

2013年04月25日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) 14.00

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/4/24)	11.72
深证成指(2013/4/24)	8911.65
股价 12 个月高/低	12.74/6.64
总发行股数(百万)	322.56
A 股数(百万)	141.12
A 市值(亿元)	37.80
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	5.76
股价/账面净值	2.04
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	8.5 32.0 3.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-04-01	9.91	买入

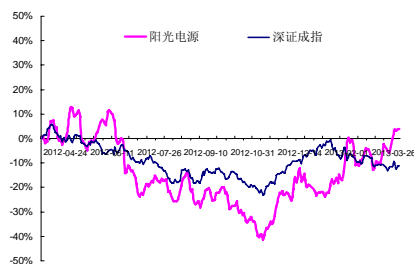
产品组合

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	9.2%
----	------

股价相对大盘走势



阳光电源 (300274.SZ)

Buy 买入

维持 13 年光伏逆变器销售 3GW 的预期

结论与建议:

Q1 业绩下滑, 但毛利率环比回升, 说明价格下降趋势以减慢。13 年预计在国内需求大增的情况下, 带动公司光伏逆变器出货达到 3GW, 同时价格降幅趋缓; 加之投建电站业务将确认收入及利润, 由此拉动 13 年 EPS 的增长。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 0.450 元和 0.555 元, YoY 分别增长 99.36% 和 23.35%。目前 2013 年 P/E 为 26 倍。维持买入投资建议, 目标价 14 元 (2013 年 30x)。

■ **Q1 淡季, 净利 YoY-74%:** 阳光电源 2013 年 Q1 实现营业收入 1.55 亿元, YoY-1.21%, 净利润 0.05 亿元, YoY-74.27%, EPS 为 0.016 元。单季综合毛利率 31.40%, YoY 下降 11.3 个百分点, QoQ 回升 1.9 个百分点; 主营业务亏损 0.08 亿元, 为淡季毛利不理想的情况下, 管理费用等支出增长所致。

■ **维持 2013 年公司光伏逆变器出货量达到 3GW 左右的预期:** 12 年前两批金太阳项目合计 4.5GW 完工的截止日期为 13 年 6 月底, 这一数字已超过去年全年装机量。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 8~10GW (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。

■ **光伏逆变器价格已现趋稳迹象:** 从 12 年 Q4 和 13 年 Q1 的毛利率对比, 我们认为光伏逆变器价格已处于底部, 进一步下跌的空间较小; 同时业内逆变器厂商去年已开始出现倒闭的现象, 行业洗牌之后, 将迎来价格企稳。

■ **参与电站建设, 增加盈利贡献:** 公司已获得酒泉 4 个光伏电站近 180MW 的路条, 另外此前参股合肥金太阳工程也已能贡献盈利。预计 13 年将约有 70MW 公司参与建造的电站开始运营, 以 8 元/W 的建造价格和 8% 的施工净利润估算, 将带来约 5.6 亿元的营收和约 4000 万元的净利润。

■ **股权激励彰显管理层信心:** 公司 4 月初推出股权激励方案, 业绩考核标准为 2013~15 年实现营业收入相对 12 年基数分别增长 20%、35% 和 50%, 并实现归属母公司净利润目标分别为 0.99 亿元、1.09 亿元和 1.19 亿元。

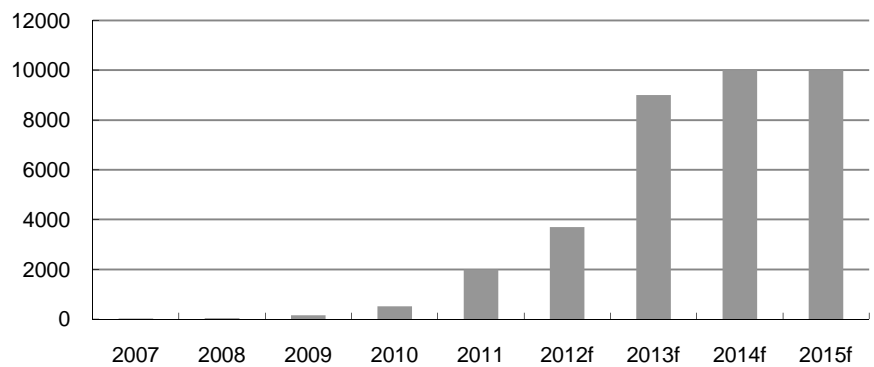
■ **业绩预测:** 预计公司 2013、14 年营收分别达到 25.83 亿元和 31.46 亿元, YoY 分别增长 138.4% 和 21.81%; 实现净利润分别为 1.45 亿元和 1.79 亿元, YoY 分别增长 99.36% 和 23.35%; EPS 分别为 0.450 元和 0.555 元。目前 2013 年 P/E 为 26 倍。维持买入投资建议, 目标价 14 元 (2013 年 30x)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	148	173	73	145	179
同比增减	%	320.30%	16.56%	-57.81%	99.36%	23.35%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.101	0.535	0.226	0.450	0.555
同比增减	%	-6.18%	-51.43%	-57.81%	99.36%	23.35%
A 股市盈率(P/E)	X	10.66	21.95	52.02	26.09	21.15
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.050	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.00%	1.70%	0.43%	0.85%	0.85%

图表一：中国光伏装机量预估

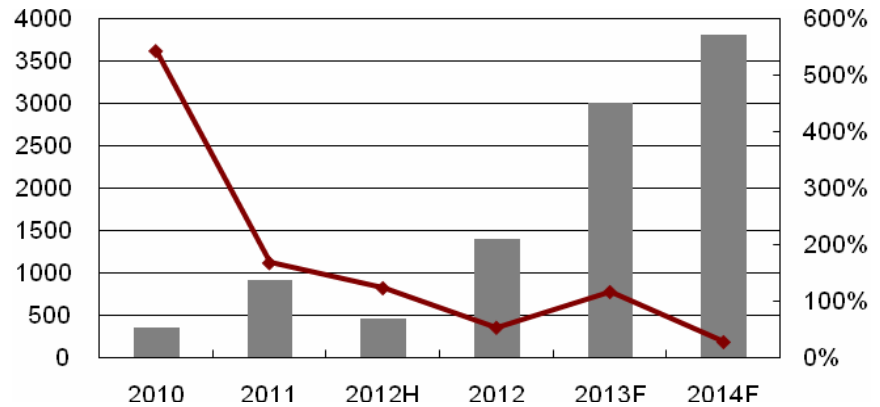
单位：MW



资料来源：EPIA, 国家能源局, 群益证券 (2013/02)

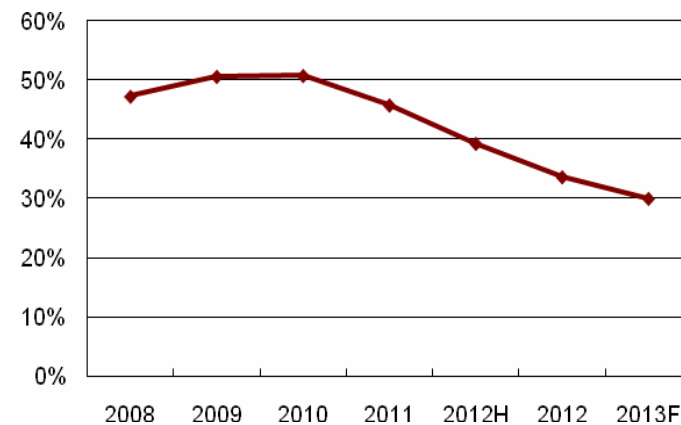
图表二：公司光伏逆变器销量及 YoY

(单位：MW)



资料来源：公司公告, 群益证券

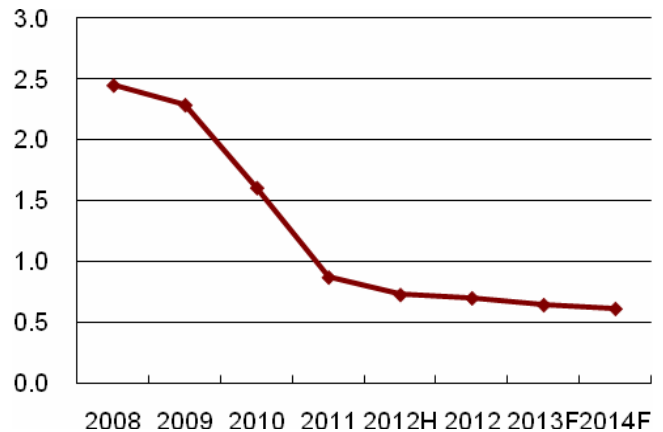
图表三：公司光伏逆变器毛利率



资料来源：公司公告, 群益证券

图表四：公司光伏逆变器价格走势

(单位：元/W)



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	2012	2013F	2014F
营业收入	599	874	1083	2583	3146
经营成本	300	485	724	1862	2288
营业税金及附加	0	6	3	6	8
销售费用	54	83	124	269	308
管理费用	79	100	146	284	330
财务费用	3	-1	-41	-26	-6
资产减值损失	7	19	73	50	40
投资收益	0	0	-1	0	0
营业利润	155	177	54	137	177
营业外收入	18	24	32	35	35
营业外支出	0	0	0	1	1
利润总额	172	201	86	171	211
所得税	24	28	13	26	32
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	73	145	179

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	321	1338	1082	930	942
应收帐款	180	497	947	1061	1188
存货	229	364	400	460	529
流动资产合计	784	2240	2501	2676	2810
长期投资净额	3	1	0	0	0
固定资产合计	58	83	181	235	306
在建工程	2	64	37	41	45
无形资产	5	16	16	17	18
资产总计	855	2413	2754	2998	3201
流动负债合计	443	579	881	969	1008
长期负债合计	20	24	27	35	40
负债合计	462	603	908	1004	1048
少数股东权益	0	0	1	0	0
股东权益合计	393	1810	1846	1994	2154
负债和股东权益总计	855	2413	2754	2998	3201

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	222	-145	-223	-111	89
投资活动产生的现金流量净额	-34	-87	-77	-61	-67
筹资活动产生的现金流量净额	77	1247	42	21	-11
现金及现金等价物净增加额	265	1015	-257	-152	11

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。