

阳光电源 (300274.SZ)

太阳能行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

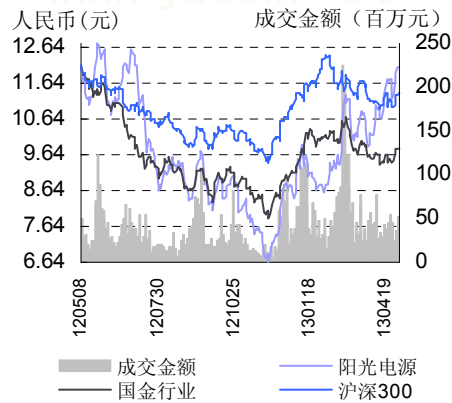
市价(人民币): 12.10元

EPC如期推进, 符合预期而非超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	141.12
总市值(百万元)	39.03
年内股价最高最低(元)	12.74/6.64
沪深300指数	2542.80



相关报告

1. 《价格回升尚难; 毛利率寻底后望逐步企稳》, 2013.3.31
2. 《竞争加剧价格下跌, 业绩继续承压》, 2012.10.24
3. 《中标大订单, 但毛利率压力犹存》, 2012.10.8

邢志刚 分析师 SAC 执业编号: S1130512010002
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.963	0.226	0.525	0.684	0.916
每股净资产(元)	10.10	5.72	4.33	4.81	5.44
每股经营性现金流(元)	-0.81	-0.69	2.00	0.46	0.57
市盈率(倍)	28.46	38.10	18.88	14.49	10.82
行业优化市盈率(倍)	27.51	27.15	29.25	29.25	29.25
净利润增长率(%)	16.56%	-57.81%	132.50%	30.31%	33.89%
净资产收益率(%)	9.53%	3.94%	8.38%	9.85%	11.65%
总股本(百万股)	179.20	322.56	322.56	322.56	322.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告: 按照 2012 年 10 月 8 日公司与酒泉朝阳和酒泉三阳签订的 100MW 共 9 亿元(含税)电站 EPC 合同中规定的增资协议, 酒泉朝阳和酒泉三阳在 2013 年 5 月 3 日完成工商注册变更登记, 不再是公司的全资子公司。公司各持有上述两公司 10% 的股权;

经营分析

- 此次合同为 EPC 合同, 实际业绩贡献不仅较为有限(预计今年贡献 5000 万的净利润), 而且是预期之内的: 虽然此次合同不含税金额约为 8 亿元, 占公司 2012 年度经审计营业收入的 74%, 但是落实到业绩层面, 我们测算对 2013 年净利润的贡献约在 5000 万左右。此次合同主要是完成股权转让是符合 EPC 项目的增资条款, 是预期之内的而非超预期;
- 在对逆变器盈利能力的判断上, 我们坚持认为价格不会反弹反而会有所下降, 但价格下跌逐步同步于成本下降速度, 毛利率趋于稳定: 对光伏逆变器的价格竞争需要有充分的认识, 作为轻资产装配属性的逆变器制造是很难形成类似上游重资产多晶硅的价格弹性。我们认为具备现金和成本优势的企业不会轻易放松价格而让出市场份额, 短期逆变器价格很难看到趋势性的反弹。但是盈利能力快速下降期已过, 未来价格下降速度会逐步回归同步于成本下降速度。我们预计公司今年毛利率下降幅度将较去年大幅收窄;
- 经历了去年研发和销售扩张, 并完成股权激励, 今年期间费用率有望一定幅度收缩: 去年公司加大了销售和研发投入, 销售和管理费用率各上升了 2 个百分点。从今年来看, 我们认为销售和管理费用绝对值将保持平稳, 由此管理费用率和销售费用率将有所下降;

盈利调整

- 此次订单对公司盈利预测不构成调整的影响, 我们维持对公司 2013-2015 年 EPS 为 0.53, 0.68 和 0.92。我们认为公司合理估值为 2013 年 25 倍, 目标价格为 12.7;
- 短期我们认为市场对逆变器价格的反弹的预期过高, 建议长线投资者可逢低逐步进行配置。

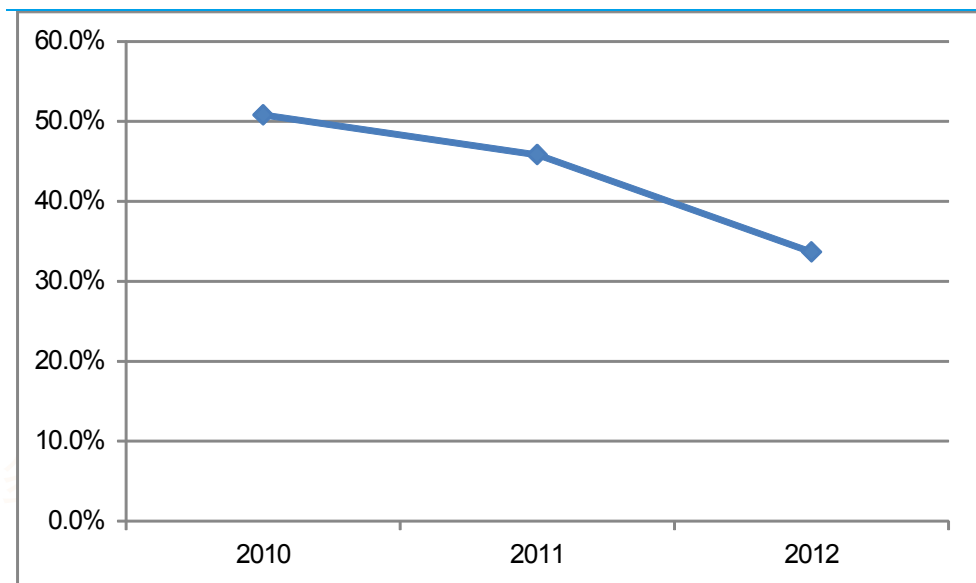
公司主要业务盈利预测

图表1: 主要业务的盈利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
光伏逆变器						
中国光伏装机容量	308,311	2,000,000	4,500,000	8,000,000	11,000,000	14,000,000
公司国内市场占有率	42%	43%	28%	26%	23%	22%
出口销售 (KW)	213,531	59,000	133,980	231,111	281,111	342,222
出口销售比例	62%	6%	10%	10%	10%	10%
国内销售 (KW)	129,491	856,000	1,258,620	2,080,000	2,530,000	3,080,000
国内销售比例	38%	94%	90%	90%	90%	90%
公司销量 (KW)	343,022	915,000	1,392,600	2,311,111	2,811,111	3,422,222
增长率 (YOY)	542%	167%	52%	66%	22%	22%
平均售价 (元/KW)	1605.47	1155.94	543.29	434.63	391.17	371.61
增长率 (YOY)	-30%	-28%	-53%	-20%	-10%	-5%
销售收入 (百万元)	550.71	793.21	967.68	1,004.49	1,099.62	1,271.74
增长率 (YOY)	350%	44%	22%	4%	9%	27%
毛利率	50.8%	45.8%	33.6%	31.0%	30.5%	30.0%
销售成本 (百万元)	270.90	429.84	642.10	693.10	764.24	890.22
毛利 (百万元)	279.82	363.36	325.58	311.39	335.38	381.52
增长率 (YOY)	352%	30%	-10%	-4%	8%	14%
占总销售额比重	92%	91%	89%	83%	81%	81%
占主营业务利润比重	94%	93%	91%	84%	82%	81%
风能变流器						
销售收入 (百万元)	43.32	74.96	112.53	200.00	250.00	300.00
增长率 (YOY)	-5.02%	73.06%	50.11%	77.73%	25.00%	50.00%
毛利率	37.6%	30.6%	29.8%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	27.02	52.03	79.04	140.00	175.00	210.00
毛利 (百万元)	16.30	22.93	33.49	60.00	75.00	90.00
占总销售额比重	7.23%	8.58%	10.41%	16.59%	18.50%	19.07%
占主营业务利润比重	5.46%	5.90%	9.32%	16.14%	18.26%	19.07%
其他						
销售收入 (百万元)	0.69	1.37	1.10	1.27	1.40	1.54
毛利率	60.5%	37.0%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本 (百万元)	0.27	0.86	0.82	0.95	1.05	1.15
毛利 (百万元)	0.42	0.51	0.28	0.32	0.35	0.38
占总销售额比重	0.12%	0.16%	0.10%	0.11%	0.10%	0.10%
占主营业务利润比重	0.14%	0.13%	0.08%	0.09%	0.09%	0.08%

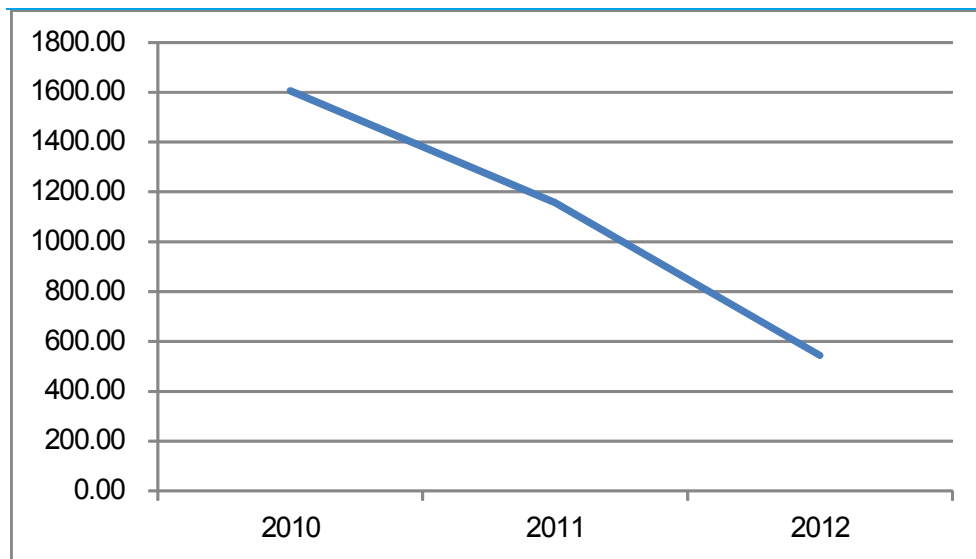
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司逆变器产品的毛利率走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司逆变器平均不含税价格 (元/KW)



来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	599	874	1,083	1,206	1,352	1,574	货币资金	321	1,338	1,082	1,789	1,860	2,033
增长率		45.9%	24.0%	11.4%	12.0%	16.4%	应收款项	194	513	971	283	317	370
主营业务成本	-300	-485	-724	-835	-941	-1,102	存货	229	364	400	389	438	513
%销售收入	50.2%	55.5%	66.8%	69.2%	69.6%	70.0%	其他流动资产	40	26	48	110	124	145
毛利	298	389	360	372	411	472	流动资产	784	2,240	2,501	2,572	2,739	3,061
%销售收入	49.8%	44.5%	33.2%	30.8%	30.4%	30.0%	%总资产	91.7%	92.8%	90.8%	88.0%	86.2%	86.2%
营业税金及附加	0	-6	-3	-4	-4	-5	长期投资	3	1	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	60	147	218	323	400	443
营业费用	-54	-83	-124	-128	-138	-142	%总资产	7.0%	6.1%	7.9%	11.0%	12.6%	12.5%
%销售收入	9.0%	9.5%	11.5%	10.6%	10.2%	9.0%	无形资产	5	20	21	26	35	44
管理费用	-79	-100	-146	-156	-162	-173	非流动资产	71	173	253	351	437	489
%销售收入	13.2%	11.5%	13.5%	12.9%	12.0%	11.0%	%总资产	8.3%	7.2%	9.2%	12.0%	13.8%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	165	199	87	85	107	153	资产总计	855	2,413	2,754	2,922	3,177	3,550
%销售收入	27.5%	22.8%	8.0%	7.0%	7.9%	9.7%	短期借款	5	5	90	240	190	140
财务费用	-3	1	41	42	56	65	应付款项	411	543	770	607	684	800
%销售收入	0.4%	-0.1%	-3.8%	-3.5%	-4.1%	-4.1%	其他流动负债	26	31	21	56	63	74
资产减值损失	-7	-19	-73	-3	0	0	流动负债	443	579	881	904	937	1,014
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	-4	-1	0	0	0	其他长期负债	20	24	27	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	462	603	908	904	937	1,015
营业利润	155	177	54	124	162	217	普通股股东权益	393	1,810	1,846	2,019	2,239	2,535
营业利润率	25.8%	20.2%	5.0%	10.3%	12.0%	13.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	18	24	32	75	97	130	负债股东权益合计	855	2,413	2,754	2,922	3,177	3,550
税前利润	172	201	86	199	259	347	比率分析						
利润率	28.8%	23.0%	7.9%	16.5%	19.2%	22.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-24	-28	-13	-30	-39	-52	每股指标						
所得税率	14.1%	14.1%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.101	0.963	0.226	0.525	0.684	0.916
净利润	148	173	73	169	221	295	每股净资产	2.923	10.099	5.724	4.334	4.807	5.441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.649	-0.808	-0.691	2.004	0.457	0.568
归属于母公司的净利润	148	173	73	169	221	295	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
净利率	24.7%	19.8%	6.7%	14.0%	16.3%	18.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	37.69%	9.53%	3.94%	8.38%	9.85%	11.65%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	17.31%	7.15%	2.64%	5.79%	6.94%	8.32%
净利润	148	173	73	169	221	295	投入资本收益率	35.55%	9.42%	3.80%	3.19%	3.74%	4.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	13	29	88	19	24	29	主营业务收入增长率	232.17%	45.89%	24.00%	11.37%	12.03%	16.43%
非经营收益	0	1	-51	-50	-83	-119	EBIT增长率	489.70%	21.00%	-56.38%	-2.44%	25.99%	42.88%
营运资金变动	61	-347	-333	508	-14	-22	净利润增长率	320.37%	16.56%	-57.81%	132.50%	30.31%	33.89%
经营活动现金净流	222	-145	-223	647	148	183	总资产增长率	208.17%	182.25%	14.13%	6.11%	8.70%	11.75%
资本开支	-32	-83	-92	-53	-13	50	资产管理能力						
投资	-3	-8	-4	-1	0	0	应收账款周转天数	79.3	139.4	221.9	78.0	78.0	78.0
其他	1	3	19	0	0	0	存货周转天数	177.2	223.0	192.6	170.0	170.0	170.0
投资活动现金净流	-34	-87	-77	-54	-13	50	应付账款周转天数	181.5	207.5	177.3	181.0	181.0	181.0
股权募资	97	1,276	0	3	0	0	固定资产周转天数	35.6	34.7	61.0	80.1	87.0	80.1
债权募资	-18	0	85	123	-50	-49	偿债能力						
其他	-1	-27	-42	-11	-15	-11	净负债/股东权益	-80.51%	-73.66%	-53.72%	-76.75%	-74.55%	-74.63%
筹资活动现金净流	77	1,249	43	115	-65	-60	EBIT利息保障倍数	63.7	-301.7	-2.1	-2.0	-1.9	-2.3
现金净流量	264	1,017	-256	707	70	173	资产负债率	54.06%	25.01%	32.96%	30.92%	29.50%	28.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	21	26	29
增持	0	3	7	8	25
中性	0	0	3	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.18	1.33	1.35	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

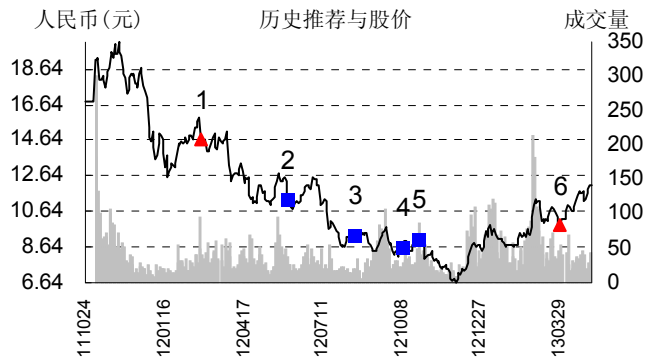
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-28	增持	14.68	N/A
2 2012-06-04	中性	11.34	10.00 ~ 13.00
3 2012-08-13	中性	9.27	N/A
4 2012-10-08	中性	8.61	N/A
5 2012-10-24	中性	9.05	N/A
6 2013-03-31	增持	9.91	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net