

国内市场爆发增长的最大受益者

买入 维持

目标价格：15.00 元

投资要点:

- 2013年国内光伏新增装机量达到10GW，增长近200%的确定性较大
- 国内市场爆发式增长，逆变器企业是受益最大者，市场容量有望翻番
- 公司国内市场占有率第一，毛利见底，是弹性最大的逆变器企业

报告摘要:

- 2013年国内光伏新增装机量完成10GW规划的确定性较强，同比增长率近200%。从2004年德国推行强劲的光伏补贴政策开始，全球新增光伏装机容量从仅有1.12GW，到2012年达到了约32GW，在9年时间里增长了28倍。随着国内光伏政策细则不断推进和落实，国内终端市场需求将在2013年迅速启动，完成全年能源局规划的10GW新增装机目标的确定性较大，同比增长近200%。
- 国内市场出现爆发式增长，国内逆变器企业将最为受益。逆变器企业的出口量甚微，“双反”名录中也不涉及逆变器，因此只受益于国内市场拉动，不受外需下降及“双反”的影响。逆变器的销售需要强大的售前售后服务支持，国外品牌在国内水土不服，发展受阻，绝大部分市场份额被国产品牌瓜分。如果欧盟“双反”税率较高，将会促使国内相关配套细则加快出台速度，进一步促进国内终端市场的发展。
- 公司在国内占据约40%的市场份额，是逆变器行业龙头，业绩弹性最大。公司是国内最早从事光伏逆变器生产的企业，具有显著的品牌优势，享有10%左右的品牌溢价率。由于公司生产销售规模大，可以更好的为客户提供售前售后的技术服务。同时公司的产品线在国内企业中是最齐全的，小功率逆变器具有较大的竞争优势，在分布式系统应用中能够保持甚至进一步提高市场份额。
- 逆变器价格经过2年的调整，近期下跌幅度放缓，公司毛利见底回升。公司的财务状况稳健，现金充足，应收账款风险不大，具有财务安全边际。
- 我们预计公司2012、13、14年的EPS分别为0.24、0.44、0.70元，对应的PE分别是46、25、19倍，上调为“买入”评级。

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

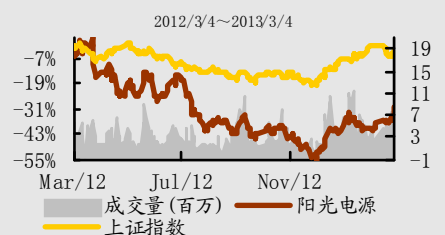
研究助理:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

行业跟踪报告*光伏行业: 并网或不用审批, 利好国内市场

2013/2/28

公司跟踪报告*金风科技: 风机报价涨, 四季度业绩超预期

2013/2/28

行业跟踪报告*光伏行业: 政策细则将出台, 促进国内需求

2013/2/28

光伏行业周报: 多晶硅双反推迟, 价格涨幅放缓

2013/2/25

光伏行业周报*国内政策和市场决定行业走势

2013/2/17

光伏行业周报*规划或上调, 价格上涨, 预期向好

2013/2/4

公司跟踪报告*阳光电源: 将受益于国内市场爆发式增长

2013/1/31

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	598.83	873.64	1067.00	1759.60	2532.00
增长率(%)	232.17	45.89	22.13%	64.91%	43.90%
归母净利润(百万)	148.03	172.55	77.17	143.19	224.02
增长率(%)	320.37	16.56	-55.27%	85.54%	56.45%
每股收益	0.00	0.96	0.239	0.444	0.695
市盈率	0.00	36.06	45.98	24.78	15.84

目录

一、2013 年国内光伏终端市场将出现爆发式增长	4
1、从德国分布式光伏装机看中国的发展前景	4
2、从并网技术层面估计国内光伏装机量	4
3、从补贴基金总额估计国内光伏装机量	5
4、从投资回报率看分布式光伏发展	6
5、中国市场将会出现爆发式增长	6
二、在国内市场迅速扩容中，本土逆变器公司受益最大	7
1、逆变器产品主要在国内销售，不受外需下降及“双反”影响	7
2、欧盟“双反”税率裁定将对对逆变器行业形成利好	8
3、国外品牌水土不服，国内品牌占据绝大部分市场份额	8
三、在逆变器行业中，公司的业绩弹性最大	8
1、公司占据约 40%的市场份额	8
2、公司在分布式光伏市场中最大的优势在于品牌	10
3、公司在大型光伏电站市场中最大的优势在于优质及时的售前售后服务	10
4、公司在国产品牌中产品系列最全	10
四、毛利见底回升，财务安全无忧	11
1、逆变器价格的下跌将放缓，公司的毛利率将见底回升	11
2、公司财务状况稳健，财务风险较小	11
五、公司的盈利预测	12
1、关键假设	12
2、公司分项业务预测	13
3、阳光电源财务报表预测	14
六、风险提示	15
1、2013 年国内新增光伏装机量不达规划装机的风险	15
2、逆变器价格出现大幅度下降的风险	15

插图

图 1: 德国光伏累计装机容量 (MW)	4
图 2: 德国年新增光伏装机容量 (MW)	4
图 3: 中国光伏累计装机容量 (MW)	4
图 4: 中国年新增光伏装机容量 (MW)	4
图 5: 2011 年公司国内与海外市场销售额占比	8
图 6: 2012 年上半年国内与海外市场销售额占比	8
图 7: 2010 年国内逆变器市场份额	9
图 8: 2011 年国内逆变器市场份额	9
图 9: 公司的期末毛利率与净利率走势	11
图 10: 公司单季度毛利率与净利率走势	11

表格

表 1: 从并网技术层面估计中国光伏装机容量	5
表 2: 从可再生能源基金的补贴总额看中国光伏装机容量	5
表 3: 分布式光伏系统项目对于系统成本与发电小时数的敏感性矩阵	6
表 4: 2012 年国内光伏产业政策汇总	7
表 5: 公司主要产品线	10
表 6: 公司 2012 年中报应收账款金额前五名	11
表 7: A 股光伏公司三季报财务数据汇总比较 (百万元)	12
表 8: 公司详细业务盈利预测	13
表 9: 阳光电源财务报表预测	14

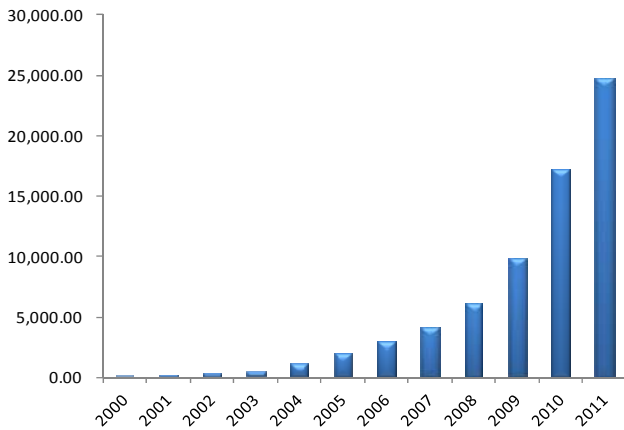
一、2013 年国内光伏终端市场将出现爆发式增长

1、从德国分布式光伏装机看中国的发展前景

光伏产业在全球首次大规模商业推广起始于 2004 年，是由德国政府强劲的补贴政策推动的。该补贴政策对光伏市场规模的增长作用极为显著，2004 年全球新增光伏装机容量仅有 1.12GW，而到 2012 年全球新增装机容量达到了约 32GW，在 9 年时间里增长了 28 倍。

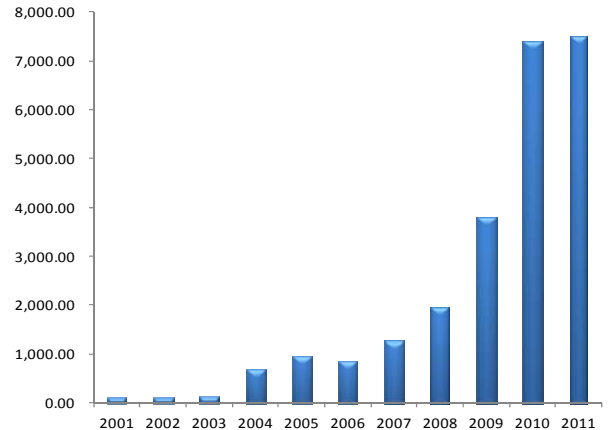
2012 年 10 月 26 日国家电网发布的《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》，将极大推动中国的分布式光伏市场发展。我们认为今年国内光伏产业配套政策逐步出台后，国内光伏新增装机量也将出现非常大的增长。

图 1：德国光伏累计装机容量 (MW)



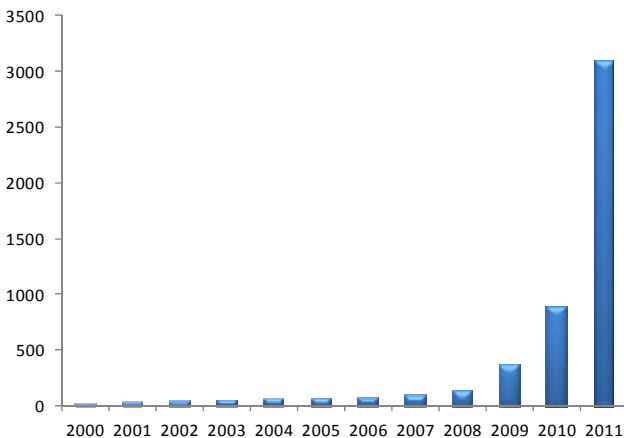
资料来源：EPIA

图 2：德国年新增光伏装机容量 (MW)



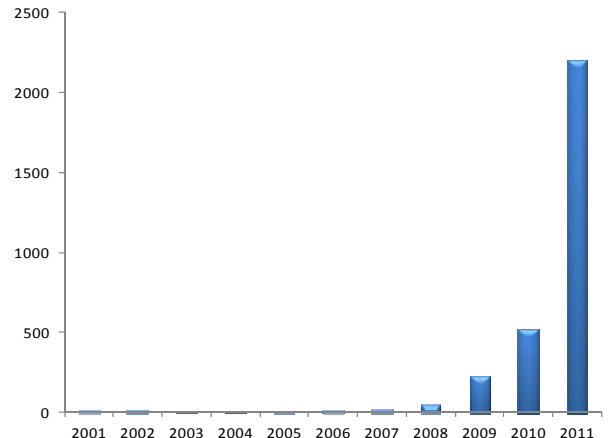
资料来源：EPIA

图 3：中国光伏累计装机容量 (MW)



资料来源：EPIA

图 4：中国年新增光伏装机容量 (MW)



资料来源：EPIA

2、从并网技术层面估计国内光伏装机量

从 2004 年起，经过近 10 年的发展，到 2012 年德国光伏累计装机量达到 32.45GW，在电力总装机中的比例已经接近 30%。我们认为现有的电网技术允许光伏并网的装机比例为 20%~30%，保守估计到 2020 年，国内光伏累计装机容量将达到 300GW，在总装机量中的占比达到接近 20%的水平。

表 1: 从并网技术层面估计中国光伏装机容量

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2020 年
德国总装机容量(GW)	115	115.58	116.15	116.73	117.32	120.25
中国总装机容量(GW)	1055.76	1144.91	1229.91	1314.91	1399.91	1649.91
德国光伏装机容量(GW)	24.82	32.45	37.45	40.95	43.95	53
德国光伏装机容量占比	21.58%	28.08%	32.24%	35.08%	37.46%	44.07%
中国光伏累计装机容量(GW)	3.09	7.67	24.60	46.02	77.00	300.00
中国光伏装机容量占比	0.29%	0.67%	2.00%	3.50%	5.50%	18.18%
中国光伏年新增装机容量(GW)	2.45	4.58	16.93	21.42	30.97	60.00

资料来源: 宏源证券研究所整理

3、从补贴基金总额估计国内光伏装机量

除了并网技术以及电网消纳光伏电力的能力限制以外,光伏新增装机还有财政补贴额度的限制。中国的光伏上网电价补贴资金主要来源于电费中征收的可再生能源附加,目前每度电的附加费是 0.008 元/kWh。我们预期该附加在明年还会继续上调为 0.012 元/kWh,在 2015 年再次上调为 0.016 元/kWh。假设每年全社会用电量增长率为 5%,做以下估算。

表 2: 从可再生能源基金的补贴总额看中国光伏装机容量

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
全社会总用电量(亿 kWh)	46928	49274.40	51738.12	54325.03	57041.28
平均上网电价(元/kWh)	0.384	0.384	0.384	0.384	0.384
每度电附加(元/kWh)	0.004	0.008	0.012	0.012	0.016
可再生能源基金金额(亿元)	187.71	394.20	620.86	651.90	912.66
全年风电上网电量(亿 kWh)	706.00	917.80	1193.14	1551.08	2016.41
风电平均上网电价(元)	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
风电平均度电补贴(元/kWh)	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
全年风电补贴金额(亿元)	119.74	155.66	202.36	263.06	341.98
光伏补贴金额(亿元)	67.97	238.54	418.50	388.84	570.68
光伏平均度电补贴(元/kWh)	0.65	0.50	0.45	0.40	0.37
光伏平均并网小时数	1000	1000	1000	1000	1000
光伏累计装机容量预测(GW)	10.46	47.71	93.00	97.21	154.24
光伏新增装机容量预测(GW)		37.25	45.29	4.21	57.03

资料来源: Wind, 宏源证券研究所整理

从测算结果中,我们判断每年可用于可再生能源上网补贴的基金总金额对于每度电征收的可再生能源附加敏感度最大。我们假设 2013 年、2015 年可再生能源附加分别上调 0.004 元/度,则这两年的新增装机容量会出现大幅度增长。而假设不上调的 2014 年,新增装机容量会出现大幅度下降。虽然政府部门作为基金的管理者肯定会综合考虑,平滑使用资金,不会出现以上我们预测的那么大幅度的波动,但是这样的测算结果反映了度电附加对可装机容量的巨大影响。

4、从投资回报率看分布式光伏发展

表 3: 分布式光伏系统项目对于系统成本与发电小时数的敏感性矩阵

系统成本	1000h	1100h	1200h	1300h	1400h	1500h
8000	9.02%	10.50%	11.95%	13.37%	14.76%	16.12%
9000	7.30%	8.68%	10.01%	11.31%	12.59%	13.83%
10000	5.86%	7.16%	8.41%	9.62%	10.80%	11.95%
11000	4.64%	5.86%	7.04%	8.18%	9.29%	10.37%
12000	3.58%	4.75%	5.86%	6.95%	7.99%	9.02%
13000	2.65%	3.76%	4.83%	5.86%	6.86%	7.83%
14000	1.82%	2.89%	3.92%	4.91%	5.86%	6.79%
15000	1.07%	2.11%	3.10%	4.05%	4.97%	5.86%

资料来源: 宏源证券研究所

我们预计光伏富余电力以 1 元/度的价格收购, 对于安装在东南部经济发达地区的分布式光伏系统而言, 由于光照条件的限制, 在我国东南部地区 1 元/度的收购电价对系统成本控制的要求较高, 需要使用性价比非常高的组件与接入元器件才能够实现盈利。我们按照 1 元/度的收购电价, 计算了投资光伏电站系统项目对于系统成本与发电小时数的敏感性矩阵。

综合以上分析, 考虑电网的消纳与兼容能力, 可再生能源基金的补贴能力, 我们预计 2013 年国内新增光伏装机容量能够达到 10GW, 全球新增光伏装机量能够达到 35GW。中国分布式光伏市场的启动将一定程度上抵消外需下降带来的不利影响, 对冲欧洲“双反”税率悬而未决带来的市场风险。

5、中国市场将会出现爆发式增长

国内市场的启动是市场寄予厚望的事件, 中国市场也将会是 2013 年的主要增长点。中国政府主管部门在 9 月以后陆续出台了扶持光伏行业发展的产业政策。明确表明态度, 鼓励分布式光伏应用的发展。同时国家最高决策层也通过国务院办公会议发表了对光伏行业健康发展的指导意见。国内市场在 2013 年的发展方向将是分布式光伏系统。

2013 年 1 月国家能源局工作会议公布了 2013 年可再生电力装机容量规划, 光伏 10GW, 风电 18GW, 水电 12GW, 其中重点支持分布式光伏发展。光伏年度装机的规划大幅度超预期, 据初步统计 2012 年国内光伏新增装机约 4.54GW, 2013 年同比增速将接近 200%。中国的规划将对全球光伏市场产生重大影响, 按 2012 年全球新增装机约 32GW 计算, 2013 年国内市场将为全球市场贡献 19% 的增长, 抵消欧洲市场增长率下降及欧美“双反”的影响。

表 4: 2012 年国内光伏产业政策汇总

时间	政策	主要内容
2012 年 01 月	可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法	上调可再生能源电价附加为 8 厘/度
2012 年 02 月	可再生能源电力配额管理办法 (讨论稿)	正式提出可再生能源电力配额制
2012 年 04 月	2012 年金太阳示范工程目录	第一期项目总量 1709 兆瓦, 下调初装补贴标准为 5.5 元/瓦
2012 年 07 月	太阳能发电发展“十二五”规划	公布 2015 年 21GW、2020 年 50GW 的装机目标
2012 年 08 月	对美韩进口多晶硅双反立案	对原产于美国的太阳能级多晶硅进行反补贴调查、反倾销调查, 对韩国进行反倾销调查
2012 年 09 月	国家能源局关于申报分布式光伏发电规模化应用示范区的通知	各省装机容量 500MW
2012 年 10 月	关于做好分布式光伏发电并网服务工作的意见	电网表态全额收购分布式光伏剩余电量, 并在 40 日内完成并网手续
2012 年 11 月	中国对欧盟多晶硅双反立案	对原产于欧盟的进口太阳能级多晶硅进行反补贴调查、反倾销调查, 合并调查美韩产品
2012 年 12 月	2012 年金太阳示范工程项目目录 (第二批)	第二期项目总量 2830 兆瓦, 其中最大项目 30MW, 有 82 个项目超过 20MW
2012 年 12 月	国务院常务会议确定促进光伏产业健康发展的政策措施	最高决策层明确表态支持光伏行业发展, 开拓国内市场, 完善支持政策
2013 年 1 月	能源局长在能源工作会议上的讲话	2013 年光伏新增装机规划上调 10GW
2013 年 2 月	国网发布《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》	国网承诺在 60 天内完成对电压 10KV 以下, 容量 6MW 以下的分布式电源并网申请的受理

资料来源: 宏源证券研究所整理

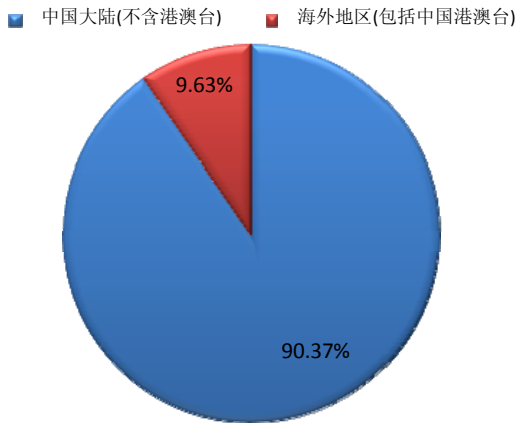
二、在国内市场迅速扩容中, 本土逆变器公司受益最大

1、逆变器产品主要在国内销售, 不受外需下降及“双反”影响

逆变器行业中, 本土厂商具有很大的销售及服务方面的竞争优势, 目前国内逆变器厂商占据了国内市场 80% 以上的份额。而要进入国外市场, 逆变器需要通过的认证较为繁琐严格, 国内厂商的出口量也甚微。因此逆变器市场基本是受内需拉动的。阳光电源也不例外, 在国内的销售额占比超过 90%。在中国与欧美贸易战不断升级的情况下, 中国对欧美出口晶硅电池片及组件可能会受阻, 对晶硅组件产业链中的企业可能会产生较大的影响。由于阳光电源的销售市场绝大部分在国内, 几乎不会受到出口外需下降的影响。逆变器并

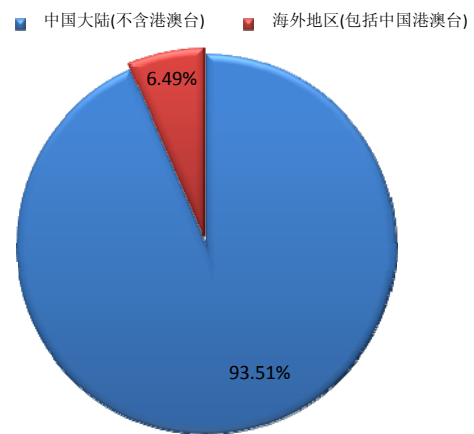
不在欧洲“双反”的产品名录中，欧盟对组件征收“双反”税率对其业绩不会产生任何影响。

图 5: 2011 年公司国内与海外市场销售额占比



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 6: 2012 上半年国内与海外市场销售额占比



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

2、欧盟“双反”税率裁定将对逆变器行业形成利好

欧盟“双反”如果最终裁定税率较高，会对国内光伏企业的出口销售产生较大的影响。中国政府会加快出台政策细则，以刺激国内终端市场的需求，国内新增光伏装机量的增速将会进一步提高，对主要市场在国内的逆变器企业将产生积极影响。阳光电源作为逆变器行业的龙头企业将受益最大。

3、国外品牌水土不服，国内品牌占据绝大部分市场份额

对于国内市场来说，国内的逆变器厂商虽然发展历史比国际逆变器巨头要短，但后来居上，在转换效率、低电压穿越、防孤岛效应等关键技术指标上，和海外知名品牌的逆变器产品差别已经不大，只是在产品可靠性与使用寿命方面还有差距。但是因为国内品牌在营销、售前售后服务、交货期以及价格方面的优势，目前相对于海外品牌的竞争优势正在加强。海外品牌逆变器在国内的市场发展受阻，国内品牌能够在国内市场占据 70% 以上的市场份额。2011 年国内市场份额排名前十的厂商之中，只有一家海外品牌爱默生 (Emerson)。我们预计，在未来国内市场竞争中，还是以国内品牌为主导，国外品牌虽然开始本地化，但是水土不服的情况依然会长期存在。

三、在逆变器行业中，公司的业绩弹性最大

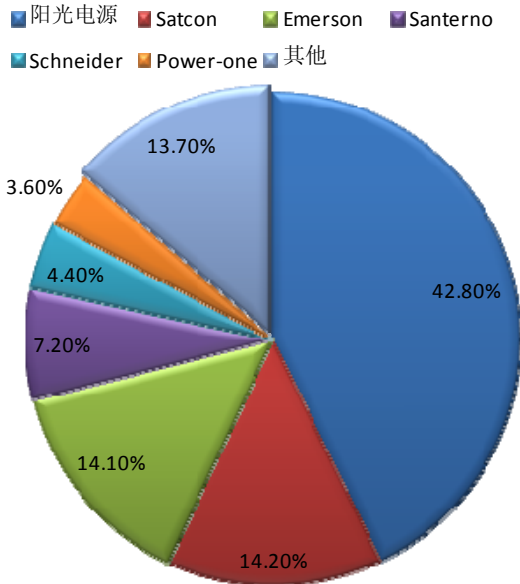
1、公司占据约 40% 的市场份额

在国内的逆变器厂商中，阳光电源最早从事光伏逆变器产品的生产、研发和销售，由于先发优势，在国内具有很多工程业绩，同时在国内业主中拥有很高的品牌声誉。阳光电源的产品在国内一直具有非常高的市场占有率。据我们的测算，2010 年国内市场占有率 42.8%，2011 年的国内市场占有率 32.96%，虽然市场份额有所下降，但是仍然排名第一，超过第二名与第三名的总和，在国内市场上拥有绝对的优势。由于公司的品牌知名度高，享有 10% 左右的品牌溢价，在激烈的价格竞争中为公司提供了较有利的条件。

根据公司的销售额测算，公司在 2012 年的出货量大约是 1674 MW，全国的新增光伏

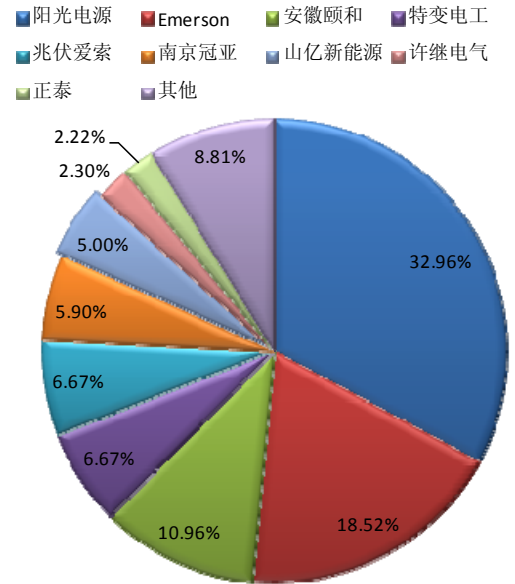
装机量约为 4.54GW，公司的市场占有率大约是 36.88%，相对于 2011 年有了比较明显的提高，稳居首位。

图 7: 2010 年国内逆变器市场份额



资料来源：宏源证券研究所整理

图 8: 2011 年国内逆变器市场份额



资料来源：宏源证券研究所整理

国内较大的逆变器企业还有安徽颐和、南京冠亚、山亿新能源等企业，其它还包括进入逆变器行业的大型电气设备公司，包括荣信股份、特变新能源、许继电气和正泰新能源。

这些较大的逆变器企业，在市场开拓方面有各自的特点，也具有各自的工程业绩基础，在国内市场快速发展的过程中不断的发展壮大。我们认为目前各个国内厂商在大型逆变器上的技术水平实际上相差并不大，主要差距在产品的高可靠性、低故障率、使用寿命以及售前售后的技术服务上。后起公司在这些方面与阳光电源还有所差距。而大型电气设备公司虽然综合实力较强，可以给予的逆变器产品比较多的支持，但是进入市场相对较晚，还需要时间获得市场认可。

目前在国内市场，市场份额较大的外资品牌有爱默生和 SMA，外资品牌在国内发展的关键在于做好本地化工作。

艾默生网络能源有限公司在中国的运作，除了名称和 CFO 外，开发、采购及生产部门的全套人马都来自中国，甚至连总裁也是华裔。有业内人士反映艾默生的故障率相对较高，但市场上大型电站却仍然大规模采用艾默生逆变器，主要原因是艾默生的大型逆变器采用模块化设计，每个机组数个模块组成，若单个模块出现问题，可以在影响甚微的情况下更换或者修复。从单个局部的故障率来看，艾默生确实也有瑕疵，但是长时间从整机来算，艾默生产品性价比是很高的，发电量会比整机停掉维修更加经济。但在分布式光伏系统中，因为功率太小，并不适合模块化设计，爱默生故障率较高的缺点有可能会带来较大的不利影响。

SMA 是国际光伏逆变器的龙头企业，在技术和产品质量上，相对国产品牌具有较大的优势 SMA 全球市场份额为 40%。2012 年末，SMA 为了进入中国市场，收购了本土逆变器企业兆伏爱索 72.5% 的股权，虽然该交易仍待中国政府部门和相关反垄断部门的审

批。SMA 在小型逆变器产品系列方面具有较大的优势，国外光伏市场以分布式系统为主，SMA 在分布式应用上的经验具有优势。如果能收购兆伏索爱，顺利完成本土化，将在国内市场形成较强的竞争力，有可能会对阳光电源构成比较强的挑战。

综合考虑市场竞争状况，我们认为公司未来市场份额大幅度下降的可能性并不太大。

2、公司在分布式光伏市场中最大的优势在于品牌

阳光电源成立于 1997 年，于 2010 年 8 月改制成为股份公司，公司是中国目前最大的光伏逆变器制造商、国内领先的风能变流器企业。公司董事长曹仁贤先生专注于可再生能源发电领域研究 20 余年，是我国太阳能、风能发电行业的知名专家，兼任合肥工业大学博士生导师。公司的品牌发展最早，市场占有率最大，市场认可度最高。目前，公司在招标中都占据明显的优势，品牌溢价率可以达到 10% 左右。逆变器的技术主要在于电路优化和整体设计，而阳光电源的逆变器电路设计一直被模仿，但从未被超越。

3、公司在大型光伏电站市场中最大的优势在于优质及时的售前售后服务

公司及时快速的售前售后服务是最大的优势所在。逆变器是光伏系统的核心功率器件，能否正常运行牵涉到整个系统能否正常发电，所以高可靠性和低故障率是逆变器的核心性能指标之一。同时，能否在售前提供充分的技术服务，帮助客户进行合理的选型，在售后来及时快速的为客户排除出现的故障，确保客户迅速排除故障，恢复电力生产，使损失降到最小。公司由于在逆变器企业中，规模领先，销售收入超过同行企业很多，并且是上市公司，有实力继续完善售前售后服务工作，保持较大的技术服务领先优势。

4、公司在国产品牌中产品系列最全

公司的光伏逆变器产品线在国内厂家当中最全，已经实现了 1.5kW 到 1MW 的全功率覆盖。与国内其它公司相比，阳光电源在小功率逆变器方面具有较大的技术优势，已经为国内分布式光伏系统的大发展做好了产品和技术准备。

表 5: 公司主要产品线

产品类别	产品名称	功能与应用
光伏逆变器	电站型 30KW ~ 1MW 光伏逆变器	适用于大中型太阳能光伏电站
	组串型 1.5KW ~ 30KW 光伏逆变器	适用于与建筑物结合的太阳能光伏发电系统
风能变流器	双馈型 1.5MW、2MW、3MW 风能变流器	与双馈式风电机组
	全功率型 850KW、1.5MW、2MW、2.5MW 风能变流器	与直驱、半直驱等类型风电机组配套，应用于风力发电场

资料来源：公司年报

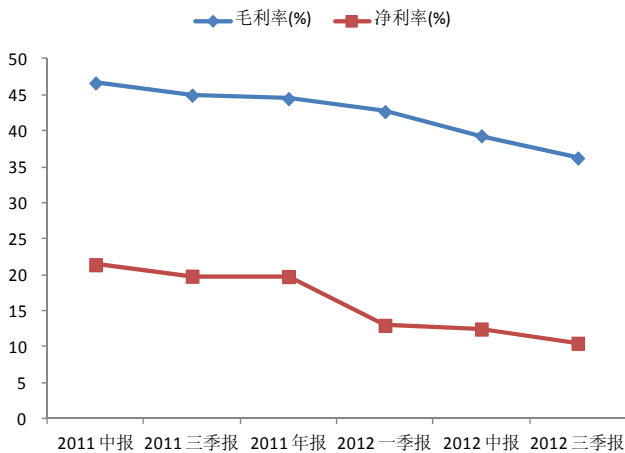
由于前期国内光伏系统建设和并网需要行政审批，前期成本高昂，光伏电站项目绝大部分都是大型电站，即使是屋顶项目，大部分也超过了 1MW，地面项目很多更是超过了 10MW 的规模。因此今年之前，大功率逆变器在国内具有更大的市场，所以国内后发的企业多把研发重点放在大功率逆变器上，小型逆变器目前多数都处在研发阶段，离形成成熟的产品还有较大的距离。而小型逆变器的技术性能参数要求相对大型逆变器有较大的区别，对电能质量和隔离安全等方面的要求较大型逆变器的技术要求更高。我们认为公司在分布式光伏发展的过程中，能够保持竞争优势，继续巩固行业龙头地位，保持现有的市场占有率。

四、毛利见底回升，财务安全无忧

1、逆变器价格的下跌将放缓，公司的毛利率将见底回升

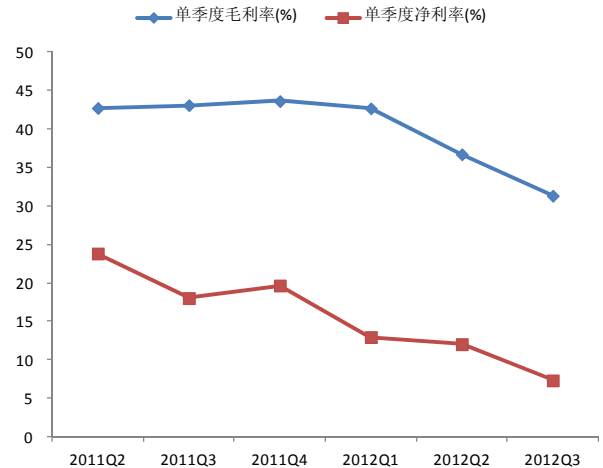
在 2011~2012 年的两年间，逆变器的价格从 2 元/瓦，下跌到目前的 0.47 元/瓦左右，逆变器价格的大幅度下跌，造成公司的毛利率也出现了较大幅度的下降。在 2012 年度第三季度，公司的毛利率与净利率都出现了历史最低点。

图 9：公司的期末毛利率与净利率走势



资料来源：公司报告，宏源证券研究所整理

图 10：公司单季度毛利率与净利率走势



资料来源：公司报告，宏源证券研究所整理

2、公司财务状况稳健，财务风险较小

公司在 2011 年 11 月份完成了上市融资，上市后经经营较稳健，注意投资节奏，资产负债率一直保持在较低的水平。2012 年三季度报显示，公司的账面现金是流动负债的 1.59 倍，资产负债率也仅有 29.63%，与光伏行业内其他上市公司进行横向比较（见表 7）。公司的现金充足，资产负债率较低，资产负债表比较健康，财务风险较小。

公司的应收账款相对净资产和相对净利润的比例虽然也不低，但是公司的应收账款金额相对分散，针对光伏逆变器产品，产生最多应收账款的客户是国电太阳能系统科技（上海）有限公司，仅占应收账款总额的 5.86%，不存在集中在某一个或某几个大客户上的情况。公司 2012 年中报的应收账款金额前五名的客户如下：

表 6：公司 2012 年中报应收账款金额前五名

单位名称	金额(万元)	占应收账款总额的比例(%)
湘电风能有限公司	3709.05	6.92%
国电太阳能系统科技（上海）有限公司	3142.65	5.86%
安徽振发新能源科技有限公司	2401.05	4.48%
上海太阳能科技有限公司	1834.52	3.42%
山东昂立天晟光伏科技有限公司	1590.00	2.97%

资料来源：公司报告，宏源证券研究所整理

表 7: A 股光伏公司三季报财务数据汇总比较 (百万元)

公司	经营现金流净额	净利润	营业收入	现金	流动资产	存货	现金流净额与净利润的差距	应收账款增加/收入	现金比率
阳光电源	(229.65)	61.9044	591.34	1157.52	2377.06	519.44	(291.55)	18.88%	1.59
海润光伏	34.93	-198.5283	3655.94	1619.33	5170.86	917.96	233.45	10.50%	0.26
东方日升	35.73	-78.9264	710.28	1318.83	2961.85	457.69	114.66	-	0.68
晶盛机电	(51.98)	151.1121	408.23	1033.60	1685.39	257.07	(203.09)	19.20%	5.81
向日葵	(52.24)	-132.8895	1130.40	500.00	1738.90	382.26	80.65	6.87%	0.34
京运通	(93.06)	36.5761	381.79	1924.90	3424.98	338.62	(129.64)	-	2.53
爱康科技	(101.24)	-31.6717	1077.97	610.15	1547.40	133.55	(69.57)	27.77%	0.41
天龙光电	(126.34)	-85.3148	170.99	236.09	1148.23	379.04	(41.03)	-	0.59
亿晶光电	(150.85)	-426.9275	1185.75	260.88	1881.90	1018.80	276.08	-	0.10
拓日新能	(2.47)	13.1271	343.52	113.75	745.22	470.97	(15.59)	14.18%	0.20
综艺股份	(234.48)	111.0794	573.56	1169.83	3181.37	1171.67	(345.56)	13.29%	1.38
中环股份	(238.75)	2.2323	1603.95	486.90	2512.59	1122.98	(240.99)	5.17%	0.11
精功科技	(291.27)	-27.7248	592.13	325.52	1558.38	592.27	(263.55)	-	0.30
中利科技	(326.33)	152.3733	4195.05	1796.62	6644.11	1374.11	(478.70)	23.00%	0.29
大港股份	(330.44)	42.1040	2123.43	1322.05	4532.50	1200.34	(372.55)	46.53%	0.29
隆基股份	(419.34)	14.3436	1211.76	1227.65	2607.47	775.53	(433.69)	-	0.97
超日太阳	(592.59)	6.2288	2098.32	457.67	5347.49	693.80	(598.81)	53.91%	0.12
航天机电	(988.02)	-470.2159	922.35	1513.40	4049.20	1052.09	(517.80)	3.21%	0.29

资料来源:Wind, 宏源证券研究所整理

五、公司的盈利预测

1、关键假设

2013 年国内光伏新增装机量达到 10GW 的规划目标, 2014 年国内光伏新增装机量达到 15GW。公司的市场占有率维持在 40%, 不出现大幅度的下降。公司的毛利率在 30%~35% 之间波动, 不出现大幅度的下滑。

2、公司分项业务预测

表 8: 公司分项业务盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
光伏逆变器				
全国新增装机量 (MW)	2700	4540	10000	15000
公司市场占有率	32.96%	36.88%	40%	40%
公司出货量 (MW)	890	1674	4000	6000
单价 (元/W)	0.89	0.58	0.41	0.4
收入 (百万元)	793.21	971.00	1640.00	2400.00
成本 (百万元)	429.84	650.57	1098.80	1608.00
增长率		22%	69%	46%
毛利率	46%	33%	33%	33%
风电变流器				
出货量 (MW)	80	100	130	150
单价 (元/W)	0.937	0.95	0.91	0.87
收入 (百万元)	74.96	95	118.3	130.5
成本 (百万元)	52.03	66.5	85.176	93.96
增长率		27%	25%	10%
毛利率	31%	30%	28%	28%
电力电源				
收入 (百万元)	4.10	1.00	1.30	1.50
成本 (百万元)	2.27	0.68	0.884	1.02
增长率		-76%	30%	15%
毛利率	45%	32%	32%	32%
总计				
收入 (百万元)	872.27	1067.00	1759.60	2532.00
成本 (百万元)	484.14	717.75	1184.86	1702.98
毛利 (百万元)	388.13	349.25	574.74	829.02
增长率		48%	65%	44%
毛利率	44%	33%	33%	33%

资料来源: 宏源证券研究所

3、阳光电源财务报表预测

表 9：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
流动资产	2,215	2,442	2,520	2,972	营业收入	874	1,067	1,760	2,532
货币资金	1,312	1,006	772	765	营业成本	485	718	1,185	1,703
应收与预付款项	538	841	1,024	1,226	营业税金及附加	6	2	5	5
存货	364	593	723	980	销售费用	83	117	158	228
非流动资产	167	359	544	606	管理费用	100	165	246	329
固定资产在建工程	147	342	531	595	财务费用	-1	3	6	13
无形资产待摊费用	16	14	12	11	资产减值损失	19	30	20	20
资产总计	2,382	2,801	3,063	3,578	投资收益	-4	0	0	0
流动负债	548	889	1,009	1,299	利润总额	201	91	168	264
短期借款	5	105	155	205	所得税	28	14	25	40
应付与预收账款	543	784	854	1,094	净利润	173	77	143	224
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	24	24	24	24	归属母公司净利	173	77	143	224
负债合计	572	914	1,033	1,324	EPS (元)	0.535	0.239	0.444	0.695
股本	179	179	179	179					
资本公积	1,363	1,363	1,363	1,363	主要财务比率				
留存收益	267	344	488	712	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	45.89%	22.13%	64.91%	43.90%
归属于母公司权益	1,810	1,887	2,030	2,254	净利润	16.56%	-55.27%	85.54%	56.45%
负债股东权益合计	2,382	2,801	3,063	3,578	获利能力				
					毛利率	44.48%	32.73%	32.66%	32.74%
					净利率	19.75%	7.23%	8.14%	8.85%
					ROE	9.53%	4.09%	7.05%	9.94%
现金流量表					偿债能力				
单位：百万元					资产负债率	24.03%	32.63%	33.73%	37.00%
经营活动现金流	-144	-251	-84	51	流动比率	4.04	2.74	2.50	2.29
税后经营利润	177	27	118	199	速动比率	3.38	2.08	1.78	1.53
折旧摊销	10	21	45	68	营运能力				
资产减值损失	19	30	20	20	总资产周转率	0.37	0.38	0.57	0.71
利息费用	-1	-37	-24	-17	应收账款周转率	1.76	1.41	1.92	2.29
投资活动现金流	-87	-192	-225	-125	存货周转率	1.33	1.21	1.64	1.74
融资活动现金流	1,247	137	74	67					
现金流量净额	1,018	-306	-234	-7					

资料来源：宏源证券研究所

六、风险提示

1、2013 年国内新增光伏装机量不达规划目标的风险

自 2012 年 10 月份至今，国务院专门召开了常务会议，研究确定促进光伏产业健康发展的政策措施，国网发布了《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》，能源局明确提出 2013 年光伏新增装机 10GW 的规划，这些都明确显示了政府高层对于发展国内光伏终端市场的决心。在光伏配套政策细则稳步推进的情况下，我们认为 2013 年国内光伏新增装机量不达规划目标的概率较小。

2、逆变器价格出现大幅度下降的风险

虽然目前存在产能过剩的情形，但是在国内市场爆发式增长的情况下，新增产能在年底前不太可能达产。如果国内新增装机量达到 10GW，逆变器供应在安装高峰期会出现阶段性短缺，因此我们认为 2013 年逆变器价格大幅度下降的风险也不大。

作者简介:

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 S1180510120001。

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。

研究助理简介:

徐伟: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究助理, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、正泰电器、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、东方电子、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

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	张珺	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	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	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

免责声明:

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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。