

2013年07月12日

韩伟琪  
Wei qi\_Han@e-capital.com.cn  
目标价(元) 18.00

**公司基本资讯**

产业别	机械设备
A 股价(2013/7/12)	15.30
深证成指(2013/7/12)	8184.77
股价 12 个月高/低	16.58/6.64
总发行股数(百万)	322.56
A 股数(百万)	141.12
A 市值(亿元)	49.35
主要股东	曹仁贤(38.84%)
每股净值(元)	5.71
股价/账面净值	2.68
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	11.5 43.4 26.6

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2013-04-25	11.72	买入

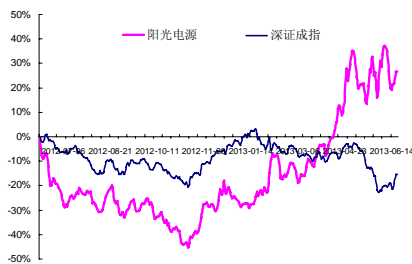
**产品组合**

太阳能光伏逆变器	89.5%
风能变流器	10.4%
其他	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

**EPC 业务开始贡献业绩, 拐点初现**

**结论与建议:**

公司上半年预增 10%~30%，逆变器出货量增长良好且价格趋稳，同时 EPC 业务开始贡献收入，我们认为公司业绩拐点已经开始显现。下半年有望伴随着新的光伏补贴政策出台，国内装机量开始有明显增加，带动公司逆变器以及电站建设订单的增长。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 0.472 元和 0.589 元，YoY 分别增长 109.14%和 24.71%。2014 年 P/E 为 26 倍。维持买入投资建议，目标价 18 元（2014 年 30x）。

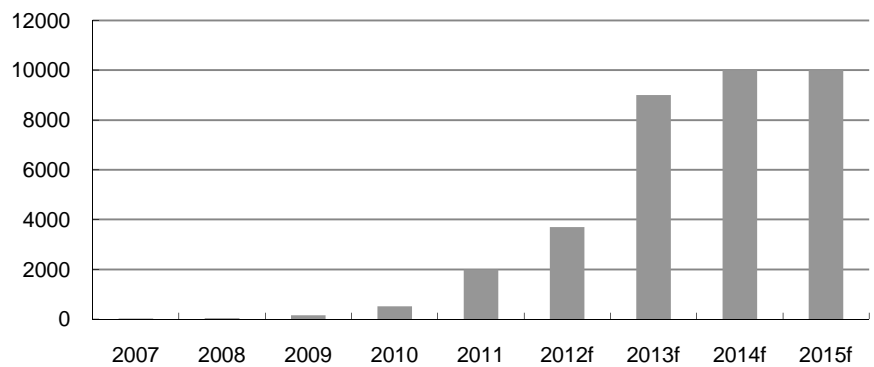
- **中报预增 10%~30%，拐点初现:** 阳光电源预告 2013 年上半年实现归属母公司净利润同比增长 10%~30%，约合 0.50~0.59 亿元，Q2 单季净利润约在 0.5 亿元左右，YoY+100%；其中利息收入和政府补助影响净利润约 0.33 亿元（12 年同期财务费用收入和业外收入合计为 0.39 亿元）。上半年光伏逆变器价格降势趋缓，同时电站 EPC 业务开始贡献收入和利润，我们认为公司业绩的拐点已初步显现。
- **预计 EPC 业务上半年贡献收入约 2 亿元:** 根据公司公告，6 月底公司已确认酒泉朝阳项目和酒泉三阳项目预付工程款及进度款分别为 1.99 亿元和 1.26 亿元。我们预计其中约有 2 亿元左右会确认入上半年的营收。公司电站 EPC 业务开始贡献营收和利润，预计全年公司电站 EPC 业务营收确认能够达到 7 亿元左右，对公司业绩将有良好的增厚。
- **光伏逆变器上半年出货量估计为 700MW 左右:** 根据我们的模型，预计公司上半年光伏逆变器的出货量约为 700MW (YoY+55%)，虽然相对于全年 3GW 的预期，达成率偏低，不过我们认为下半年新的光伏补贴政策出台后，国内装机量会有明显提升。公司方面也有足够的产能和库存来应对订单的增加。
- **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 年出货量有望达到 2.5~3GW。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 年公司逆变器业务的营收、利润增速将明显加快。
- **业绩预测:** 预计公司 2013、14 年营收分别达到 26.57 亿元和 31.77 亿元，YoY 分别增长 145.22%和 19.58%；实现净利润分别为 1.52 亿元和 1.90 亿元，YoY 分别增长 109.14%和 24.71%；EPS 分别为 0.472 元和 0.589 元。2014 年 P/E 为 26 倍。维持买入投资建议，目标价 18 元（2014 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	152	190
同比增减	%	320.30%	16.56%	-57.81%	109.14%	24.71%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.101	0.535	0.226	0.472	0.589
同比增减	%	-6.18%	-51.43%	-57.81%	109.14%	24.71%
A 股市盈率(P/E)	X	13.89	28.60	67.79	32.41	25.99
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.200	0.050	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.00%	1.31%	0.33%	0.65%	0.65%

图表一：中国光伏装机量预估

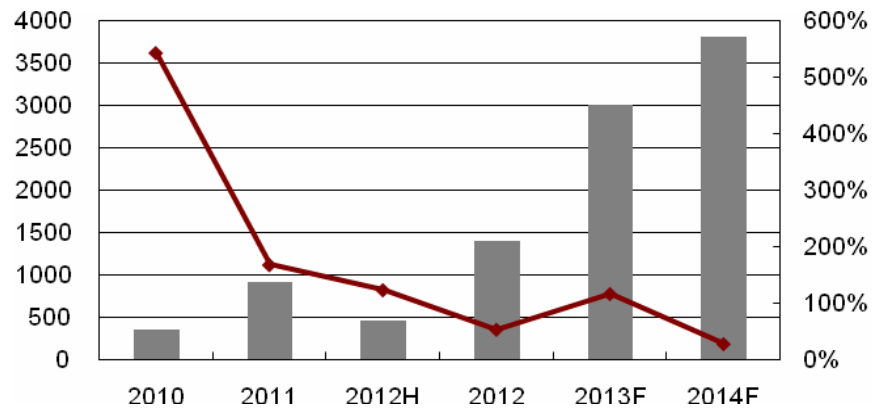
单位：MW



资料来源：EPIA，国家能源局，群益证券（2013/07）

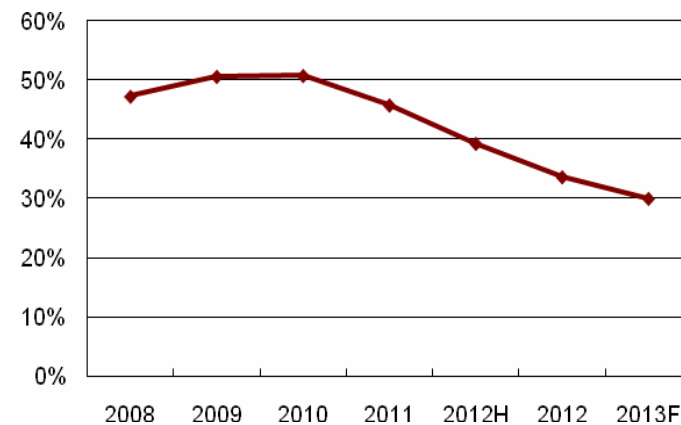
图表二：公司光伏逆变器销量及 YoY

（单位：MW）



资料来源：公司公告，群益证券

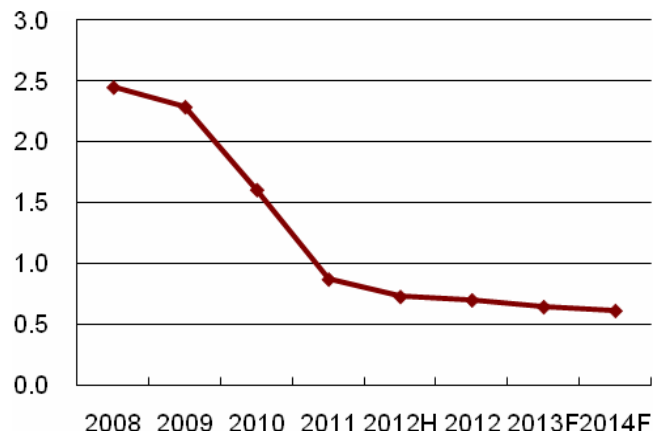
图表三：公司光伏逆变器毛利率



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	2657	3177
经营成本	300	485	724	1963	2315
营业税金及附加	0	6	3	16	19
销售费用	54	83	124	279	334
管理费用	79	100	146	239	286
财务费用	3	-1	-41	-16	3
资产减值损失	7	19	73	35	35
投资收益	0	0	-1	0	0
营业利润	155	177	54	140	185
营业外收入	18	24	32	40	40
营业外支出	0	0	0	1	1
利润总额	172	201	86	180	224
所得税	24	28	13	28	34
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	152	190

**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。