

行业公司双拐点隐现，高增长可期

买入 维持

目标价格：15.00 元

公司年报主要内容：

- 公司发布 2012 年年报：营业收入 10.83 亿元、同比增长 24%，归母净利润 7280.17 万元，同比下降 57.81%，EPS 为 0.23 元，同比下降 66.18%。经营现金流量净额为-2.23 亿元，同比下降 53.89%。逆变器的毛利率为 36.35%，同比下降 12.16%，三项费用率为 21.10%，同比上升 0.22%。预告一季度业绩比上年同期下降 50.82 至 80.33%。
- 2012 年公司的光伏逆变器的出货量是 1392.60MW，同比增加 47.04%，平均单价 0.69 元/W，去年均价 0.87 元/W，同比下降 20.69%。公司的风电变流器出货量是 430MW，同比增长 92.83%。

点评分析：

- 公司的年报符合市场预期，一季报预告低于市场预期。毛利率与净利率同时大幅度下降主要是因为大量新的竞争者进入逆变器行业，行业竞争变得更加激烈，项目投标中低价中标的规则厂家大打价格战，逆变器单价持续下跌，从 2012 年初的 0.8 元/瓦下跌至年终的 0.48 元/瓦，跌幅达到了 40%，严重挤压了公司的盈利空间。
- 公司的费用率大幅度上升的主要原因是公司加大研发投入及管理人工薪费用增加。2012 年投入的研发费用为 9686.86 万元，占营业收入比例 8.94%，同比增加 38.25%。公司研制 0.8MW 功率的光伏逆变器来满足市场需求，2013 年能完成样机的研制，该机型生产成本将会进一步降低。
- 公司今年有 100MW 的电站 EPC 项目将会开工建设，保守估计今年可以交付 75MW，有望贡献 6000 万的净利润。
- 预计国内规范与扶持光伏产业发展的系列政策将在近期出台，带动国内光伏终端应用市场高速增长，公司的毛利率有望反转。逆变器行业对于国内市场的弹性最大，公司行业内的龙头企业，市场占有率达到 30%以上，具有较大的话语权。逆变器价格在大幅度下跌之后，对潜在进入者已经失去吸引力，预计未来价格将会见底回升。
- 预计公司 2013、14、15 年的 EPS 为 0.43、0.69、0.92 元，对应的 PE 分别为 25、16、12 倍，继续维持“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	873.64	1083.33	2131.30	2926.50	4134.50
增长率 (%)	45.89	24.00	96.74%	37.31%	41.28%
归母净利润(百万)	172.55	72.80	140.08	223.21	295.05
增长率 (%)	16.56	-57.81	92.42%	59.34%	32.19%
每股收益	0.96	0.23	0.434	0.692	0.915
市盈率	36.11	154.05	24.87	15.61	11.81

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

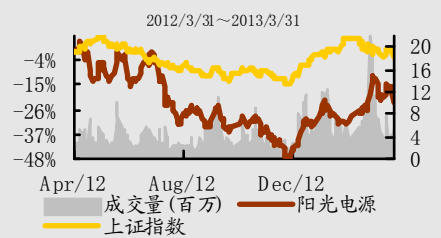
研究助理：

徐伟

电话：010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

公司深度报告*阳光电源：国内市场爆发增长的最大受益者

2013/3/7

行业周报*光伏行业：分布式光伏并网改善，利好逆变器

2013/3/3

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

目录

一、公司的毛利率与净利率开始企稳.....	3
二、公司扣除减值准备后的营业利润已经回升.....	3
三、公司的销售仍以国内为主，对国内市场弹性大.....	4
四、光伏电站 EPC 项目将是公司新的业绩增长点.....	5
五、公司财务健康，现金充足.....	6
六、一季报并不能代表全年业绩.....	6
七、公司的详细盈利预测与财务报表预测.....	7

插图

图 1: 公司逆变器出货量(MW)上涨.....	3
图 2: 公司逆变器平均价格下跌.....	3
图 3: 公司的期末毛利率与净利率企稳.....	3
图 4: 公司单季度毛利率与净利率企稳.....	3
图 5: 扣除减值准备后单季度营业利润回升 (亿元)	4
图 6: 扣除减值后单季度营业利润率开始回升	4
图 7: 单季度销售收入上升.....	4
图 8: 公司单季度费用率开始下降.....	4
图 9: 2011 年公司国内与海外市场销售额占比.....	5
图 10: 2012 年公司国内与海外市场销售额占比.....	5
图 11: 公司近一年资产负债率控制在较低水平 (%)	6
图 12: 公司近一年流动速动比率控制较好.....	6

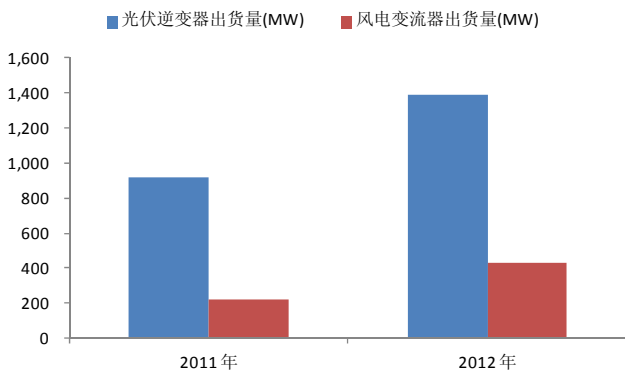
表格

表 1: 2012 年中国光伏逆变器品牌排名.....	5
表 2: 公司分项业务盈利预测.....	7
表 3: 阳光电源财务报表预测.....	8

一、公司的毛利率与净利率开始企稳

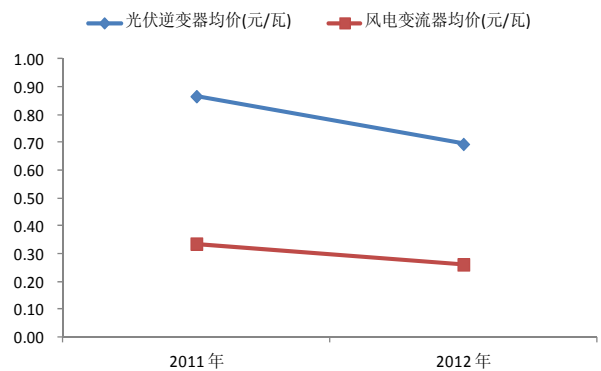
2012 年逆变器的毛利率与净利率同时大幅度下降，主要是因为大量新的竞争者进入逆变器行业，行业竞争变得更加激烈，项目投标中低价中标的规则厂家大打价格战，逆变器单价持续下跌，从 2012 年初的 0.8 元/瓦下跌至年终的 0.48 元/瓦，跌幅达到了 40%，严重挤压了公司的盈利空间。逆变器价格在大幅度下跌之后，对潜在进入者已经失去吸引力，竞争加剧的现象有所缓解。同时我们对比电力电子产品中与光伏逆变器技术上比较接近的风电变流器与高压变频器进行分析，其毛利率也都在下降到 30% 左右后开始趋于稳定，所以我们判断公司逆变器产品未来的毛利率也将会见底回升。

图 1: 公司逆变器出货量(MW)上涨



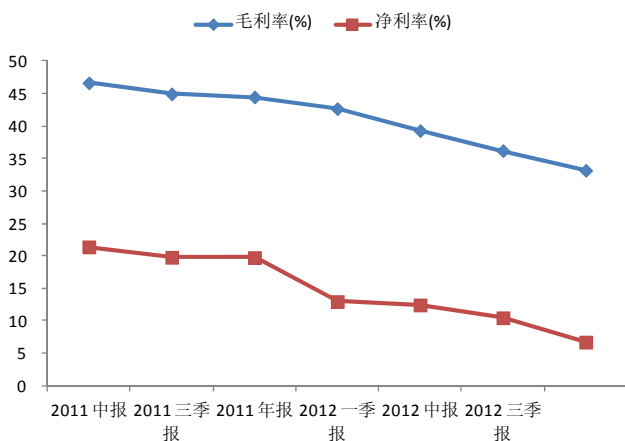
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 2: 公司逆变器平均价格下跌



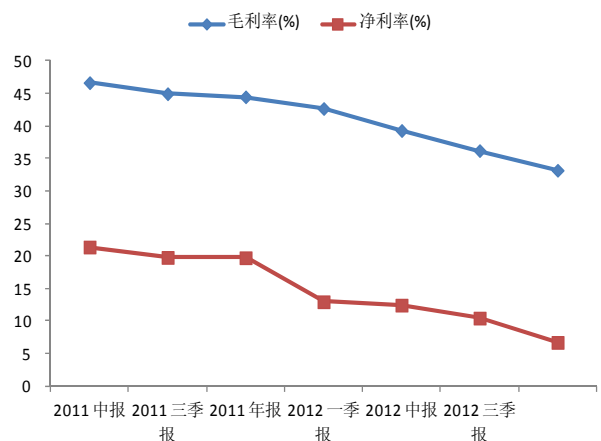
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 3: 公司的期末毛利率与净利率企稳



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 4: 公司单季度毛利率与净利率企稳



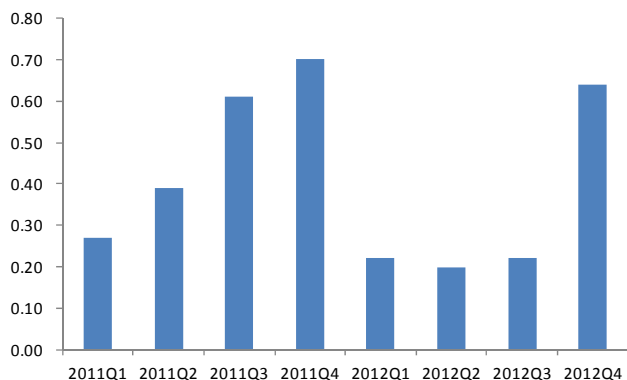
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

二、公司扣除减值准备后的营业利润已经回升

虽然公司的第四季度净利润及净利率较低，环比有所下降，但是主要原因是公司在第四季度计提了总额为 6325.82 万元的减值准备，其中计提应收账款减值万元，计提存货减值准备万元。如果扣除计提减值准备和非经常性损益的影响，公司在 2012 年第四季度的

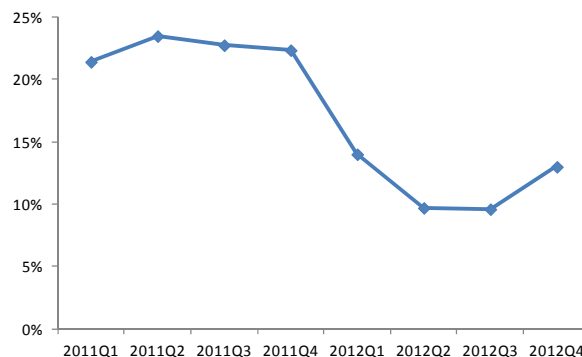
利润额与利润率都出现了较大幅度的环比上涨。

图 5: 扣除减值准备后单季度营业利润回升 (亿元)



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 6: 扣除减值后单季度营业利润率开始回升

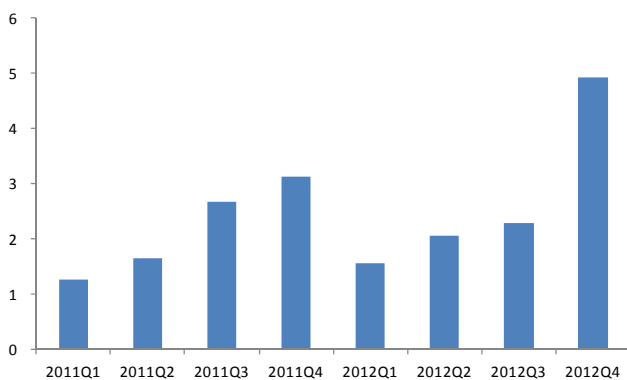


资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

2012 年前三季度, 由于公司的销售收入出现了较大幅度的下降, 但售后服务和研发等所需费用有较大的刚性, 因此公司的费用率出现了较大幅度的上升。但在 2012 年第四季度, 公司的出货量大幅度上升, 销售收入环比大幅度增加, 产生的规模效应, 促进了公司费用率的大幅度下降。

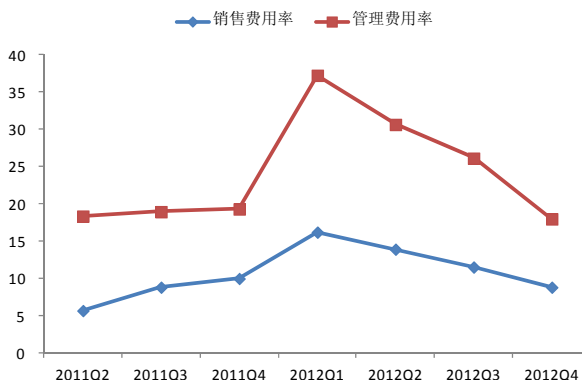
以上数据说明公司的经营具有较显著的规模效应, 预计 2013 年公司应收规模出现较大增长的情况下, 公司的销售费用率与管理费用率都能够大幅度下降, 其中以管理费用率最为显著。

图 7: 单季度销售收入上升



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

图 8: 公司单季度费用率开始下降

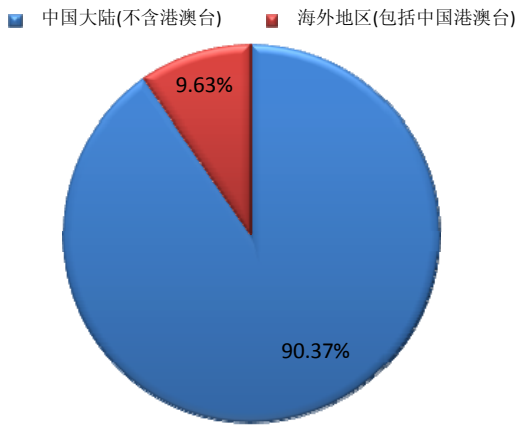


资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所整理

三、公司的销售仍以国内为主, 对国内市场弹性大

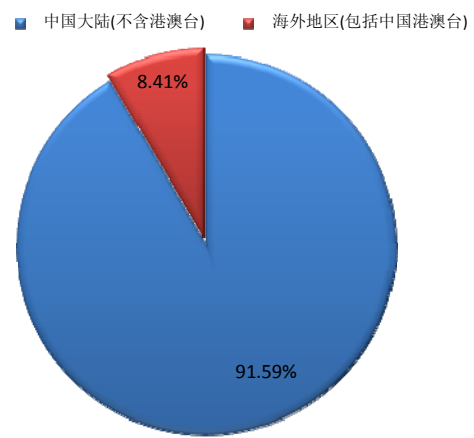
公司的产品销售仍然以国内市场为主, 2012 年国内市场销售额占比为 91.59%。2013 年在全球光伏市场中, 中国市场将会是需求增长速度最快的市场。按照 2013 年国内新增装机容量 10GW 计算, 增速将会达到 150%。由于逆变器行业的地区销售比例与光伏组件不同, 国内销售占比在 90%以上, 所以逆变器行业对于国内市场的弹性最大。

图 9: 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 10: 2012 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

2012 年按照国内新增光伏装机量约 4.5GW 估算, 公司在国内的市场份额仍然超过 30%。并且公司具有极高的品牌知名度与很好的口碑, 在市场上享有很大的话语权。自 2010 年开始, 由于当时利润率较高, 很多新的竞争者进入了光伏逆变器市场, 造成了市场竞争白热化, 企业大打价格战, 价格大幅度下降, 企业盈利能力被大幅度挤压。目前, 逆变器较低的价格与单位成本, 已经成为潜在竞争者的壁垒。而对于小规模的企业, 较低的利润率与较大的现金流压力将促使他们逐步退出。我们判断, 目前逆变器行业的竞争格局处于完全竞争向垄断竞争过渡的时期, 行业龙头企业将会明显受益于小产能退出。

表 1: 2012 年中国光伏逆变器品牌排名

名次	综合排名	电站型逆变器	组串型逆变器	微型逆变器
1	阳光电源	阳光电源	古瑞瓦特	昱能
2	兆伏新能源	特变电工	兆伏新能源	北电
3	特变电工	兆伏新能源	阳光电源	英伟力
4	山亿	正泰电源	山亿	三晶电气
5	古瑞瓦特	冠亚电源	晶福源	山亿
6	正泰电源	颐和	昆兰电气	埃菲生
7	冠亚电源	科诺伟业	追日电气	盛弘电气
8	颐和	山亿	冠亚电源	上方
9	科诺伟业	易事特	正泰电源	
10	易事特	古瑞瓦特	欧姆尼克	

资料来源: 世纪新能源网 (未统计国外品牌)

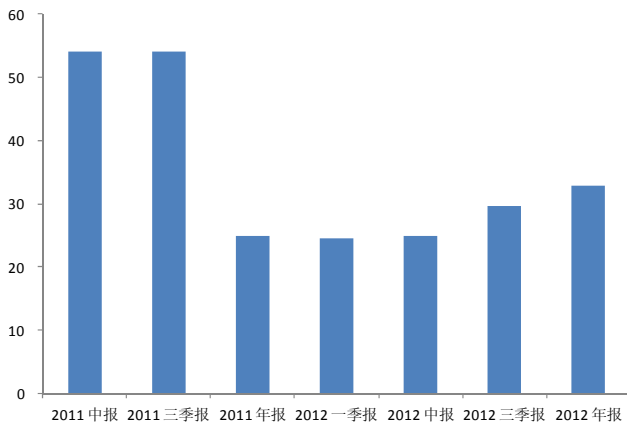
四、光伏电站 EPC 项目将是公司新的业绩增长点

2012 年公司在甘肃省获得了 100MW 光伏电站项目的路条, 为今年公司开展电站 EPC 项目储备了大量的资源。在公司制定今年的销售计划中, 光伏电站 EPC 业务完成销售收入 6 亿元, 我们认为公司的目标偏保守, 年内交付 75MW 的电站 EPC 项目的可能性较大,

对应的营业收入约为 75 亿元。由于公司为 EPC 项目提供了路条资源，所以 EPC 业务净利率较高，估计可以达到 8%，该项业务本年度有望为公司贡献 6000 万左右的净利润，为公司提供了较大的安全边际。

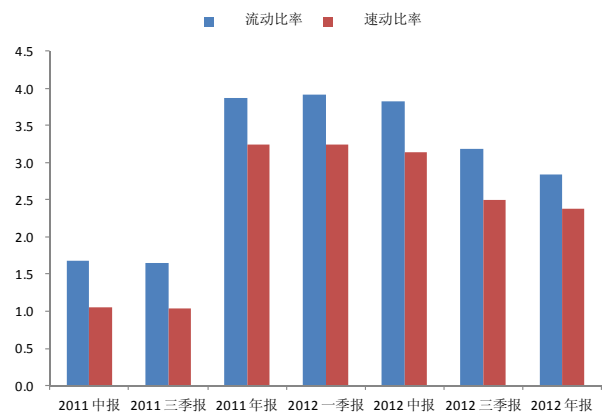
五、公司财务健康，现金充足

图 11: 公司近一年资产负债率控制在较低水平 (%)



资料来源：公司年报，宏源证券研究所整理

图 12: 公司近一年流动速动比率控制较好



资料来源：公司年报，宏源证券研究所整理

公司在上市之后谨慎进行投资，控制应收账款的扩大，成功的将资产负债率控制在较低的水平，为公司提供了足够的财务安全保证。公司在期末账上有 10.82 亿的现金，是公司度过光伏行业冬天的依凭，也为公司进军光伏电站业务提供了良好的资金基础。虽然公司目前的经营现金流不太好，主要也是因为第四季度销售额较大，部分账款的未到回款时间，预计在 2013 年上半年将有所改观。

六、一季报并不能代表全年业绩

公司的一季度业绩预告低于市场预期，但是我们认为这不能代表全年的业绩，因为一季度在全年销售收入以及净利润中的占比都比较小。因为第二季度开始才是国内光伏电站项目的开工高峰期。第一季度公司的出货量一般较小，对全年的业绩影响比较有限。预计国内规范与扶持光伏产业政策发展的系列政策将在近期出台，带动国内光伏终端应用市场高速增长。我们认为从 4 月份开始，国内新增装机量将会迅速增长，公司的出货量将会同步增长，而短期抢装产生的大量需求也将拉动公司的毛利率上升。所以我们判断公司第二季度的业绩同比、环比都将会有较大幅度的增长。

七、公司的详细盈利预测与财务报表预测

表 2: 公司分项业务盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
光伏逆变器	4540	10000	15000	22000
全国新增装机量 (MW)	30.88%	30%	30%	30%
公司市场占有率	1402	3000	4500	6600
公司出货量 (MW)	0.69	0.41	0.4	0.38
单价 (元/W)	967.48	1230.00	1800.00	2508.00
收入 (百万元)	648.2116	824.10	1206.00	1680.36
成本 (百万元)	22%	27%	46%	39%
增长率	33%	33%	33%	33%
毛利率				
电站 EPC 项目	0	75	100	150
项目规模 (MW)	-	10.00	9.50	9.50
单价 (元/W)	0	750	950	1425
收入 (百万元)	0	637.50	807.50	1211.25
成本 (百万元)	0	-	27%	50%
增长率	0%	15%	15%	15%
毛利率				
风电变流器	430	600	700	800
出货量 (MW)	0.26	0.25	0.25	0.25
单价 (元/W)	111.8	150	175	200
收入 (百万元)	78.26	108	126	144
成本 (百万元)	49%	34%	17%	14%
增长率	30%	28%	28%	28%
毛利率				
电力电源	1.00	1.30	1.50	1.50
收入 (百万元)	0.68	0.884	1.02	1.02
成本 (百万元)	-76%	30%	15%	0%
增长率	32%	32%	32%	32%
毛利率				
总计	1080.28	2131.30	2926.50	4134.50
收入 (百万元)	727.1516	1570.48	2140.52	3036.63
成本 (百万元)	353.13	560.82	785.98	1097.87
毛利 (百万元)	50%	116%	36%	42%
增长率	33%	26%	27%	27%
毛利率	4540	10000	15000	22000

资料来源: 宏源证券研究所

表 3: 阳光电源财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,495	2,746	3,111	3,928	营业收入	1,083	2,131	2,927	4,135
货币资金	1,103	977	1,171	1,654	营业成本	724	1,570	2,141	3,037
应收与预付款项	991	1,246	1,337	1,527	营业税金及附加	3	6	9	12
存货	400	523	603	746	销售费用	124	202	263	372
非流动资产	239	233	214	185	管理费用	146	213	269	372
固定资产在建工程	218	214	198	168	财务费用	-41	-27	-18	-7
无形资产待摊费用	16	16	16	16	资产减值损失	73	30	35	40
资产总计	2,734	2,979	3,325	4,112	投资收益	-1	0	0	0
流动负债	860	987	1,143	1,680	利润总额	86	156	248	328
短期借款	90	0	75	376	所得税	13	16	25	33
应付与预收账款	770	987	1,067	1,304	净利润	73	140	223	295
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	27	27	27	27	归属母公司净利	73	140	223	295
负债合计	887	1,014	1,169	1,706	EPS (元)	0.226	0.434	0.692	0.915
股本	323	323	323	323	主要财务比率				
资本公积	1,220	1,220	1,220	1,220	成长能力				
留存收益	304	423	613	864	营业收入	24.00%	96.74%	37.31%	41.28%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	-57.81%	92.42%	59.34%	32.19%
归属于母公司权益	1,846	1,966	2,155	2,406	获利能力				
负债股东权益合计	2,734	2,979	3,325	4,112	毛利率	33.19%	26.31%	26.86%	26.55%
现金流量表					净利率	6.72%	6.57%	7.63%	7.14%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	3.94%	7.13%	10.36%	12.26%
经营活动现金流	-225	-37	124	192	偿债能力				
税后经营利润	73	122	205	277	资产负债率	32.45%	34.02%	35.17%	41.49%
折旧摊销	15	6	9	9	流动比率	2.90	2.78	2.72	2.34
资产减值损失	73	30	35	40	速动比率	2.43	2.25	2.19	1.89
利息费用	-42	-34	-35	-37	营运能力				
投资活动现金流	-77	-12	-7	-2	总资产周转率	0.40	0.72	0.88	1.01
融资活动现金流	42	-77	77	293	应收账款周转率	1.14	1.80	2.33	2.93
现金流量净额	-259	-127	194	483	存货周转率	1.81	3.00	3.55	4.07

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 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、大连电气、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	电话	电话	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
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@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。

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。