

2012年10月24日

电气设备

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 9.05

目标价(元):

# 阳光电源(300274)

逆变器竞争加剧，净利润下滑 44%

投资评级: B--持有(持续)

分析师: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

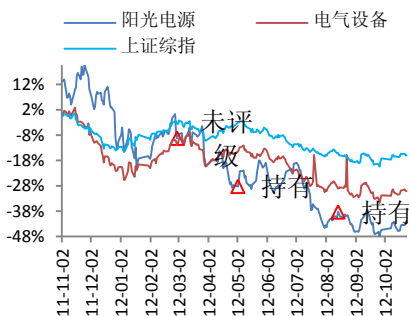
电话: 021-68778090

邮箱: wgjfuture@sohu.com

## 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(%)	29.63
每股净资产(元)	5.71
市净率(倍)	1.58
净资产收益率(加权)	3.40
12 个月内最高/最低价	37.66/8.07

## 股价走势图



## 相关研究报告

- 1 《逆变器价格下跌，挤压毛利，净利润下滑》，2012.08.14
- 2 《光伏逆变器领先企业，直面国内竞争》，2012.05.02
- 3 《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 10 月 23 日公布三季报显示: 公司前三季度实现的营业收入为 5.91 亿元, 比上年同期增长 5.5%, 营业利润 5382 万元, 同比下降 54%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 6190 万元, 比上年同期下降 44%; 公司经营活动产生的现金流净额为 -2.3 亿元, 比上年同期下降 167%。

环比二季度, 公司第三季度营业收入增长 11.44%, 但是毛利率由二季度的 37% 下降为 31%, 导致净利润比第二季度下滑 33%。

## ◎主要观点:

◆**竞争加剧, 毛利率下降严重, 导致净利润下滑。**受欧美“双反”及国内市场启动缓慢等影响, 光伏行业持续低迷, 产品价格持续下跌。由于行业的低迷及国内逆变器市场竞争加剧, 公司逆变器价格持续下跌, 使得营业收入增长仅为 5.5%, 增速放缓; 同时毛利率水平比去年同期下降 9 个百分点, 是净利润比上年同期下降 44% 的主要原因。

◆**劳动力成本上升、研发投入加大, 费用率上升 3.68 个百分点。**报告期内, 由于生产销售规模逐步扩大、人员增加使得销售费用率比上年同期上升 4.5 个百分点; 公司管理费用率为 17.05%, 比去年同期增加 4.34 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 3315 万元, 所以财务费用为负。

◆**国内市场有望启动, 公司或将受益。**新兴产业“十二五”规划将光伏装机量上调至 21GW, 尽管对于产能相对过剩的光伏行业来说体量不大, 但体现国家对光伏行业扶持的态度。三季度, 国家能源局发布《关于申报分布式光伏发电规模化应用示范区的通知》, 光伏发电并网问题有望得到解决。公司属于国内光伏逆变器龙头企业, 或将受益于行业扭转。

◆**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: 0.31、0.44、0.56 元, 对应目前股价, PE 分别为: 29、21、16 倍, 维持“持有”评级。

	2010A	2011A	2012Q3	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	598.83	873.64	229.05	937.12	1132.81	1134.73
同比增速(%)	232.17	45.89	11.44	7.27	20.88	0.17
净利润(百万)	148.03	172.55	16.80	99.87	141.21	182.47
同比增速(%)	320.30	16.56	-32.17	-42.12	41.40	29.22
毛利率(%)	49.82	44.48	31.34	38.43	36.06	35.68
每股盈利(元)	1.10	0.96	0.05	0.31	0.44	0.56
ROE(%)	37.69	9.53	0.91	5.33	7.01	8.30
PE(倍)	0.00	0.00		29.23	20.67	16.00

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	2203.42	2679.25	2418.67
现金	1338.13	1844.38	1352.55	2107.49
应收账款	487.68	31.51	696.01	0.00
其它应收款	15.37	18.68	20.88	19.53
预付账款	25.80	47.93	39.26	49.03
存货	363.50	260.92	570.47	242.63
其他	9.49	0.00	0.08	0.00
<b>非流动资产</b>	173.17	208.40	261.04	295.54
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	53.23	53.53	48.17
<b>资产总计</b>	2413.12	2411.82	2940.29	2714.21
<b>流动负债</b>	578.95	516.03	902.09	494.15
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款	315.67	296.48	498.44	289.00
其他	258.28	214.55	398.65	200.14
<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	538.07	925.34	516.79
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	1873.75	2014.95	2197.42
<b>负债和股东权益</b>	2413.12	2411.82	2940.29	2714.21

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	553.38	-455.10	780.45
净利润	172.55	99.87	141.21	182.47
折旧摊销	0.00	14.66	21.11	26.90
财务费用	-0.66	-44.03	-38.29	-39.23
投资损失	3.96	2.00	2.98	2.49
营运资金变动	-302.50	479.88	-581.61	607.57
其它	-1.99	1.00	-0.50	0.25
<b>投资活动现金流</b>	-104.34	-52.89	-76.23	-64.14
资本支出	97.65	40.62	53.90	37.82
长期投资	2.10	1.98	2.97	2.47
其他	-4.59	-10.29	-19.36	-23.85
<b>筹资活动现金流</b>	1249.85	5.77	39.49	38.63
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	5.77	39.49	38.63
<b>现金净增加额</b>	1016.87	506.26	-491.83	754.93

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	873.64	937.12	1132.81	1134.73
营业成本	485.01	577.02	724.27	729.86
营业税金及附加	6.43	4.69	5.66	5.67
营业费用	82.60	135.88	135.94	115.29
管理费用	100.46	149.94	147.26	116.31
财务费用	-0.66	-44.03	-38.29	-39.23
资产减值损失	19.01	14.99	11.33	11.35
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	96.62	143.64	192.99
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	117.49	166.13	214.66
所得税	28.38	17.62	24.92	32.20
<b>净利润</b>	172.55	99.87	141.21	182.47
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	99.87	141.21	182.47
<b>EBITDA</b>	154.42	76.78	131.62	181.35
<b>EPS (元)</b>	0.96	0.31	0.44	0.56

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	45.89%	7.27%	20.88%	0.17%
营业利润	14.35%	-45.36%	48.66%	34.35%
归属母公司净利润	16.56%	-42.12%	41.40%	29.22%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.48%	38.43%	36.06%	35.68%
净利率	19.75%	10.66%	12.47%	16.08%
ROE	9.53%	5.33%	7.01%	8.30%
ROIC	7.21%	2.78%	4.60%	5.90%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.01%	22.31%	31.47%	19.04%
净负债比率	0.28%	0.27%	0.25%	0.23%
流动比率	3.87	4.27	2.97	4.89
速动比率	3.24	3.76	2.34	4.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.39	0.42	0.40
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	0.31	0.44	0.56
每股经营现金	-0.40	1.72	-1.41	2.42
每股净资产	10.11	5.80	6.24	6.80
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	29.23	20.67	16.00
P/B	0.00	1.56	1.45	1.33
EV/EBITDA	-8.47	14.40	12.15	4.65

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。