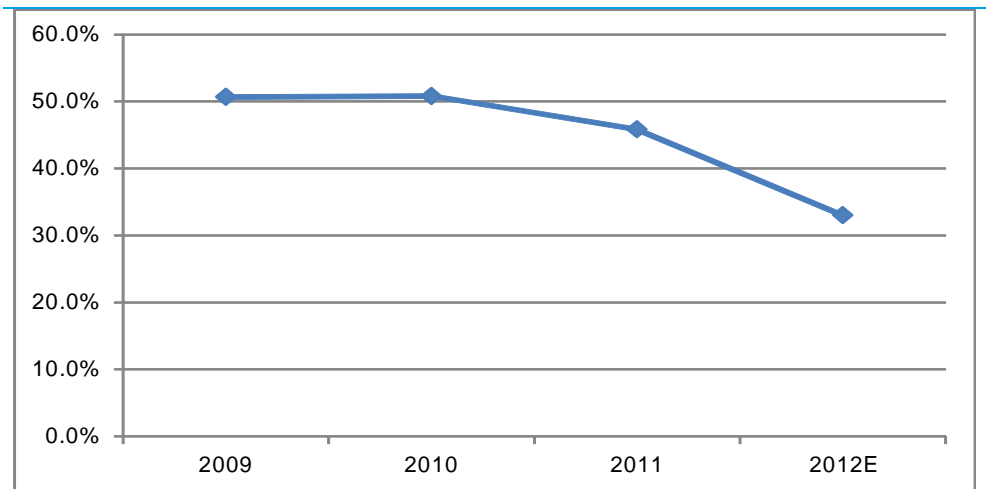
主要业务盈利预测

图表1: 主要业务的盈利预测

| 项 目          | 2010    | 2011      | 2012E     | 2013E     | 2014E      |
|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|
| <b>光伏逆变器</b> |         |           |           |           |            |
| 中国光伏装机容量     | 308,311 | 2,000,000 | 5,300,000 | 7,600,000 | 11,000,000 |
| 公司国内市场占有率    | 42%     | 43%       | 30%       | 30%       | 30%        |
| 出口销售 (KW)    | 213,531 | 59,000    | 176,667   | 570,000   | 825,000    |
| 出口销售比例       | 62%     | 6%        | 10%       | 20%       | 20%        |
| 国内销售 (KW)    | 129,491 | 856,000   | 1,590,000 | 2,280,000 | 3,300,000  |
| 国内销售比例       | 38%     | 94%       | 90%       | 80%       | 80%        |
| 公司销量 (KW)    | 343,022 | 915,000   | 1,766,667 | 2,850,000 | 4,125,000  |
| 增长率 (YOY)    | 542%    | 167%      | 93%       | 61%       | 45%        |
| 平均售价 (元/KW)  | 1605.47 | 1155.94   | 543.29    | 461.80    | 438.71     |
| 增长率 (YOY)    | -30%    | -28%      | -53%      | -15%      | -5%        |
| 销售收入 (百万元)   | 550.71  | 793.21    | 959.82    | 1,316.12  | 1,809.67   |
| 增长率 (YOY)    | 350%    | 44%       | 21%       | 37%       | 38%        |
| 毛利率          | 50.8%   | 45.8%     | 31.4%     | 31.0%     | 31.0%      |
| 销售成本 (百万元)   | 270.90  | 429.84    | 658.43    | 908.13    | 1,248.67   |
| 毛利 (百万元)     | 279.82  | 363.36    | 301.38    | 408.00    | 561.00     |
| 增长率 (YOY)    | 352%    | 30%       | -17%      | 35%       | 38%        |
| 占总销售额比重      | 92%     | 91%       | 85%       | 85%       | 87%        |
| 占主营业务利润比重    | 94%     | 93%       | 85%       | 85%       | 87%        |
| <b>风能变流器</b> |         |           |           |           |            |
| 销售收入 (百万元)   | 43.32   | 74.96     | 150.00    | 200.00    | 250.00     |
| 增长率 (YOY)    | -5.02%  | 73.06%    | 100.10%   | 33.33%    | 25.00%     |
| 毛利率          | 37.6%   | 30.6%     | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%     |
| 销售成本 (百万元)   | 27.02   | 52.03     | 105.00    | 140.00    | 175.00     |
| 毛利 (百万元)     | 16.30   | 22.93     | 45.00     | 60.00     | 75.00      |
| 占总销售额比重      | 7.23%   | 8.58%     | 13.23%    | 12.96%    | 11.96%     |
| 占主营业务利润比重    | 5.46%   | 5.90%     | 12.64%    | 12.53%    | 11.58%     |
| <b>电力电源</b>  |         |           |           |           |            |
| 销售收入 (百万元)   | 4.11    | 4.10      | 4.30      | 4.52      | 4.75       |
| 增长率 (YOY)    | -65.39% | 5.00%     | 5.00%     | 5.00%     | 5.00%      |
| 销售成本 (百万元)   | 2.30    | 2.27      | 2.58      | 2.80      | 2.94       |
| 毛利 (百万元)     | 1.81    | 1.83      | 1.72      | 1.72      | 1.80       |
| 占总销售额比重      | 0.69%   | 0.47%     | 0.38%     | 0.29%     | 0.23%      |
| 占主营业务利润比重    | 0.61%   | 0.47%     | 0.48%     | 0.36%     | 0.28%      |
| <b>其他</b>    |         |           |           |           |            |
| 销售收入 (百万元)   | 0.69    | 1.37      | 20.00     | 23.00     | 25.30      |
| 毛利率          | 60.5%   | 37.0%     | 40.0%     | 40.0%     | 40.0%      |
| 销售成本 (百万元)   | 0.27    | 0.86      | 12.00     | 13.80     | 15.18      |
| 毛利 (百万元)     | 0.42    | 0.51      | 8.00      | 9.20      | 10.12      |
| 占总销售额比重      | 0.12%   | 0.16%     | 1.76%     | 1.49%     | 1.21%      |
| 占主营业务利润比重    | 0.14%   | 0.13%     | 2.25%     | 1.92%     | 1.56%      |

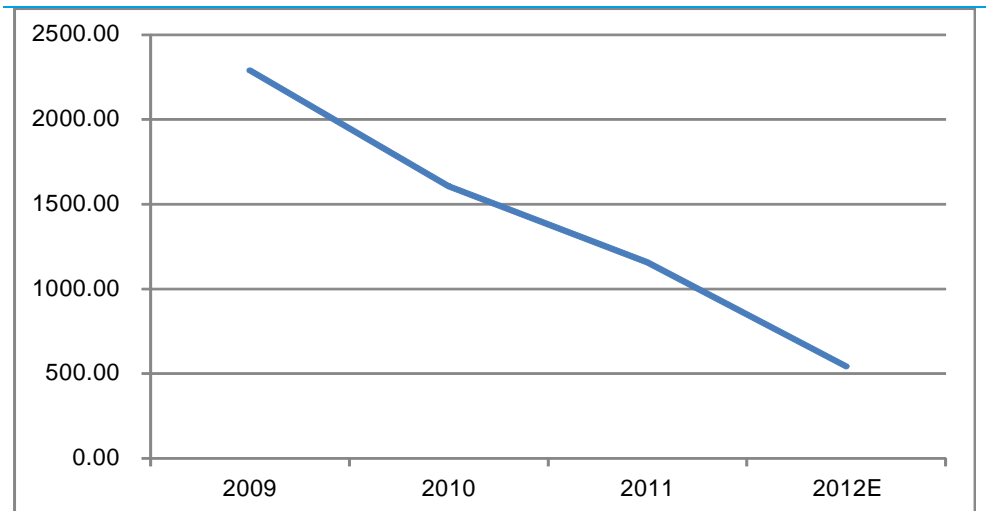
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司逆变器产品的毛利率走势



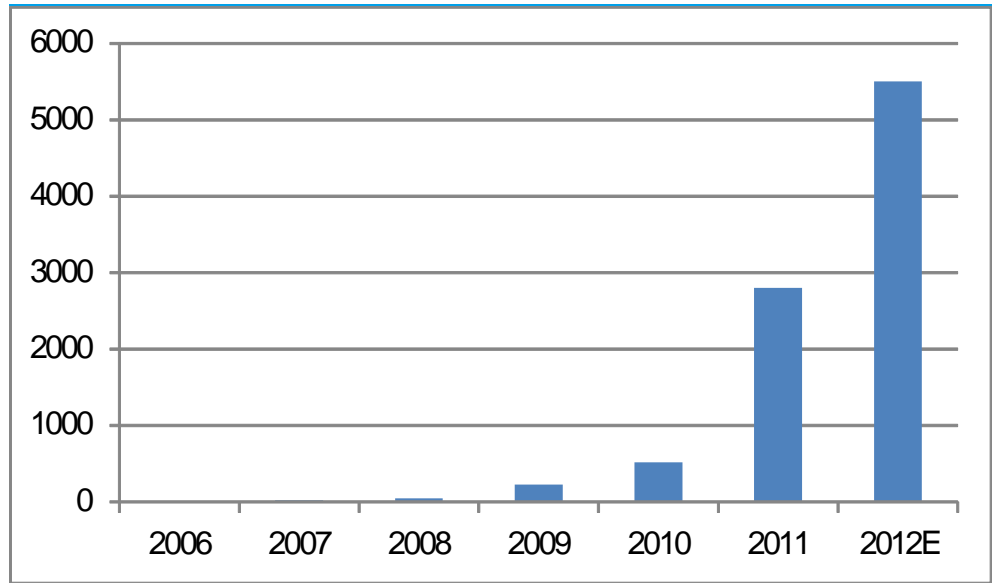
来源: 公司公告, 国金证券研究所

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

图表4: 中国光伏年新增装机容量 (MW)



来源: 国金证券研究所

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         | 2012E       | 2013E      | 2014E      |                 | 2009       | 2010       | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| 主营业务收入                | 180        | 599        | 874          | 1,134       | 1,544      | 2,090      | 货币资金            | 57         | 321        | 1,338        | 1,713        | 1,722        | 1,825        |
| 增长率                   |            | 232.2%     | 45.9%        | 29.8%       | 36.1%      | 35.4%      | 应收款项            | 90         | 194        | 513          | 266          | 363          | 491          |
| 主营业务成本                | -91        | -300       | -485         | -778        | -1,065     | -1,442     | 存货              | 62         | 229        | 364          | 362          | 496          | 672          |
| %销售收入                 | 50.5%      | 50.2%      | 55.5%        | 68.6%       | 69.0%      | 69.0%      | 其他流动资产          | 9          | 40         | 26           | 103          | 140          | 189          |
| 毛利                    | 89         | 298        | 389          | 356         | 479        | 648        | 流动资产            | 219        | 784        | 2,240        | 2,444        | 2,721        | 3,177        |
| %销售收入                 | 49.5%      | 49.8%      | 44.5%        | 31.4%       | 31.0%      | 31.0%      | %总资产            | 78.9%      | 91.7%      | 92.8%        | 89.5%        | 87.7%        | 87.8%        |
| 营业税金及附加               | 0          | 0          | -6           | -8          | -11        | -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          | -96         | -128       | -169       | %总资产            | 19.1%      | 7.0%       | 6.1%         | 9.5%         | 11.1%        | 10.9%        |
| %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         | -121        | -162       | -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%         | 10.5%        | 12.3%        | 12.2%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 28         | 165        | 199          | 130         | 177        | 248        | <b>资产总计</b>     | <b>277</b> | <b>855</b> | <b>2,413</b> | <b>2,732</b> | <b>3,102</b> | <b>3,617</b> |
| %销售收入                 | 15.5%      | 27.5%      | 22.8%        | 11.5%       | 11.5%      | 11.9%      | 短期借款            | 23         | 5          | 5            | 155          | 105          | 55           |
| 财务费用                  | 0          | -3         | 1            | 25          | 26         | 31         | 应付款项            | 81         | 411        | 543          | 566          | 774          | 1,049        |
| %销售收入                 | 0.2%       | 0.4%       | -0.1%        | -2.2%       | -1.7%      | -1.5%      | 其他流动负债          | 7          | 26         | 31           | 53           | 72           | 98           |
| 资产减值损失                | -4         | -7         | -19          | -2          | -1         | -1         | 流动负债            | 110        | 443        | 579          | 774          | 951          | 1,201        |
| 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>774</b>   | <b>951</b>   | <b>1,202</b> |
| 营业利润                  | 24         | 155        | 177          | 152         | 202        | 277        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>148</b> | <b>393</b> | <b>1,810</b> | <b>1,958</b> | <b>2,150</b> | <b>2,414</b> |
| 营业利润率                 | 13.3%      | 25.8%      | 20.2%        | 13.4%       | 13.1%      | 13.3%      | 少数股东权益          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外收支                 | 17         | 18         | 24           | 18          | 24         | 33         | <b>负债股东权益合计</b> | <b>277</b> | <b>855</b> | <b>2,413</b> | <b>2,732</b> | <b>3,102</b> | <b>3,617</b> |
| 税前利润                  | 41         | 172        | 201          | 170         | 226        | 311        | <b>比率分析</b>     |            |            |              |              |              |              |
| 利润率                   | 22.7%      | 28.8%      | 23.0%        | 15.0%       | 14.7%      | 14.9%      |                 | 2009       | 2010       | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| 所得税                   | -6         | -24        | -28          | -25         | -34        | -46        | <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        | 0.449        | 0.597        | 0.820        |
| 净利润                   | 35         | 148        | 173          | 145         | 193        | 264        | 每股净资产           | 4.940      | 2.923      | 10.099       | 6.071        | 6.668        | 7.488        |
| 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       | 1.122        | 0.478        | 0.635        |
| 归属于母公司的净利润            | 35         | 148        | 173          | 145         | 193        | 264        | 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%        | 12.8%       | 12.5%      | 12.7%      | <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%        | 7.40%        | 8.96%        | 10.95%       |
|                       | 2009       | 2010       | 2011         | 2012E       | 2013E      | 2014E      | 总资产收益率          | 12.69%     | 17.31%     | 7.15%        | 5.31%        | 6.21%        | 7.31%        |
| 净利润                   | 35         | 148        | 173          | 145         | 193        | 264        | 投入资本收益率         | 14.02%     | 35.55%     | 9.42%        | 5.24%        | 6.69%        | 8.54%        |
| 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           | 12          | 17         | 22         | 主营业务收入增长率       | 79.46%     | 232.17%    | 45.89%       | 29.81%       | 36.11%       | 35.38%       |
| 非经营收益                 | 0          | 0          | 1            | -9          | -15        | -28        | EBIT增长率         | 237.99%    | 489.70%    | 21.00%       | -34.74%      | 36.42%       | 39.86%       |
| 营运资金变动                | -19        | 61         | -347         | 214         | -40        | -54        | 净利润增长率          | 328.87%    | 320.37%    | 16.56%       | -16.01%      | 32.85%       | 37.34%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>23</b>  | <b>222</b> | <b>-145</b>  | <b>362</b>  | <b>154</b> | <b>205</b> | 总资产增长率          | 67.07%     | 208.17%    | 182.25%      | 13.20%       | 13.54%       | 16.61%       |
| 资本开支                  | -19        | -32        | -83          | -110        | -86        | -47        | <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>-111</b> | <b>-86</b> | <b>-47</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         | 56.0         | 56.3         | 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%      | -79.57%      | -75.21%      | -73.29%      |
| <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       | -5.3         | -6.9         | -8.1         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>27</b>  | <b>264</b> | <b>1,017</b> | <b>374</b>  | <b>9</b>   | <b>104</b> | 资产负债率           | 46.58%     | 54.06%     | 25.01%       | 28.34%       | 30.68%       | 33.24%       |

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 | 0   | 1    | 6    | 9    | 15   |
| 增持 | 0   | 0    | 7    | 7    | 8    |
| 中性 | 0   | 1    | 7    | 7    | 9    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 2.00 | 2.05 | 1.98 | 1.91 |

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           |
| 2 2012-06-04 | 中性 | 11.34 | 10.00 ~ 13.00 |
| 3 2012-08-13 | 中性 | 9.27  | N/A           |

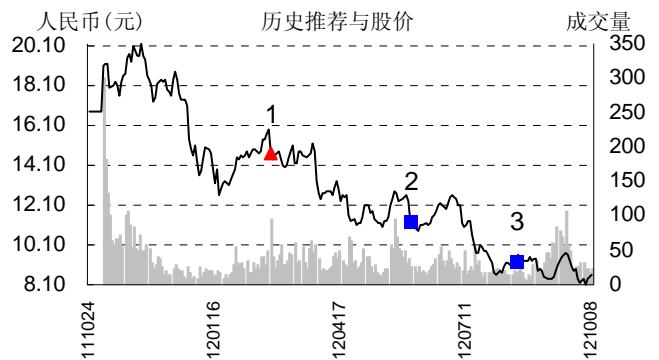
来源：国金证券研究所

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为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   |