

2013年02月26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	机械设备
A 股价(2013/2/26)	9.62
深证成指(2013/2/26)	9342.37
股价 12 个月高/低	28.9/6.64
总发行股数(百万)	322.56
A 股数(百万)	141.12
A 市值(亿元)	31.03
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	5.71
股价/帐面净值	1.69
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	5.6 32.9 -37.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-09-13	9.55	买入

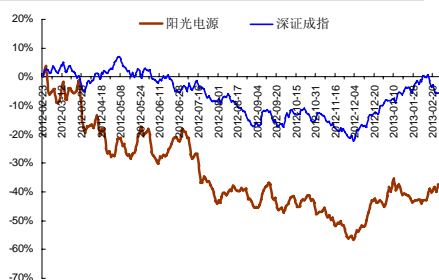
产品组合

光伏逆变器	91.2%
风能变流器	8.7%
电力电源	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.0%
一般法人	0.5%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

受益行业规划再上调, 13 年出货量有望上 3GW

结论与建议:

碍于光伏逆变器价格大幅下跌, 公司 12 年虽然出货量大增但整体业绩依旧明显下滑。我们认为公司业绩已过低谷, 未来逆变器价格趋稳而国内装机量冲击 10GW/年的天量, 有助于公司业绩的提升; 同时 EPC 项目量增加也拓宽了公司的盈利途径。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 0.434 元和 0.501 元, YoY 分别增长 70.15% 和 15.48%; 2013 年 P/E 为 22 倍。给予买入投资建议, 目标价 11.0 元 (2013 年 25x)。

■ **12 年业绩预减 50%~65%:** 公司预告 2012 年全年净利润约为 0.60 亿元 ~0.86 亿元, YoY 下降 50%~65%。下降原因为 1. 产品价格持续下降导致毛利率下滑, 2. 公司业务扩张导致费用投入较多, 3. 应收帐款坏账计提、存货跌价准备以及加拿大公司的商誉减值导致公司资产减值计提较多。

■ **“十二五”装机目标上调至 35GW:** 国家能源局可再生能源司副司长史立山年初透露, 我国光伏十二五规划装机容量调整落定, 将从 21GW 调整至 35GW。此前官方表态 2013-2015 年每年新增 10GW, 那么十二五装机量必然达到 35GW。同时即将出台的分布式发电补贴细则、《太阳能光伏行业准入条件》、《可再生能源配额管理办法》对国内光伏发电产业的发展更为关键。

■ **预计 2013 年公司光伏逆变器出货量达到 3GW 左右:** 公司 12 年光伏逆变器出货量达到 1.3GW。而 13 年在国内装机规划调整的背景下, 预计新增装机量可以达到 9~10GW (YoY 增速超过 140%), 按公司约三成的市占率推算, 公司 13 年出货量有望超过 3GW。加之 13 年逆变器价格降幅将趋缓 (预计在 10%以内), 故我们认为 13 年公司 EPS 将大幅增长。

■ **预计全球光伏新增装机量保持在 30~40GW:** 2012 年全球光伏新增装机量接近 29GW (Solarbuzz), 欧洲仍旧占据了 57% 的市场份额, 但总量已有明显的回落; 不过中国、美国、日本等新兴市场顺利崛起, 此消彼长之下全球总装机量依旧维持在较好的水平。预计这一现象在未来 2~3 年内将会持续, 而全球总装机量将会落在 30~40GW/年的区间内。

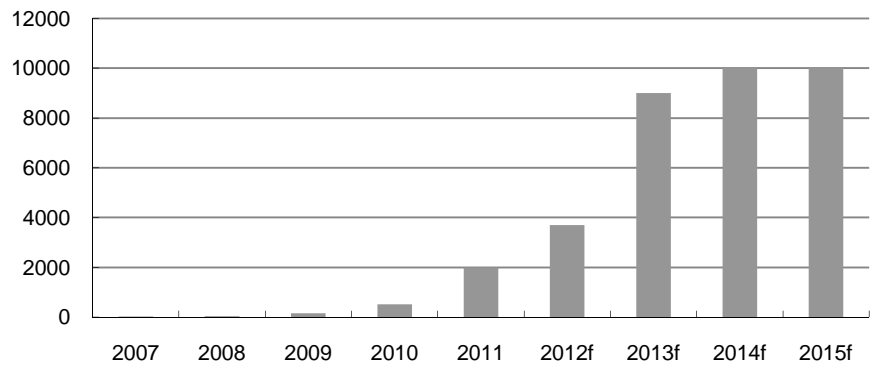
■ **业绩预测:** 预计公司 2013、14 年营收分别达到 19.76 亿元和 23.58 亿元, YoY 分别增长 94.41% 和 19.32%; 实现净利润分别为 1.40 亿元和 1.62 亿元, YoY 分别增长 70.15% 和 15.48%; EPS 分别为 0.434 元和 0.501 元。目前 2013 年 P/E 为 22 倍。给予买入投资建议, 目标价 11.0 元 (2013 年 25x)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012F	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	148	173	82	140	162
同比增减	%	320.30%	16.56%	-52.36%	70.15%	15.48%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.101	0.535	0.255	0.434	0.501
同比增减	%	-6.18%	-51.43%	-52.36%	70.15%	15.48%
A 股市盈率(P/E)	X	8.72	17.95	37.67	22.14	19.17
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.000	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.00%	2.08%	0.00%	1.04%	1.04%

图表一：中国光伏装机量预估

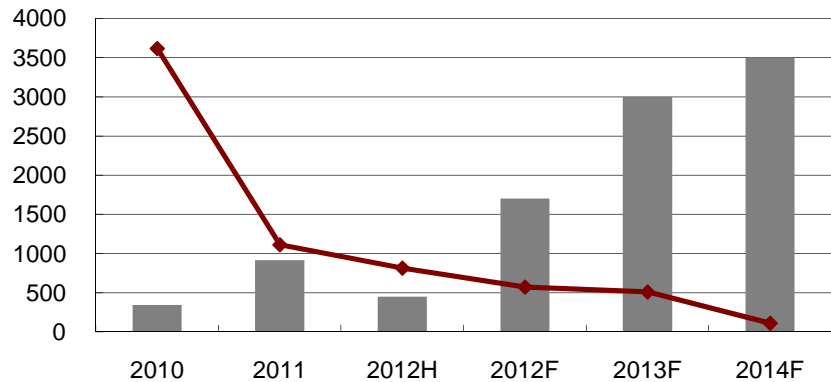
单位：MW



资料来源：EPIA, 国家能源局, 群益证券 (2013/02)

图表二：公司光伏逆变器销量及 YoY

(单位：MW)

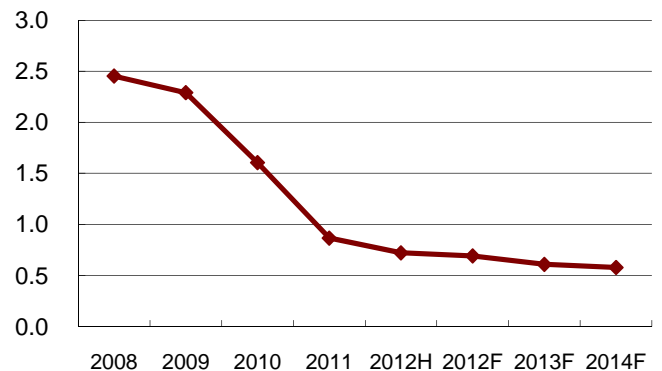
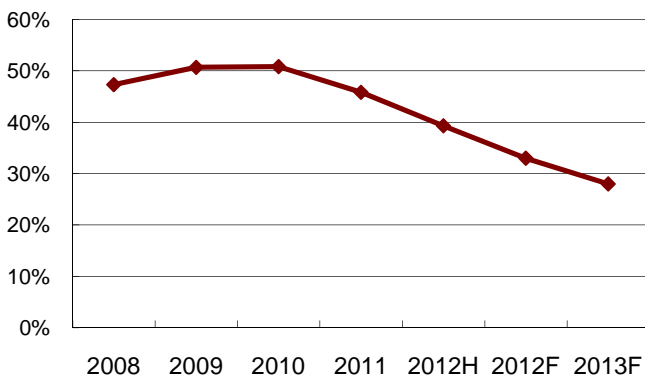


资料来源：公司公告, 群益证券

图表三：公司毛利率

图表四：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

资料来源：群益证券

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	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	599	874	1016	1976	2358
经营成本	300	485	685	1421	1682
营业税金及附加	0	6	2	3	4
销售费用	54	83	132	217	259
管理费用	79	100	142	198	236
财务费用	3	-1	-41	-20	-5
资产减值损失	7	19	30	25	25
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	155	177	66	132	157
营业外收入	18	24	30	30	30
营业外支出	0	0	2	2	2
利润总额	172	201	94	160	185
所得税	24	28	12	20	23
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	148	173	82	140	162

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	321	1338	1209	1263	1178
应收帐款	180	497	621	696	780
存货	229	364	545	627	721
流动资产合计	784	2240	2419	2625	2730
长期投资净额	3	1	0	0	0
固定资产合计	58	83	125	162	211
在建工程	2	64	96	106	116
无形资产	5	16	17	18	19
资产总计	855	2413	2690	2961	3104
流动负债合计	443	579	724	796	828
长期负债合计	20	24	30	35	40
负债合计	462	603	754	831	868
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	393	1810	1936	2130	2237
负债和股东权益总计	855	2413	2690	2961	3104

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	222	-145	-174	-87	70
投资活动产生的现金流量净额	-34	-87	-105	-84	-92
筹资活动产生的现金流量净额	77	1247	249	125	-62
现金及现金等价物净增加额	265	1015	-29	-46	-85

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。