

# 量升不能补价跌, 未来看国内市场

## 增持 维持

### 三季度报摘要:

- 公司前三季度营业收入 5.91 亿元, 同比增长 5.51%。净利润 6190.44 万元, 同比下降 44.2%。第三季度营业收入 2.29 亿元, 比去年同期下降 14.64%, 环比增长 11.44%, 第三季度净利润 1680.10 万元, 比去年同期下降 65.29%, 环比下降 32.17%。主要原因是国外市场持续低迷、国内市场竞争加剧, 导致光伏逆变器价格及毛利率呈下降趋势。
- 前三季度公司经营现金流净额-2.30 亿元, 同比下降 167.14%。主要原因是本期收到的税费返还较上年同期减少较多, 支付的各项税费较上年同期增加较多。

### 点评分析:

- 前三季度毛利率为 36.22%, 同比下降 8.74%, 第三季度毛利率为 31.34%, 环比下降 5.38%。主要原因是光伏市场景气度下行, 逆变器新进入厂商较多, 造成市场竞争环境恶化, 导致产品销售价格大幅度下跌, 毛利率下降。
- 前三季度期间费用率为 25.23%, 绝对值同比上升 3.68%。期间费用率升高主要原因销售规模逐步扩大、人员增加, 销售费用同比相应增加; 加大研发投入, 研发费用同比大幅增加。
- 公司业绩不佳主要受到行业景气度低迷的拖累, 同时受到众多新进入逆变器领域的竞争对手的冲击。光伏产业经过 2010 年的告诉发展期, 出现大量的新进入者, 即使技术含量较高的逆变器产品也不能避免, 产能出现大量过剩。虽然公司仍然能够保持行业龙头地位, 但是降价销售以保持市场份额却不可避免。
- 公司为了保持领先地位, 研发投入必不可少。由于逆变器的技术难度相对较大, 我们预计公司将会持续投入研发力量。
- 国内市场逐渐启动, 对逆变器行业拉动较大。由于海外光伏市场持续疲软, 预计国内政府可能会出台鼓励政策支持应用市场的发展, 而本土厂商在技术支持、售后服务等方面具有较大优势, 有利于占领市场。
- 我们预测公司 2012、13、14 年的 EPS 分别为 0.26、0.32、0.39 元, 对应的 PE 分别为 37、30、24 倍。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	598.83	873.64	917.50	1232.00	1627.00
同比增速	232.17%	45.89%	5.02%	34.28%	32.06%
母公司净利润(百万)	148.03	172.55	83.94	103.32	126.90
同比增速	320.37%	16.56%	-51.35%	23.08%	22.82%
EPS	0.459	0.535	0.260	0.320	0.393
PE	20.90	17.93	36.85	29.94	24.38

### 电力设备与新能源研究组

#### 分析师:

王静(S1180510120001)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦(S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

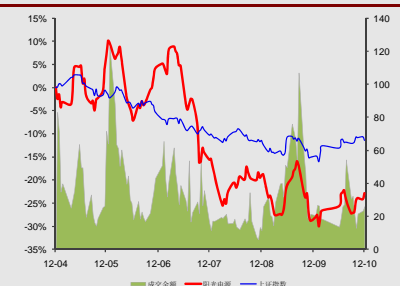
#### 研究助理:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《宏源证券\*公司中报点评\*阳光电源:

毛利率承压, 国内市场支撑出货量\*\*  
 新能源与电力设备行业\*王静、赵曦》

2012/8/14

《宏源证券\*公司年报点评\*阳光电源:

量升价跌不出预期, 培育新盈利点\*\*  
 新能源与电力设备行业\*王静、赵曦》

2012/2/29

《宏源证券\*行业点评报告\*光伏行业: 中期预告汇兑损失大, 长期影响有限\*\*  
 新能源与电力设备行业\*王静、赵曦》 2011/7/16

《宏源证券\*行业跟踪报告\*光伏行业: 欧盟反倾销立案, 光伏严冬更寒\*\*  
 新能源与电力设备行业\*王静、赵曦》 2011/8/31

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
<b>流动资产</b>	2,215	2,157	2,067	2,151	<b>营业收入</b>	874	918	1,232	1,627
货币资金	1,312	1,041	840	793	营业成本	485	622	876	1,186
应收与预付款项	538	648	719	786	营业税金及附加	6	2	4	3
存货	364	466	507	571	销售费用	83	92	99	114
<b>非流动资产</b>	167	369	554	616	管理费用	100	119	136	163
固定资产在建工程	147	352	541	605	财务费用	-1	-11	7	26
无形资产待摊费用	16	14	12	11	资产减值损失	19	20	20	20
<b>资产总计</b>	2,382	2,525	2,621	2,767	投资收益	-4	0	0	0
<b>流动负债</b>	548	607	599	619	利润总额	201	99	122	149
短期借款	5	0	0	0	所得税	28	15	18	22
应付与预收账款	543	607	599	619	净利润	173	84	103	127
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	24	24	24	24	归属母公司净利	173	84	103	127
<b>负债合计</b>	572	632	624	643	<b>EPS (元)</b>	0.535	0.260	0.320	0.393
股本	179	179	179	179					
资本公积	1,363	1,363	1,363	1,363	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	267	351	455	581	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	45.89%	5.02%	34.28%	32.06%
归属于母公司权益	1,810	1,894	1,997	2,124	净利润	16.56%	-51.35%	23.08%	22.82%

<b>负债股东权益合计</b>	2,382	2,525	2,621	2,767	<b>获利能力</b>				
					毛利率	44.48%	32.22%	28.93%	27.08%
<b>现金流量表</b>					净利率	19.75%	9.15%	8.39%	7.80%
单位：百万元					ROE	9.53%	4.43%	5.17%	5.97%
<b>经营活动现金流</b>	-144	-85	-10	44	<b>偿债能力</b>				
税后经营利润	2	1	1	1	资产负债率	24.03%	25.01%	23.80%	23.24%
折旧摊销	0	0	0	1	流动比率	4.04	3.55	3.45	3.48
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	3.38	2.78	2.60	2.55
利息费用	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-87	-221	-225	-120	总资产周转率	0.37	0.36	0.47	0.59
<b>融资活动现金流</b>	1,247	36	33	29	应收账款周转率	1.76	1.58	1.90	2.30
<b>现金流量净额</b>	1,018	-270	-201	-47	存货周转率	1.33	1.34	1.73	2.08

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。

**重点覆盖股票:** 平高电气、置信电气、许继电气、百利电气、森源电气、大连电瓷。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。