

买入 首次

阳光电源 (300274)

2011 年 11 月 25 日

受益国内光伏应用市场启动带来的行业机遇

电力设备与新能源行业分析师: 张浩

SAC 执业证书编号: S0850511010016

zhangh@htsec.com

021-23219383

徐柏乔

联系人

xbq6583@htsec.com

021-23219171

2011 年 11 月 25 日收盘于 36.63 元, 六个月目标价 47.25 元

全球光伏产业2012年上半年仍将处于困难时期, 2012年下半年有望回暖。今年欧洲光伏市场的问题有几个原因: 第一, 欧债危机导致政府拿出的补贴有限, 同时银根收紧使得资金借贷成本大幅上升; 第二, 装机成本下降使政府处于观望状态; 第三, 产能蜂拥而至, 产能过剩, 导致企业出现恐慌性库存抛售, 最近组件含税价格已经到了6元/W, 合0.8\$/W左右。从目前时点看, 产业链长的企业目前还可以消化自己的成本, 消化不了的部分主要是库存部分(从美国上市的国内光伏企业3季报数据看, 都相应计提了大额库存减值准备)。

从复苏进程上, 2012 年上半年仍将比较艰难, 下半年有望回暖, 主要原因是: (1) 上半年普遍为光伏淡季, 12 月份进入冬季后, 欧洲、中国无法施工; (2) 年初往往是反思上一年、制定新政策时间; (3) 元旦、圣诞、春节等节日影响较大, 上半年比下半年要差很多, 所以我们判断一二三月份比较差、四五六月份慢慢恢复, 真正复苏的时期应该在明年下半年。

国内应用市场开始启动, 逆变器需求增加。国内光伏装机到2015年将达到15GW, 我们预计2011年-2013年我国新增装机容量将分别达到1.8GW、3.0GW、4.5GW。光伏逆变器将直接受益于我国太阳能光伏新增装机容量的大规模增长, 按照我们的测算, 2011年全国光伏逆变器市场规模将达到18.36亿元, 而到2013年这一规模将达到37.06亿元(已经考虑价格下跌20%左右), 光伏逆变器行业的高成长可以期待。

逆变器价格上半年到下半年下降 10%左右, 我们预计 2012 年仍将下降 10-15%。按照产品分类, 逆变器分为含变压器(低压侧并网, 一般应用于金太阳工程)和不含变压器(大型电站); 小功率和大功率。功率大的每瓦价格相对便宜, 目前从行业数据看, 大功率无变压器产品价格为 0.8 元/W 左右, 上半年到下半年累计下降了 10%左右。预计 2012 年仍将下降 10-15%。

进入壁垒是否太低, 导致行业出现类似组件的竞争局面? 根据国际情况, 我们认为逆变器行业入门容易、卓越难, 龙头公司具备长期价值。光伏逆变器初次进入门槛不高, 但是要站住脚跟比较难。全球 300 家, 前 15 位占据 80~90% 市场。阳光电源全球排名第 14、亚洲排名第 3。总体而言, 逆变器市场进入门槛不高, 难在提高转化效率和稳定性。必须持续进行研发投入, 这是保障逆变器的核心竞争力的关键, 因而光伏逆变器竞争力是动态的, 一般企业难以持续获得客户认可。因此, 我们认为逆变器不会成为第二个组件行业, 目前逆变器毛利率在 45% 左右, 未来极限最低毛利率水平应在 30%。(高压变频器也是竞争剧烈的电力电子行业产品, 但是其毛利率也有 30%)。

从海外龙头成长经验看, 专注持续研发的公司将最终获胜。西门子、GE、ABB 等这几家曾经都涉足光伏逆变器, 现在除了西门子之外其他几家都退出了, 而 SMA 依靠创新和变革成为行业龙头, 许多大企业没有跟上光伏变化的步伐。

阳光电源是国内最优秀的逆变器公司, 将享受甚至超越行业增速。2010 年国内市场占有率达到 42.8%, 连续三年稳居全国第一, 并且未来仍有保持 40% 左右市场占有率的趋势。如果按照如此判断, 到 2013 年, 阳光电源国内逆变器部分收入贡献将达到 13.71 亿元左右, 加上海外市场开拓, 我们预计年均增长将达到 45% 以上。

盈利预测与投资评级。我们对公司 2011-2013 年的全面摊薄 EPS 预测为 0.97 元、1.35 元和 1.86 元。公司作为国内光伏逆变器行业龙头, 技术和市场优势明显, 将享受国内光伏应用市场启动带来的行业规模扩张机遇。目前公司处于行业高速增长阶段的初期, 可以给予一定的估值溢价, 按照 2012 年 35 倍, 对应目标价 47.25 元, 给予“买入”投资评级。

风险提示。（1）海外市场光伏政策调整风险；（2）国内市场竞争加剧风险。

表 1 阳光电源盈利预测假设条件（百万元）

	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
光伏逆变器							
产能（MW）	30.00	65.00	400.00	250.00	500	1600	2000
产能利用率	110.10%	101.89%	101.65%	98.67%	156.41%	83.79%	104.50%
产量（MW）	33.03	66.23	406.61	246.68	782.04	1340.68	2089.94
产销率	89.65%	80.66%	84.36%	82.12%	100.00%	100.00%	100.00%
销量(MW)	29.61	53.42	343.02	202.56	782.04	1340.68	2089.94
单价（元/W）	2.45	2.29	1.61	1.26	1.02	0.87	0.82
收入	72.60	122.32	550.71	256.02	797.68	1162.37	1721.38
成本	38.27	60.35	270.89	130.41	434.74	662.55	1015.61
毛利率	47.30%	50.66%	50.81%	49.06%	45.50%	43.00%	41.00%
增长率		68.48%	350.22%		44.85%	45.72%	48.09%
风电变流器							
产能（MW）	3.50	70.00	140.00	90.00	180.00	240.00	300.00
产能利用率	97.14%	95.93%	103.57%	94.44%	95.00%	98.00%	98.00%
产量（MW）	3.40	67.15	145.00	85.00	171.00	235.20	294.00
产销率	144.12%	100.00%	83.79%	99.41%	100.00%	100.00%	100.00%
销量(MW)	4.90	67.15	121.50	84.50	171.00	235.20	294.00
单价（元/W）	0.66	0.68	0.36	0.38	0.37	0.36	0.35
收入	3.24	45.61	43.32	31.83	63.27	84.67	102.90
成本	1.43	22.96	27.02	23.05	45.55	61.39	75.12
毛利率	55.81%	49.65%	37.63%	27.60%	28.00%	27.50%	27.00%
增长率		1306.38%	-5.02%		46.06%	33.83%	21.53%
电力电源							
收入	24.06	11.88	4.11	3.80	6.17	6.79	7.46
成本	12.77	7.24	2.30	2.20	3.58	4.00	4.48
毛利率	46.92%	39.08%	43.98%	42.10%	42.00%	41.00%	40.00%
增长率		-50.61%	-65.39%		50.00%	10.00%	10.00%
其他业务							
收入	0.55	0.47	0.69	0.51	1.00	3.00	5.00
成本	0.05	0.46	0.27	0.20	0.45	1.80	2.80
毛利率	91.62%	0.65%	60.24%	61.31%	55.00%	40.00%	44.00%
增长率		-16.02%	48.37%		44.95%	200.00%	66.67%
合计							
收入	100.46	180.28	598.83	292.16	868.12	1256.83	1836.74
成本	52.51	91.01	300.49	155.85	484.32	729.74	1098.01
毛利率	47.72%	49.51%	49.82%	46.66%	44.21%	41.94%	40.22%
增长率		79.46%	232.17%		44.97%	44.78%	46.14%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表2 阳光电源损益表预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	100.46	180.28	598.83	868.12	1256.83	1836.74
同比增长率		79.46%	232.17%	44.97%	44.78%	46.14%
营业成本	52.51	91.01	300.49	484.32	729.74	1098.01
毛利率	47.72%	49.51%	49.82%	44.21%	41.94%	40.22%
营业税金及附加	0.07	0.14	0.40	0.69	1.01	1.47
销售费用	11.98	20.66	54.09	80.74	115.63	167.14
销售费用率	11.93%	11.46%	9.03%	9.30%	9.20%	9.10%
管理费用	27.63	40.55	79.28	115.46	157.10	211.23
管理费用率	27.50%	22.49%	13.24%	13.30%	12.50%	11.50%
财务费用	1.19	0.28	2.58	-6.77	-23.39	-24.85
财务费用率	1.19%	0.16%	0.43%	-0.78%	-1.86%	-1.35%
期间费用	43.74	65.17	143.30	197.42	259.34	363.52
期间费用率	43.54%	36.15%	23.93%	22.74%	20.63%	19.79%
资产减值损失	2.93	3.68	7.35	8.00	10.00	10.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.13	23.95	154.64	185.68	266.74	373.74
EBIT	10.31	41.22	174.86	196.81	261.25	366.80
增长率		299.98%	324.20%	12.56%	32.74%	40.40%
EBIT margin	10.26%	22.87%	29.20%	22.67%	20.79%	19.97%
营业外收入	5.13	17.18	17.76	18.00	18.00	18.00
营业外支出	0.15	0.19	0.13	0.10	0.10	0.10
利润总额	9.11	40.94	172.27	203.58	284.64	391.64
增长率		349.31%	320.82%	18.18%	39.81%	37.59%
所得税	0.90	5.72	24.24	30.54	42.70	58.75
所得税率	9.88%	13.98%	14.07%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	8.21	35.22	148.03	173.05	241.94	332.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	8.21	35.22	148.03	173.05	241.94	332.90
净利润率	8.17%	19.53%	24.72%	19.93%	19.25%	18.12%
增长率		328.87%	320.37%	16.90%	39.81%	37.59%
总股本（百万股）	179.20	179.20	179.20	179.20	179.20	179.20
EPS（元）	0.05	0.20	0.83	0.97	1.35	1.86

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

相关报告：

阳光电源新股研究报告—十年专注光伏逆变器，成就国内龙头（询价区间 28.70-33.48） 20111018

信息披露

分析师声明

张 浩：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：金风科技、东方电气、长园集团、英威腾、汇川技术、合康变频、拓日新能、天龙光电、精功科技、中环股份、京运通、阳光电源等

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。