

评级：强烈推荐（上调）

电力设备

公司事件点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-82303677

邮件：hebenhu@fcsc.cn

阳光电源(300274)**——股权激励打开成长空间，上调至“强烈推荐”**

事件：4月9日，公司公布股权激励方案。本激励计划拟向激励对象授予权益总计1056万份，约占股本总额32256万股的3.27%，其中，首次授予权益956万份，占股本总额的2.96%。预留100万份，占股本总额的0.31%。

要点：**1、采用创新式的股权激励模式**

在本次股权激励的总体规模为1056万份，约占股本总额32256万股的3.27%，对股本的摊薄幅度有限。另外，公司采用了创新式的股权激励和限制性股票相结合的方式，各占50%规模。

本次首次授予的激励对象共计156人，包括公司高级管理人员、公司中层管理人员和公司核心业务（技术）人员在内，与一般的股权激励类似。同时，分三年进行行权。

图表1 行权安排时间表

行权期	行权时间	可行权数量
第一个行权期	自首次授权日起12个月后的首个交易日起至首次授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自首次授权日起24个月后的首个交易日起至首次授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授权日起36个月后的首个交易日起至首次授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%

数据来源：新能源网 第一创业证券研究所

2、业绩考核标准有望超预期实现

对于本激励计划授予的股票期权或限制性股票，公司层面业绩考核目标为：（1）2013年度至2015年度的扣除非经常性损益后净利润目标值分别为9900万元、10890万元、11880万元；（2）以公司2012年度营业收入为基数，2013年度至2015年度的营业收入三年定基增长率目标值分别为20%、35%、50%。



以公司2012年的业绩基准看，即使在产品价格有20%以上下降的背景下，公司都成功实现了收入20%以上的增长。我们认为，依照行业发展趋势，20%左右的年均收入增长目标实现基本毫无悬念。

另外，由于产品价格持续下降形成的当前30%左右的毛利率已经具备行业整合的条件，因此，预计毛利率有望逐步企稳，将成为业绩超预期实现的基础。

3、限制性股权激励的费用影响有限

公司采用了限制性期权与股票期权相结合的方式，使得总体的期权费用显著下降。按照公告数据，期权费用相当于限制性期权费用的150%。不过，总计的期权费用在2013年和2014年的年份所占公司净利润的比重只有5%左右，对业绩的负面影响有限。

图表 2 股权激励费用一览表

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	合计
期权费用	461.93	455.33	217.77	52.79	1187.82
限制性费用	280.64	276.63	132.30	32.07	721.64
合计	742.57	731.96	350.07	84.86	1909.46

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、盈利预测及投资建议

我们维持2013年、2014年和2015年每股收益分别为0.43元、0.63元和0.86元，目前的10.18元对应的PE分别为23.6倍、16.1倍和11.8倍，估值基本合理。考虑到股权激励后的超预期机会，我们上调评级至“强烈推荐”投资评级。

图表 3 公司主营收入和毛利率预测一览表

	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、光伏逆变				
收入(万元)	96016	137670	178971	232662
数量 (MW)	1412.0	2118.0	2753.4	3579.4
单价 (万元/MW)	68	65	65	65
毛利(万元)	32357	41301	53691	69799
毛利率	33.7%	30.0%	30.0%	30.0%
二、风能变流				
收入(万元)	11352	13416	17441	22673
数量 (MW)	344	447	581	756



单价(万元/MW)	33.0	30.0	30.0	30.0
毛利(万元)	3383	3756	4883	6348
毛利率	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%
三、其他				
收入(万元)	965	1062	1168	1285
增长率	151.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	280	308	339	373
毛利率	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
四、合计				
收入(万元)	108333	152148	197580	256620
增长率	24.0%	40.4%	29.9%	29.9%
毛利(万元)	36020	45365	58913	76520
毛利率	33.2%	29.8%	29.8%	29.8%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 4 盈利预测表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、营业利润				
营业收入	108333	152148	197580	256620
减：营业成本	72374	106782	138666	180100
减：营业税金及附加	273	383	498	647
减：营业费用	12406	15215	17782	23096
减：管理费用	14593	16782	19299	22194
减：财务费用	-4143	-3314	-2652	-2121
减：资产减值损失	7338	3669	4403	5283
加：投资收益	-58	0	0	
营业利润	5434	12631	19583	27421
二、利润总额				
加：营业外收支	3158	3790	4548	5457
利润总额	8592	16420	24130	32878
三、净利润				
减：所得税	1312	2507	3685	5020
净利润	7280	13913	20446	27857
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益				
归属母公司净利润	7280	13913	20446	27857
总股本(百万)				32256
EPS(元)	0.23	0.43	0.63	0.86

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



5、风险提示

- (1)、毛利率波动的风险。
- (2)、行业竞争的不确定性

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135