

插上中国光伏装机加速的翅膀

新股上市动态

◆公司是国内光伏逆变器的绝对龙头，未来将受益于国内光伏需求加速

光伏逆变器是公司的主要业务，2010 年光伏逆变器收入占比达到 92%。公司 2010 年的国内市场占有率高达 42.8%，稳居市场第一。2008 年至 2010 年公司营业收入年复合增长率超过 144%，净利润复合增长率超过 300%。未来 5 年国内光伏新增装机需求复合增长率将有望超过 50%，国内市场的加速和公司在行业的龙头地位将促使公司在未来继续成长。过去公两年司净利润率分别达到 20%，25%，我们预计公司未来 2-3 年仍将保持高盈利能力，净利润水平将维持在 25% 左右。

◆公司产品具备成本优势，产品结构优化，毛利率水平高于市场平均值

公司光伏逆变器业务毛利率水平较高 2008 年至 2010 年 3 年的毛利率水平分别为 47.3%、50.7% 和 50.8%。公司不断优化产品结构提高高毛利的 30kW 以上逆变器产品的占比，其在光伏逆变器的销售收入占比由 2008 年的 40% 上升到 2010 年的 80%，保证了公司毛利率的稳定，和国际巨头 SMA 相比，公司的毛利率水平也高出 10 个百分点。

◆稳步的扩产节奏和良好的产能利用率管理为今后发展奠定了基础

公司光伏逆变器的产能从 08 年的 30MW 逐步扩张到 10 年 400MW，随着募投项目的顺利投产，公司光伏逆变器产能有望于 2013 年达到 1500MW。过去三年公司产能利用率维持在 100% 左右，几乎年年满产。我们保守预计，扩产达产后，公司未来 2-3 年的产能利用率也将维持在 80% 以上的高位。

◆估值与评级：

我们预测公司 2011 年至 2013 年的 EPS 分别为 1.14、1.74 和 2.13 元，未来 3 年公司利润复合增长率为 30%，我们认为合理申购价为：38.76-41.04 元。考虑公司所在的光伏行业可能在未来出现增长加速的情况，我们认为公司上市以后合理的估值水平应该在 37-39 倍 PE，上市后合理价格为：42.18-44.46 元。

◆风险提示：

受到欧洲债务危机的影响，欧洲各国光伏策有可能转向，从而抑制需求。中国光伏发电加速后，竞争者进入，光伏逆变器价格和毛利率水平不断下滑。

受到日本地震的影响，半导体元器件的供给制约，日系 IGBT 厂商的生产能力恢复的进度成为整个逆变器上游价格不确定性的一个重要风险因素。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	180	599	858	1232	1780
营业收入增长率	79.46%	232.17%	43.22%	43.66%	44.49%
净利润（百万元）	35	148	204	312	382
净利润增长率	328.87%	320.37%	37.54%	53.03%	22.50%
EPS（元）	0.20	0.83	1.14	1.74	2.13
ROE（归属母公司） （摊薄）	23.76%	37.69%	9.06%	12.47%	13.70%

（新股）

合理申购价格：38.76-41.04 元

预计上市价格：42.18-44.46 元

分析师

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人

彭翀

021-22169313

pengchong@ebsecn.com

封化

021-22169326

fengh@ebsecn.com

发行数据

发行价格：-(元)

发行规模：45(百万股)

发行后总股本：179(百万股)

发行方式：网下询价, 上网定价

发行日期：2011-10-24

主承销商：国元证券股份有限公司

主要股东：曹仁贤

收益表现

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
100 万千瓦光伏逆变器项目	203.85
研发中心项目	89.65
全球营销服务平台	32.85
总金额	326.35

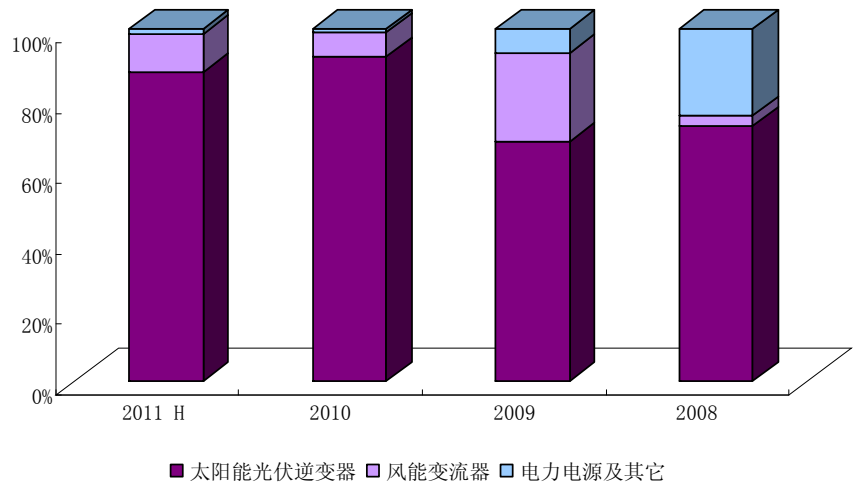
相关研报

一、光伏逆变器的本土龙头

1.1、公司概况

阳光电源成立于 1997 年，于 2010 年 7 月改制成为股份公司，其业务是销售太阳能光伏逆变器、风能变流器及其它电力电源设备，为可再生能源发电行业用户提供系统解决方案。公司的主要营业收入来源于太阳能光伏逆变器产品，2010 年该部分业务销售收入占比超过 90%。

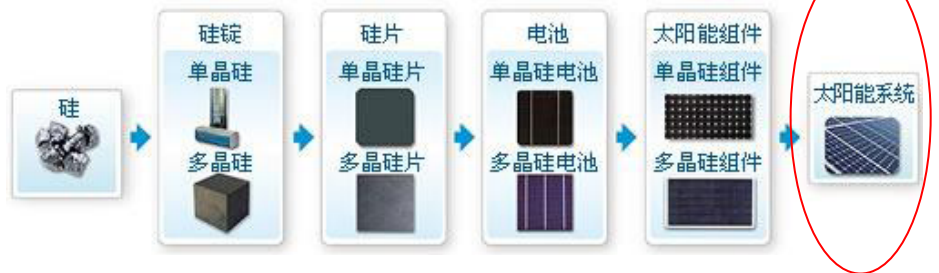
图表 1：过去 3 年公司营业收入构成



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

在整个光伏产业链中，公司为光伏太阳能发电系统中的 BOS 系统提供逆变器设备，是整个光伏发电最后环节中的核心部分。

图表 2：光伏逆变器在整个太阳能光伏发电产业价值链的位置



资料来源：光大证券研究所

图表 3：公司主要产品线

产品类别	产品名称	功能与应用
光伏逆变器	电站型 30KW~630KW	适用于大中型太阳能光伏电站
	组串型 1.5KW~30KW	适用于与建筑物结合的太阳能光伏发电系统
风能变流器	双馈型 1.5MW、2MW、3MW	与双馈式风电机组配套，应用于风力发电场
	全功率型 850KW、1.5MW、2MW、2.5MW	与直驱、半直驱等类型风电机组配套，应用于风力发电场

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

公司的实际控制人为曹仁贤先生，直接持有公司 6,960 万股，占公司发行前股份总数的 51.79%。此外，曹仁贤先生还通过持有尚格投资 10.44% 股权，

间接持有本公司 0.91% 股权，合计持有本公司 52.70% 股权。

图表 4： 公司发行前后股权对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股量（万股）	比例（%）	持股量（万股）	比例（%）
曹仁贤	6960.00	51.79%	6960.00	38.84%
天辉国际	1879.20	13.98%	1879.20	10.49%
展能有限	1480.80	11.02%	1480.80	8.26%
尚格投资	1172.40	8.72%	1172.40	6.54%
汉麟创投	1085.54	8.08%	1085.54	6.06%
麒麟亚洲	258.46	1.92%	258.46	1.44%
郑佳标	223.20	1.66%	223.20	1.25%
昊阳投资	164.40	1.22%	164.40	0.92%
赵为	120.00	0.89%	120.00	0.67%
汇智创投	96.00	0.71%	96.00	0.54%
IPO 发行流通股			4480.00	25.00%
合计	13440.00	100.00%	17920.00	100.00%

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

上市前公司总股本为 13440 万股，本次计划发行 4480 万股，占发行后总股本的 25%。

二、光伏逆变器——受益于光伏发电需求增长

2.1、光伏逆变器产业链分析

从产业链结构来看，逆变器上游主要是电阻、电容、集成电路、IGBT、印刷电路板及制成品等电子元器件，机柜、机箱、金属和非金属结构件、金属和非金属件模具等结构件等以及一些辅助用的电线及电气元器件。

图表 5： 光伏逆变器产业链结构



资料来源：光大证券研究所

产业链中游是光伏逆变器的生产。从全球范围上看逆变器市场被少数国外企业控制。SMA 作为全球最早生产光伏逆变器的生产企业，占全球市场超过 30% 的市场份额，产能超过 10GW，是全球光伏逆变器领军企业。

图表 6: 光伏逆变器全球主要产能分布

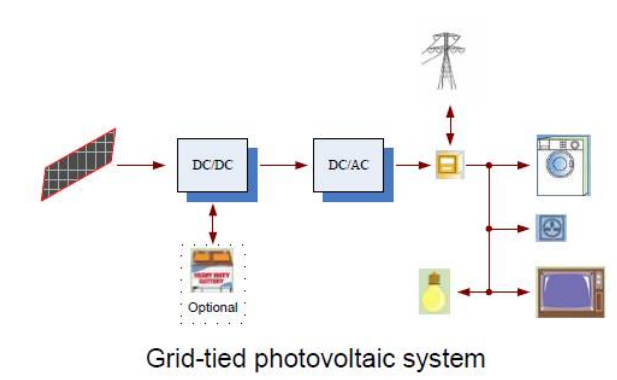
	MW	产能		
		2009	2010	2011
1	SMA	4,250	9,600	10,000
2	Power-one	570	3,400	6,400
3	Fronius	1,000	1,950	3,100
4	Advanced Energy	248	755	2,675
5	Danfoss	400	1,050	2,525
6	KACO	1,450	2,200	2,525
7	Sputnik	800	1,260	2,000
8	Elettronica Santerno	332	1,300	2,000
9	Satcon	620	1,125	2,000
10	Schneider	500	1,400	1,600
11	Ingeteam	400	800	1,200
12	Mastervolt	200	650	1,000
13	Others	4,675	9,194	13,413
合计		17,454	36,694	52,449

资料来源: IMS, 光大证券研究所

在国内企业中, 阳光电源是国内行业龙头, 2010 年占有的市场份额超过 40%, 其它市场份额排名靠前的均为国外品牌, 前五名企业合计占有超过 80% 的市场份额。

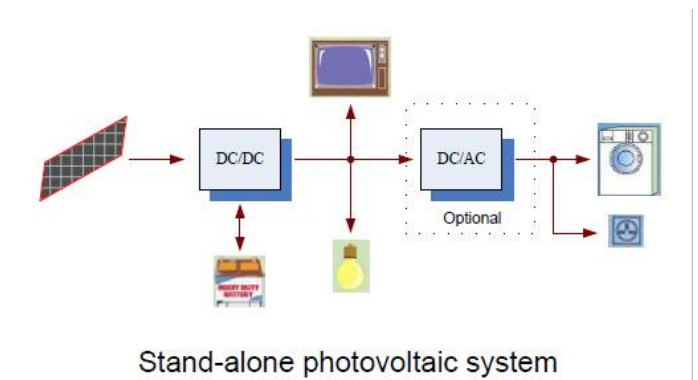
产业链下游主要是各种光伏发电系统, 根据与电网交互能力的不同分成离网和并网两种形式。

图表 7: 并网光伏系统



资料来源: 光大证券研究所

图表 8: 离网光伏系统



资料来源: 光大证券研究所

2.2、光伏逆变器成本分析

在整个光伏发电系统中, 逆变器仅仅占有总成本的 6% 左右, 但是由于逆变器是将太阳能光伏发电产生的直流电转换为通常电力系统和用电器使用的交流电的桥梁, 直接与光伏发电质量的好坏以及发电成本的高低等诸多关键因素相关, 使得其在光伏发电系统中占有重要地位。

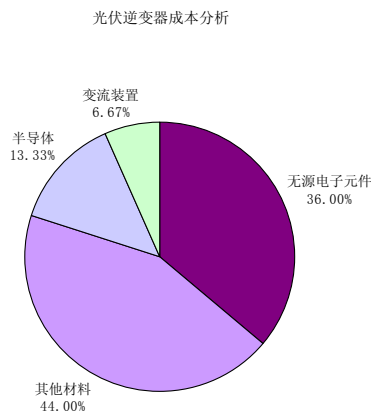
图表 9：光伏发电系统成本

系统成本	US \$/瓦	RMB/瓦	成本占比
组件成本	1.37	8.77	54.37%
逆变器	0.15	0.96	5.95%
其他 BOS 及生产成本	1.00	6.40	39.68%
总成本	2.52	16.13	100.00%
电池价格 \$/W	1.37		

资料来源：F&S，光大证券研究所

全球市场范围来看，2010 年光伏逆变器产品平均毛利率水平大致在 25% 左右，无源电子元器件占到其成本的 36%，其他材料大约占成本的 44%，是光伏逆变器的主要成本。半导体材料和变流设备等其他关键部件占 20% 左右的。

图表 10：光伏逆变器成本构成



资料来源：IMS，光大证券研究所

2.2、光伏逆变器的竞争考量产品和服务差异化能力的改善

在供应环节除去 IGBT 以外，其他主要原材料的供给充分，市场上可以生产的厂家众多，竞争充分，任何一个厂家都没有价格控制能力控制力。而国内几乎没有成熟的 IGBT 供应商，欧美系以德国的英飞凌和西门康为代表，日系以富士和三菱为代表。尤其是在高压大功率 IGBT 应用上，国外厂家的垄断优势更加明显，对于一些涉及军民两用的高端 IGBT，国外甚至有销售管制。但对于低功率低电压的 IGBT 市场是足够开放的，现阶段供给充分。总体而言由于技术的革新和低端市场的竞争加剧，总体 IGBT 价格呈现下降趋势。但是受到日本地震的影响，我们认为中期而言一些重要的半导体元器件的供给有可能受到制约，日系 IGBT 厂商的生产能力恢复的进度也成为整个逆变器上游价格不确定性的主要风险因素。

光伏逆变器通常通过招投标方式进行采购，市场的价格信息较为透明，价格受到全球光伏或者区域性光伏新增需求的影响较大，价格一般由需求侧的情况所主导。

光伏逆变器设备利用了大量的电力电子技术，特别是一些高功高压的产品对于技术能力的要求较高，但行业内成熟的具备电力电子成套研发技术的公司能够较顺利的掌握。但其他行业的新入者进入这个市场的技术门槛较高。

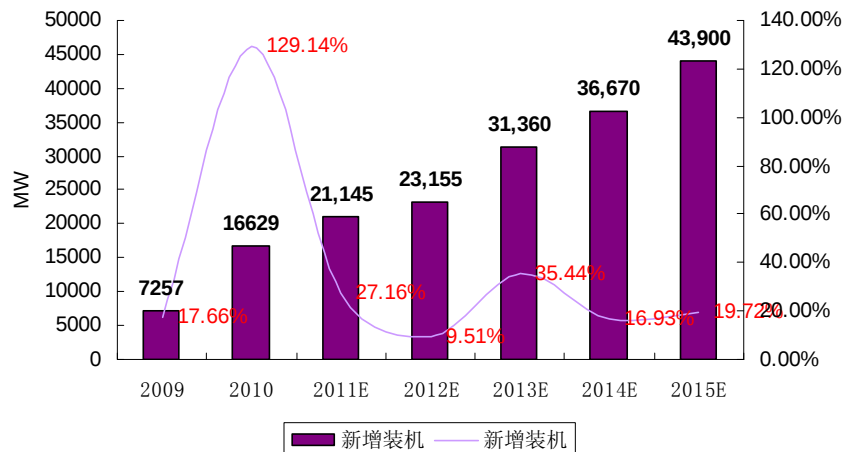
我们之前分析过，光伏逆变器是光伏发电系统的核心环节之一，客户对于光伏逆变器的维护和服务的响应速度和质量要求较高，本土企业在技术支持和服务能力上具有较大优势，这使得光伏逆变器的市场特点与其他光伏产业表现出较大不同，其竞争主要集中在一定区域的市场范围内。

同时，现有技术有未能找到更新的办法来解决光伏发电的直流输出和一般用电侧的交流需求的转化问题，市场上几乎没有任何产品可以替代逆变器在光伏系统中的作用。我们不难发现，由于光伏电站的多样性和客户要求的差异性，光伏逆变器市场更加注重对于产品性能和服务差异化能力及其改善能力。

2.3、国内逆变器市场将受益于中国光伏装机的加速

从需求层面上看，光伏逆变器与新增光伏装机容量高度相关，根据 EPIA 预测，到 2015 年全球累计光伏装机容量将达到约 44GW，约为 2010 年累计装机的 2.7 倍。未来两年的新增光伏需求将超过 20GW，全球光伏需求依旧保持增长。

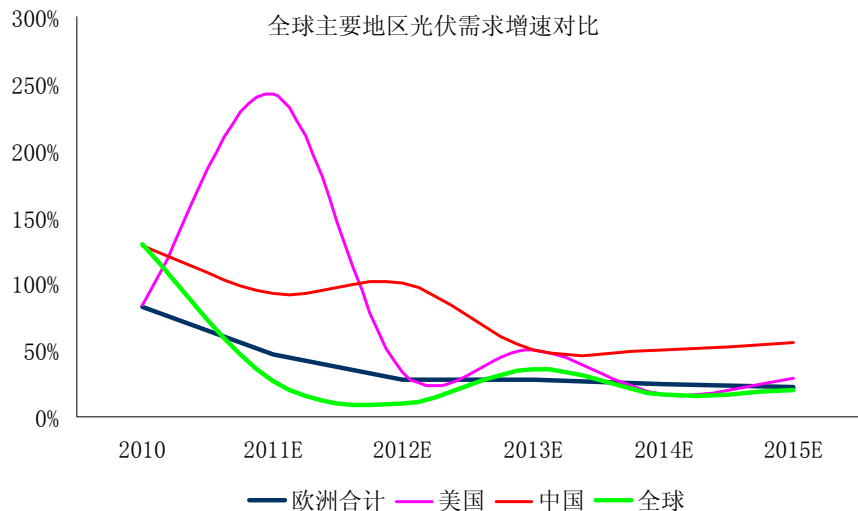
图表 11： 全球未来 5 年光伏需求预测



资料来源：EPIA，光大证券研究所

但是，受到欧洲各国经济形势不明朗的影响，未来的光伏需求将出现结构性变化，主要市场逐渐由欧洲向中国，美国等国家转移，新兴国家的光伏需求也将加速。未来中国将成为全球光伏需求最快的增长点，我们预计未来五年增速都将超过 50%。

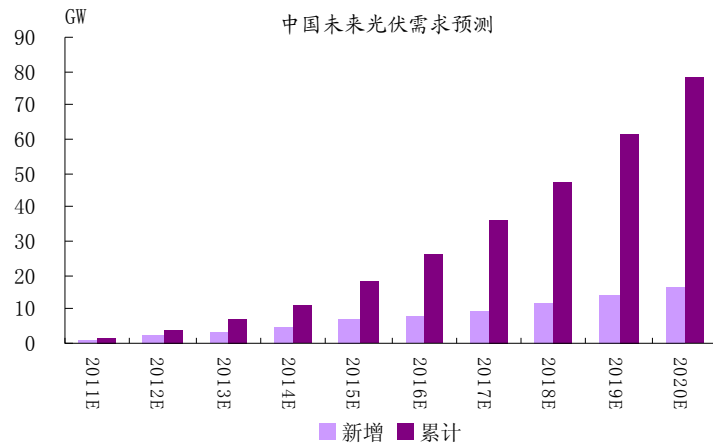
图表 12： 主要地区光伏需求增速对比



资料来源：EPIA，光大证券研究所

我们认为，到 2015 年中国的累计装机容量将高于预期，大于规划的 10GW，并有望达到 17GW 的水平，到 2020 年，这个数据将远高于 50GW 的预期，达到 70GW 左右。

图表 13: 中国未来 10 年光伏需求预测



资料来源: EPIA, 光大证券研究所

国内市场需求加速将对光伏逆变器这个更为重视市场区域性结构变化的行业带来实质性利好。

2010 年光伏需求的激增使得全球范围内 2010 年逆变器收入同比增长 140% 达到 45 亿欧元, 逆变器市场在 2010 年出现了供应严重短缺的情况, 而这个情况在 2011 年上半年已经得到改观。

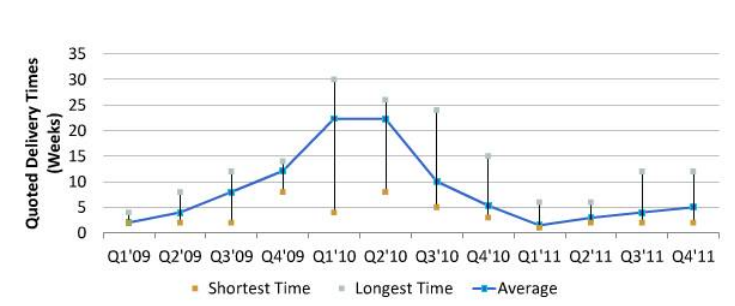
图表 14: 光伏逆变器市场状况变化对比

2010 年 4 月	2011 年 4 月
*逆变器平均发货时间为 22 周	*逆变器可立即交付
*部件生产的提前期超过 52 周	*不存在部件短缺
*发货量同比增长 350%	*发货量较 2010 年底下降约 45%
*基本无存货	*订单取消数量翻番
*客户对不同的供应商提出多种订单需求	*存货达到 3GW

资料来源: IMS, 光大证券研究所

整个行业的严重产能不足情况在 2011 年上半年得到显著改善, 平均发货周期由去年的 22 周的峰值滑落到 5 周左右。

图表 15: 光伏逆变器供货周期变化



资料来源: IMS, 光大证券研究所

2010 年全球范围内的光伏逆变器发货量达到 21.8GW, 平均售价约为 0.21 欧元/W, 同比下降 11%, 我们预计 2011 年全球的光伏逆变器的发货量将较 2010 年有所下滑, 为 20GW 左右, 售价同比下降 5-8%。

图表 16: 国内国外价格比较

型号	国内平均价格 \$/W	国外价格 \$/W	国内/国外
1-10kW	\$0.29	\$0.71	40.67%
10-100kW	\$0.20	\$0.53	37.74%
100-500kW	\$0.16	\$0.38	42.11%

资料来源: 光大研究所整理

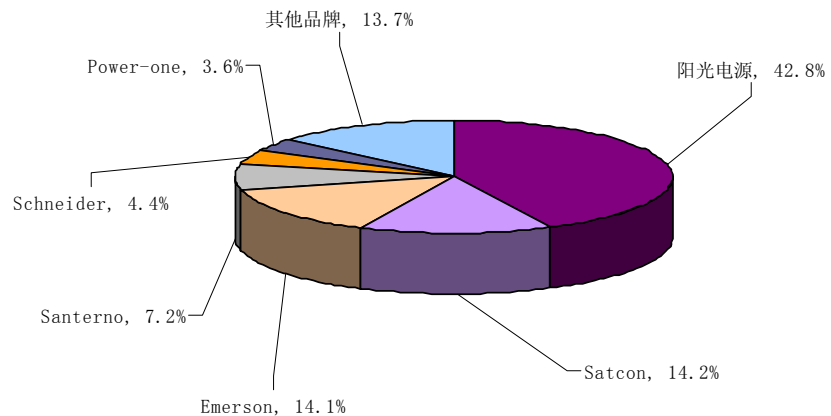
分产品来看, 低功率的产品的平均价格较高, 随着功率水平的上升, 产品的平均售价将逐渐回落, 平均而言, 高功率产品较低功率产品价格一般有 30-40% 的下降。而光伏逆变器在国外的售价普遍高于国内, 国内价格一般只有国外价格的 40% 左右。

三、阳光电源——国内光伏逆变器的龙头

3.1、光伏逆变器业务在国内独占鳌头

公司在国内光伏逆变器市场占据绝对的领先的地位, 2010 年在中国大陆地区的市场份额超过 42%, 远远大于排在第二位的 Satcon。

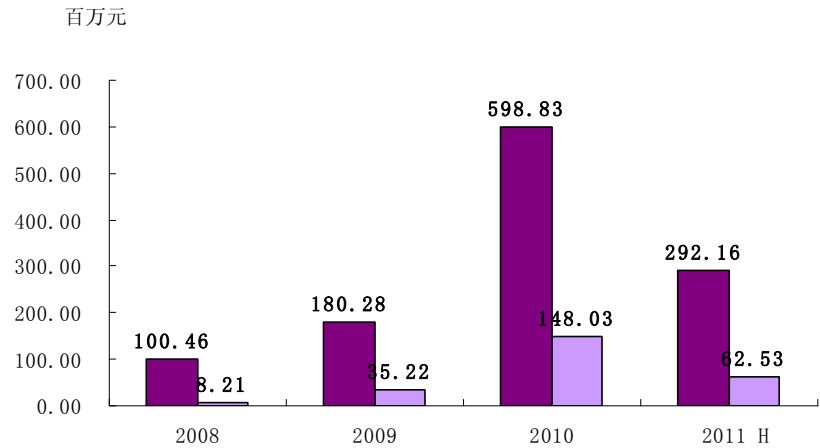
图表 17: 2010 年中国光伏逆变器市场份额



资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

受益于中国光伏发电业务进入加速时期, 以及 2010 年全球光伏发电的迅速增长, 依靠在国内市场的龙头地位, 2008 年至 2010 年营业收入复合增长率超过 144%, 净利润复合增长率超过 300%。2010 年净利润达到 1.48 亿元。

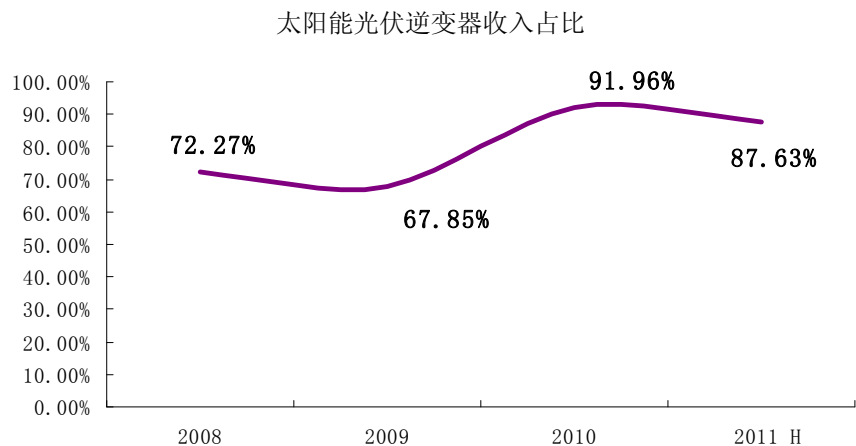
图表 18: 公司营业收入和净利润



资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

分产品来看, 光伏逆变器是公司绝对核心业务, 从 2008 年以来, 其收入占比均超过 65%, 到 2010 年这个比例更是高达 91.96%。我们预计未来光伏逆变器依旧会是公司主要的收入来源, 未来 5 年的收入占比都将超过 90%。

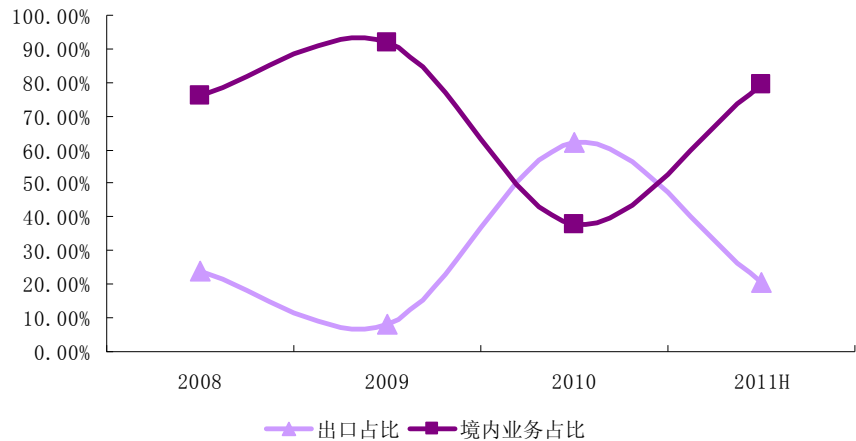
图表 19: 公司太阳能光伏逆变器营业收入占比



资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

分地区来看, 公司主要依赖国内市场, 但是 2010 年受到欧洲装机激增的影响, 公司的出口业务大幅飙升, 其占比达到 62.25%, 其中欧洲的德国和意大利各贡献了约 4000 万的销售收入, 位居前列。但 2011 年上半年, 受到欧洲各国光伏补贴政策的变化刺激, 海外销售占比回落至 20.3%。我们预计, 由于未来十年中国光伏装机需求的加速, 公司将维持以国内市场为主的收入格局。

图表 20: 公司分地区营业收入占比



资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

3.2、高毛利水平支撑公司未来的盈利增长

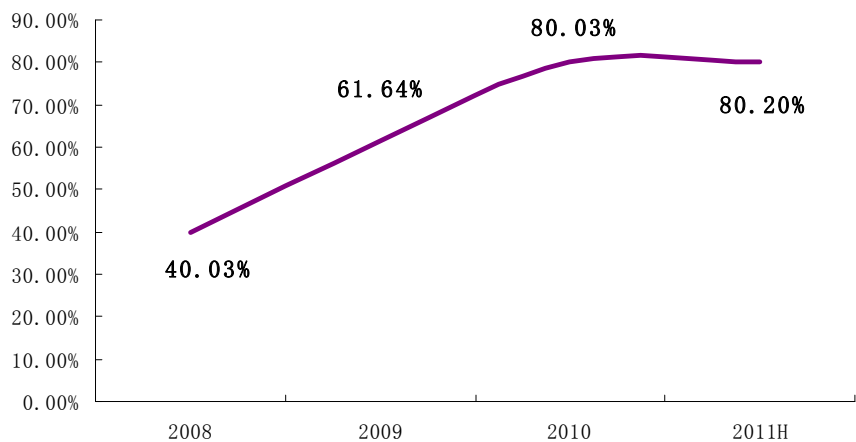
公司综合毛利率在过去 3 年均保持了较高水平, 2008 年到 2011 年上半年的综合毛利率分别为 47.48%、49.64%、49.81%和 46.63%。作为公司主要产品, 光伏逆变器的毛利率也一直维持在 50%左右, 显著高于行业 25-35%的毛利率水平。

图表 21: 公司毛利率水平

	2008	2009	2010	2011 H
综合毛利率	47.72%	49.51%	49.82%	46.66%
太阳能光伏逆变器	47.30%	50.66%	50.81%	49.06%
风能变流器	55.81%	49.66%	37.63%	27.60%
电力电源及其它	47.92%	37.63%	46.32%	44.36%

资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

图表 22: 30KW 以上 (含 30KW) 并网逆变器占光伏逆变器销售收入比

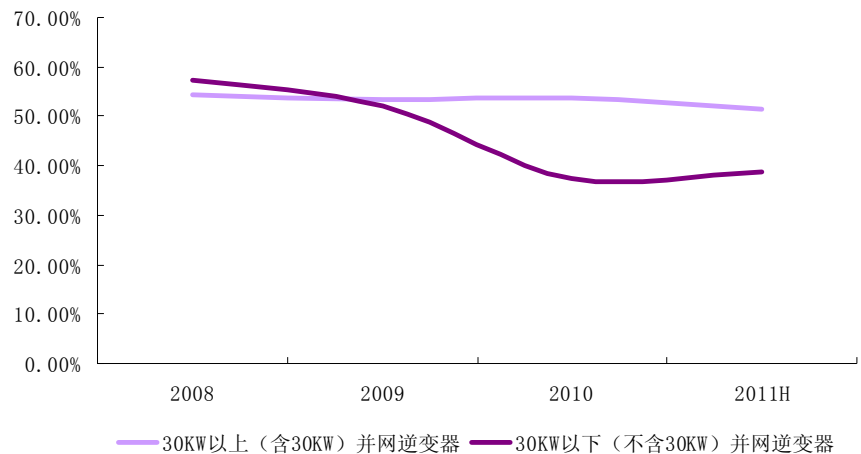


资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

在低功率逆变器毛利水平持续下降的情况下, 公司通过产品结构的调整稳定了光伏逆变器的毛利率水平, 到 2010 年 30kW 以上的并网逆变器占光伏逆变器收入比值超过 80%。我们认为, 良好的产品结构也将使得未来公司的毛利

率水平保持相对稳定，在销售价格下降的趋势下，减缓毛利率下降的幅度。

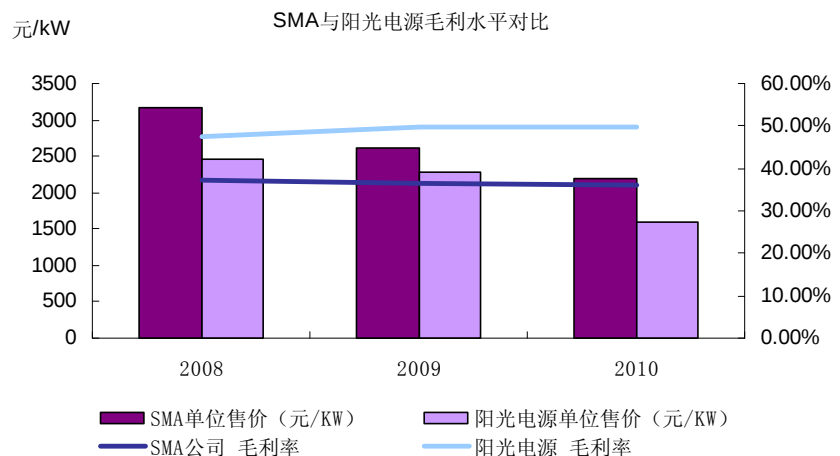
图表 23: 30KW 以上和以下并网逆变器毛利率对比



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

快速的扩张能力使得公司在应对未来市场需求激增时能做出迅速响应，良好的产能管理为公司光伏逆变器业务的发展奠定了基础。

图表 24: SMA 与阳光电源毛利水平对比

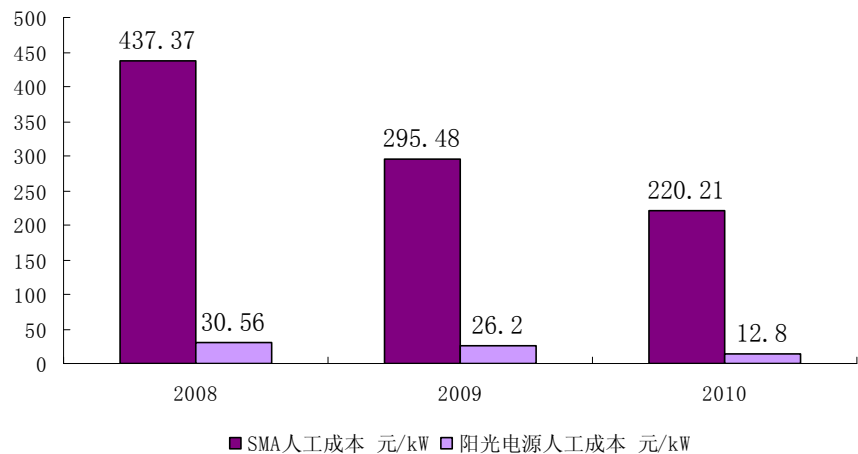


资料来源：公司招股书，光大证券研究所

过去三年 SMA 的产品销售均价较阳光电源的价格高 15-35%左右，但是毛利率水平比阳光电源低 10%以上，单位成本也显著高出阳光电源，2010 年起单位成本高出阳光电源约 77.8%。

两家公司成本和毛利率水平的差距主要是由于他们人工成本的差距，阳光电源光伏产品人工成本在 2010 年度、2009 年度和 2008 年度占单位成本的比重分别为 1.62%、2.32%和 2.36%，SMA 光伏产品人工成本在 2010 年度、2009 年度和 2008 年度占单位成本的比重分别为 15.69%、17.77%和 21.96%，从绝对值上看，SMA 的人工成本几乎是阳光电源的 10 余倍。我们认为，考虑到国内劳动力成本的不断上扬和产品价格受竞争影响不断下降，公司未来毛利率水平将会缓慢下降。

图表 25: SMA 与阳光电源人工成本对比



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

四、募投项目分析

公司募集的资金主要用于光伏逆变器扩产，研发中心建设和全球营销体系的搭建。年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目的投入会使得未来两年公司的逆变器产能有效扩张，我们认为，扩张水平与未来市场需求扩张节奏相当。研发中心的投入将提升公司的产品研发和改进能力，对于产品性能指标提升，满足客户差异化需求具有重要意义。此外，全球销售体系的建立也利于公司提升海外产品的售后服务和维护水平，增强公司未来开拓海外市场的竞争力。

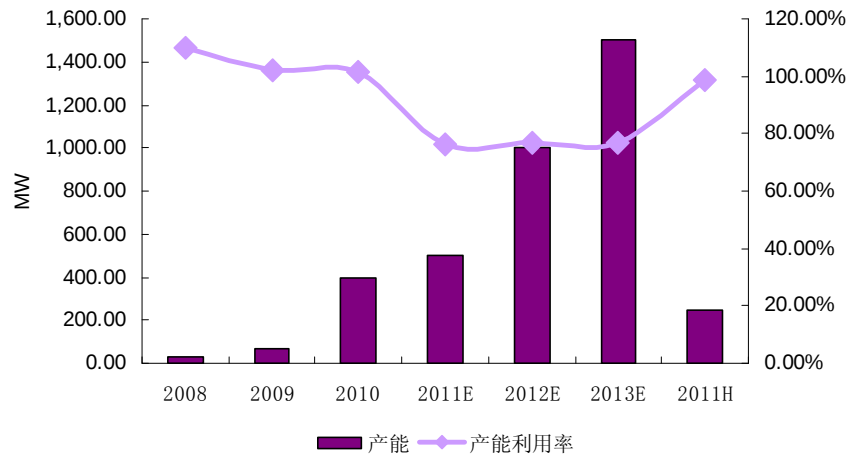
图表 26: 募投项目计划

项目名称	建设期	募集资金使用计划（百万元）		
		第一年	第二年	合计
年产 100 万千瓦太阳能光伏逆变器项目	24 个月	106.49	97.36	203.85
研发中心建设项目	18 个月	58.28	31.38	89.65
全球营销及服务平台建设项目	12 个月	32.85	—	32.85
合计	—	197.62	128.73	326.35

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

公司光伏逆变器产能在过去三年扩张迅速，从 2008 年的 30MW 迅速扩张到 2010 年的 400MW。过去三年的产能利用率也维持在 100%以上。我们预计，随着募投项目的逐渐达产，到 2013 年，公司光伏逆变器产能将达到 1500MW。

图表 27：公司光伏逆变器产能和产能利用率



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

我们保守预计，扩产后，公司的产能利用率依旧会保持在 80%左右的高位，快速的扩张能力使得公司在应对未来市场需求激增时能做出迅速响应，良好的产能管理为公司光伏逆变器业务的发展奠定了基础。

五、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

我们假设 2011 年至 2013 年国内新增光伏装机规模分别为 1000MW，2200MW 和 3500MW，海外光伏业务增速与欧洲光伏需求高度相关，其他业务保持约 10%左右的年增速。

由于中国光伏市场的迅速启动，更多的国内外厂家会加入到这个市场当中，我们预计，公司市场占有率水平会由现在的 40%逐年下滑，未来有望维持在 30%-35%。

未来光伏逆变器单价受到全球需求减速的影响和竞争的加剧，未来 2-3 年价格将会有 10%左右的年均降幅。

图表 28：公司收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
百万					
营业收入	180.28	598.83	857.65	1232.12	1780.31
YoY	79.46%	232.17%	43.22%	43.66%	44.49%
太阳能光伏逆变器	122.32	550.71	778.97	1,116.37	1,620.11
国内新增逆变器需求 MW	228.00	400.00	1000	2200	3500
阳光市场份额		40.00%	38.00%	35.00%	35.00%
阳光销售量 MW		160.00	380.00	770.00	1,225.00
国内产品单价 元/kW	2,289.75	1,150.00	1050	1000	950
国内光伏业务收入		184.00	399.00	770.00	1,163.75
国外光伏业务收入		366.71	379.97	346.37	456.36
风能变流器	45.61	43.32	73.64	110.46	154.64
电力电源及其它	12.35	4.80	5.04	5.29	5.56
毛利率	49.51%	49.82%	46.89%	46.17%	43.25%
太阳能光伏逆变器	50.66%	50.81%	49.00%	48.00%	45.00%
风能变流器	49.66%	37.63%	25.00%	28.00%	25.00%
电力电源及其它	37.63%	46.32%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所

六、估值与股价催化剂

6.1、相对估值结果

估值的假设与盈利预测假设保持一致，按照发行后公司总股本数 17920 万股计算，公司 2011 年至 2013 年每股收益水平分别为 1.14、1.74 和 2.13 元。

图表 29：相关公司相对估值对比

			EPS			PE		
		最新收盘价	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002518	科士达	27.37	0.89	1.24	1.66	30.86	22.07	16.46
300124	汇川技术	70.95	1.82	2.62	2.76	39.07	27.07	25.68
2335	科华恒盛	20.56	0.74	0.96	1.21	27.63	21.44	17.06
平均						32.52	23.53	19.73

资料来源：朝样永续，光大证券研究所

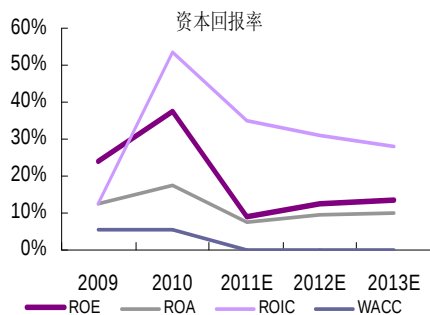
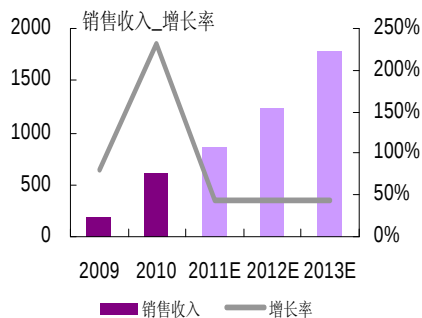
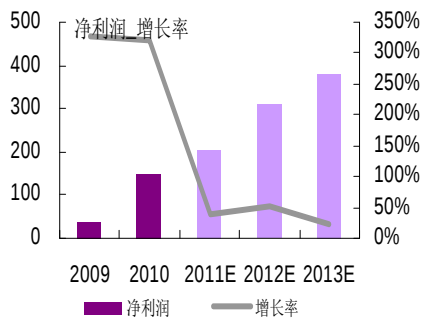
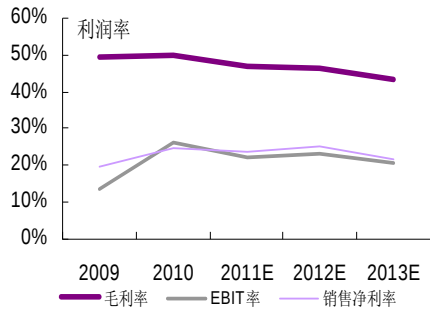
由于公司的核心业务是光伏逆变器，目前市场上没有主要从事该业务的可比上市公司，我们选取涉足相关产品的上市公司作为参考。相关的科士达、汇川技术和科华恒盛等公司 2011 年 PE 平均水平为 32.5 倍，2011 年阳光电源的每股收益水平为 1.28 元，考虑到公司作为光伏逆变器企业在国内的绝对龙头，其估值具有一定溢价能力，综合考虑，我们认为，公司的合理申购价位为 38.76-41.04 元，对应 2011 年市盈率为 34-36 倍。上市后对应合理估值区间在 42.18-44.46 元，对应 2011 年市盈率为 37-39 倍。

七、风险分析

受到欧洲债务危机的影响，欧洲各国的经济形势恶化，欧洲各国对于光伏发电装机的刺激政策有可能转向，补贴电价的下调将影响光伏电站的收益率，从而抑制需求，影响公司海外业务的业绩。

中国光伏发电加速以后，各个具备电力电子技术研发和生产实力的厂家迅速进入市场，使得光伏逆变器产品价格和毛利率水平不断下滑。从而影响公司业绩。

受到日本地震的影响，中期而言一些重要的半导体元器件的供给有可能受到制约，日系 IGBT 厂商的生产能力恢复的进度也成为整个逆变器上游价格不确定性的一个重要风险因素。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	180	599	858	1232	1780
营业成本	91	300	456	663	1010
折旧和摊销	4	6	7	13	21
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	21	54	79	113	162
管理费用	41	79	129	160	231
财务费用	0	3	-28	-53	-53
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	24	155	221	342	418
利润总额	41	172	237	358	434
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	35.22	148.03	203.61	311.58	381.69

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	277	855	2763	3245	3907
流动资产	219	784	2653	2949	3504
货币资金	57	321	2031	2055	2172
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	81	180	242	347	502
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	10	14	24	29	42
存货	62	229	319	464	707
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	3	4	4
固定资产	43	58	92	240	330
无形资产	5	5	4	4	4
总负债	129	462	516	746	1120
无息负债	106	457	516	746	1120
有息负债	23	5	0	0	0
股东权益	148	393	2248	2498	2786
股本	30	134	179	179	179
公积金	58	147	1774	1805	1833
未分配利润	60	111	295	514	774
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	23	222	84	229	285
净利润	35	148	204	312	382
折旧摊销	4	6	7	13	21
净营运资金增加	40	76	178	154	229
其他	-56	-8	-305	-250	-347
投资活动产生现金流	-19	-34	-49	-197	-127
净资本支出	19	32	50	198	128
长期投资变化	0	3	0	0	0
其他资产变化	-38	-70	-99	-395	-255
融资活动现金流	23	77	1675	-8	-41
股本变化	0	104	45	0	0
债务净变化	23	-18	-5	0	0
无息负债变化	53	351	59	231	374
净现金流	27	264	1710	24	117

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	79.46%	232.17%	43.22%	43.66%	44.49%
净利润增长率	328.87%	320.37%	37.54%	53.03%	22.50%
EBITDA 增长率	288.36%	483.40%	21.81%	51.68%	28.09%
EBIT 增长率	354.70%	548.91%	21.64%	50.46%	26.55%
盈利能力 (%)					
毛利率	49.51%	49.82%	46.89%	46.17%	43.25%
EBITDA 率	15.49%	27.20%	23.13%	24.42%	21.65%
EBIT 率	13.44%	26.26%	22.30%	23.35%	20.45%
税前净利润率	22.71%	28.77%	27.60%	29.07%	24.36%
税后净利润率 (归属母公	19.53%	24.72%	23.74%	25.29%	21.44%
ROA	12.69%	17.31%	7.37%	9.60%	9.77%
ROE (归属母公司) (摊	23.76%	37.69%	9.06%	12.47%	13.70%
经营性 ROIC	12.37%	53.42%	34.94%	30.92%	27.99%
偿债能力					
流动比率	1.99	1.77	5.35	4.06	3.18
速动比率	1.42	1.25	4.70	3.42	2.54
归属母公司权益/有息债务	6.44	78.56	-	-	-
有形资产/有息债务	11.82	169.51	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.20	0.83	1.14	1.74	2.13
每股红利	0.00	0.00	0.34	0.52	0.64
每股经营现金流	0.13	1.24	0.47	1.28	1.59
每股自由现金流(FCFF)	-0.17	0.23	-0.30	-0.46	-0.02
每股净资产	0.83	2.19	12.54	13.94	15.55
每股销售收入	1.01	3.34	4.79	6.88	9.93

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为研究所所长助理，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com