

阳光电源(300274)新股定价报告

国内光伏逆变器领军者，分享国内光伏市场的大规模启动
电气设备

定价区间
30.30-35.35 元

发布时间：2011 年 11 月 1 日

投资要点：

- 专注于新能源系统接入的电力电子企业，国内光伏逆变器的绝对龙头。公司在新能源电控系统领域精耕细作十余年，凭借先发优势、高研发投入和自主创新能力，已形成光伏逆变器和风能变流器两大拳头产品，并树立了较高行业地位和市场占有率，主持起草多个国家标准并承建多项重大工程。
- 国际光伏市场短期承压，国内光伏市场是公司战略布局重点也是公司未来主要增长引擎。受欧债危机、光伏产业补贴下调和安装量限制等紧缩政策影响，国际光伏市场短期需求萎缩。中国发改委在 8 月推出国家层面的上网电价政策，虽然 1 元/千瓦时仅能使少数日照条件好的省份盈利，但预计后续会有因地制宜的地方配套政策来促进行业健康发展。公司在国内光伏逆变器的市占率高达 42.8%，募投 1GW 产能预计明年年初竣工，有望分享国内光伏市场大规模启动。
- 风能变流器仍有很大进口替代空间，巨额超募资金投向值得期待。作为公司另一重点发展的产品，风能变流器目前 90%以上仍采用进口，公司与禾望电气、科诺伟业等是少数实现规模化生产的厂商，未来增长动力将来自进口代替。超募资金预计在 10 亿左右，有望投向风能变流器扩产、新的业务机会包括储能系统和分布式发电系统解决方案等领域。
- 预测 2011-2013 年的摊薄 EPS 分别为 1.01 元、1.50 元、1.84 元，对应净利润增长率 22.60%、47.91%、22.93%。结合电力电子板块估值和公司未来成长性，建议给予 2011 年 30-35 倍市盈率，合理定价区间为 30.30-35.35 元。
- 风险提示：国内光伏逆变器市场竞争将加剧。

业绩预测：

年度	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)
2010	59,883	232.17	14,803	320.37	1.10
2011E	84,263	40.71	18,148	22.60	1.01
2012E	127,468	51.27	26,844	47.91	1.50
2013E	172,956	35.69	33,000	22.93	1.84

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	13,440
发行数量 (万股)	4,480
发行价格 (元)	30.50
发行前 EPS (元)	1.10
发行后 EPS (元)	0.83
发行前每股净资产 (元)	2.92
发行日期	2011-10-24
上市日期	2011-11-2
主承销商	国元证券

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6337 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

盈利预测与估值建议

关键假设：

(1) 光伏逆变器产品下游市场方面，我们综合目前的海外光伏形势和国内光伏政策因素，以及公司自身的战略布局和市场定位，认为境内市场将是公司 2011-2013 年光伏逆变器的主要来源，结构占比在 70-80%。结合 iSuppli 和 Sollarbuzz 近期对中国新增装机的预测，我们在模型中按照 2011-2013 年新增装机分别为 1.2GW、2.5GW、4GW 测算。公司在 2010 年的市场份额为 42.8%，根据我们对电力电子板块其他上市公司的业务跟踪，目前如科士达、科华恒盛、科陆电子、荣信股份、汇川技术等都有开发光伏逆变器产品，还不包括众多未上市公司的进展，预计明后年光伏逆变器的竞争将明显加剧，阳光电源虽然有 2 年左右的领先优势，但市场占有率和毛利率水平下滑恐是大概率事件。我们在模型中，2011-2013 年国内市场的份额分别按 41%、39%、37% 测算。预计海外市场将保持稳步增长，光伏逆变器毛利率近 3 年将呈现逐年小幅下滑趋势，主要是考虑到新进入厂商为积累初始业绩可能会采取低价格策略。

(2) 由于风电行业已进入平稳发展阶段，风能变流器产品主要考虑进口替代带来的增长。预计国内风能变流器的年市场容量约 50 亿，目前华锐、金风、联合动力等一线整机厂商有自己的电力电子配套，但绝大部分二三线厂商并不具备这方面的基础。公司 2011 年中报中，湘电风能已是前五大客户，预计后续仍将有较好的深入合作，并且公司承接了“十二五”国家 863 项目：7MW 海上风电变流器的研制。我们认为公司 2010 年风电变流器 4000 多万的营收基数是较小的，近 3 年有望实现较快增长。但风电变流器的毛利率在 30% 左右，一定程度上会拉低公司的综合毛利率水平。其他业务方面：电力电源由于技术壁垒低，也非公司核心业务，我们预计只承接一些老客户订单，未来营收维持在 400-500 万左右。其他在研/预研项目如储能装置、分布式发电系统解决方案、新能源汽车驱动系统等，我们出于审慎考虑，并没有做相应营收预测。

(3) 期间费用率方面，我们预计销售费用率维持在 9-10%，管理费用率维持在 12-13%，总体趋势是稳中略有降，财务费用率考虑募集资金到位后的利息收入。投资净收益方面，主要考虑参股子公司 Sungrow Canada Inc 短期内的投入大于产出。营业外收入主要是公司收到的政府补助和递延收益摊销转入的政府补助，我们假设 2011-2013 年维持在 2009-2010 年接近 1800 万元的水平。综合所得税率按照 14% 测算。

按照公司发行后 17,920 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的完全摊薄后 EPS 分别为 1.01 元、1.50 元、1.84 元，对应的归属于母公司净利润增长率分别为 22.60%，47.91%，22.93%。按照我们预计，公司近 3 年的业绩成长性是比较突出的。

由于公司的核心业务是光伏逆变器，而 A 股尚无主营业务是光伏逆变器的上市公司。在这里，我们选取电力电子板块中有涉及到光伏逆变器业务的上市公司作为可比公司。主要有：科士达、科华恒盛、荣信股份、汇川技术、科陆电子，如表 1 所示，以 2011 年 10 月 17 日的收盘价对以上公司进行动态估值，其 2011 年平均 EPS 为 29.21 倍，2012 年平均 EPS 为 20.94 倍。应该说，电力电子板块的估值最近的下调幅度是较大的，也处于板块历史比较低的水平。

由于阳光电源的自身质地和成长性在电力电子板块中属于拔尖的企业，我们认为可以给予公司略高于板块整体估值水平的区间，建议给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率，合理定价区间为 30.30-35.35 元。

表 1 可比上市公司估值水平

公司简称	证券代码	EPS		PE	
		2011E	2012E	2011E	2012E
科士达	002518.SZ	0.86	1.23	31.7	22.3
科华恒盛	002335.SZ	0.73	0.94	28.0	21.8
荣信股份	002123.SZ	0.73	1.02	25.4	18.2
汇川技术	300124.SZ	1.81	2.64	39.2	26.9
科陆电子	002121.SZ	0.54	0.75	21.6	15.5
平均		0.93	1.32	29.21	20.94

资料来源：WIND、东北证券

表 3 阳光电源的分业务收入和毛利率预测表（单位：万元）

业务分类	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
太阳能光伏逆变器	销售收入	12,232	55,071	75,580	114,625	156,360
	收入增速	68.48%	350.22%	37.24%	51.66%	36.41%
	境外收入合计		36,520	19,000	22,000	35,000
	境内收入合计		18,551	56,580	92,625	121,360
	境内预计装机容量(MW)		400	1,200	2,500	4,000
	境内市场占有率		43%	41%	39%	37%
	毛利率	50.66%	50.81%	48.00%	45.00%	43.00%
风能变流器	销售收入	4,561	4,332	8,230	12,345	16,049
	收入增速	1306.38%	-5.02%	90.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	49.65%	37.63%	27.50%	27.50%	27.50%
电力电源	销售收入	1,188	411	452	498	547
	收入增速	-50.61%	-65.39%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	39.08%	43.98%	42.00%	42.00%	42.00%
主营业务	营业收入	17,981	59,814	84,263	127,468	172,956
	营收增速	79.99%	232.65%	40.87%	51.27%	35.69%
	综合毛利率	49.64%	49.81%	45.97%	43.29%	41.56%

数据来源：东北证券

表 4 阳光电源的盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,027.62	59,883.14	84,262.65	127,468.01	172,956.39
减：营业成本	9,101.38	30,048.83	45,530.92	72,282.78	101,078.21
减：营业税金及附加	14.26	39.87	58.98	89.23	121.07
销售费用	2,065.90	5,408.77	8,004.95	11,472.12	15,566.07
管理费用	4,055.27	7,928.18	10,954.14	15,933.50	20,754.77
财务费用	28.32	258.29	-589.84	-2,549.36	-1,729.56
资产减值损失	367.90	735.02	700.00	700.00	700.00
加：投资净收益	0.00	0.00	-250.00	-100.00	100.00
营业利润	2,394.59	15,464.18	19,353.48	29,439.75	36,565.83

加：营业外收入	1,718.45	1,775.65	1,800.00	1,800.00	1,800.00
减：营业外支出	19.32	12.58	10.00	10.00	10.00
利润总额	4,093.72	17,227.25	21,143.48	31,229.75	38,355.83
减：所得税	572.21	2,423.95	2,995.09	4,386.16	5,355.82
净利润	3,521.51	14,803.30	18,148.40	26,843.58	33,000.02
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	3,521.51	14,803.30	18,148.40	26,843.58	33,000.02
股本（万股）	13,440.00	13,440.00	17,920.00	17,920.00	17,920.00
摊薄每股收益(元)	1.17	1.10	1.01	1.50	1.84

数据来源：东北证券

风险提示

（1）当前欧洲光伏市场需求依然疲软，短期内公司海外业务增长乏力。

（2）国内光伏市场需求的大规模启动必然伴随着越来越多的竞争者加入，其中不乏有质地较优秀的电力电子企业参与竞技；因而，公司未来国内市场份额和毛利率的下降是必然趋势，但以多快的速度下降是较难预测的，公司的护城河有多坚固也是需要跟踪观察的。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。