

买入 维持

阳光电源 (300274)

2012 年 1 月 18 日

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

业绩快报符合预期, 受益国内市场启动

2012 年 1 月 17 日收盘于 25.15 元, 六个月目标价 40.50 元

公司于2012年1月18日发布2011年业绩快报: 公司2011年实现归属上市公司股东净利润1.70亿元~1.76亿元, 同比增长约14.84%~18.89%; 折合每股收益0.95元~0.98元。我们之前的盈利预测是0.97元, 基本符合预期。

按照单季度拆分, 公司第四季度实现净利润5906万元~6506万元, 同比增长29.57%~42.73%; 实现每股收益0.33元~0.36元。

简评及投资建议:

2011 年底国内涌现“抢装潮”, 公司下游需求有保证。在光伏行业景气程度较差的 2011 年, 公司净利润仍然实现稳步增长, 这主要是由于公司克服了欧洲国家光伏政策调整导致外销收入大幅下降的不利因素, 灵活调整营销战略, 加大力度开拓国内市场, 内销收入大幅度增长。

2011 年底, 国内装机容量迎来了一轮“抢装机”, 这主要是由于国内光伏发电补贴将有 2011 年的 1.15 元/千瓦时下调至 2012 的 1 元/千瓦时, 我们预计 2011 年全年的装机容量超过 2GW 将成为大概率事件。公司作为国内光伏逆变器的龙头企业, 国内市场占有率一直排名第一, 国内装机容量的启动为公司的下游需求提供了有效保障。

毛利率平稳下降, 价格竞争对公司盈利能力影响有限。报告期内, 公司产品价格较去年同期有所下降, 但与此同时成本也有所下降, 使得公司2011年毛利率有所下滑, 但仍可以维持在行业内较高水平。据我们统计, 2011年底大功率无变压器逆变器的产品价格为0.8元/W左右, 较上半年下降10%左右, 预计2012年仍将下降10%-15%。与此同时由于公司的行业龙头地位, 对上游原材料来源具备较强的议价能力, 具备一定的成本控制优势, 我们预计未来公司毛利率将呈现平稳下降趋势, 但下降幅度有限。

非经常性损益有所增加, 主要来源于政府补贴。报告期内, 公司非经常性损益为 2100 万元, 这部分收益主要来源于政府补贴。根据公司公告, 2011 年公司总计获得政府补贴 4623.06 万元, 其中一部分计入 2011 年营业外收入, 成为公司 2011 年非经常性损益的主要部分。

公司期间费用有所增加, 主要用于研发与市场营销。公司生产光伏逆变器具备较强的技术优势, 各项指标达到甚至超过国际领先水平, 这也是公司能在行业壁垒较低的逆变器行业占据龙头地位的重要因素之一。国内光伏发电的并网技术还不成熟, 逆变器的技术水平还需要很大的提升。重视研发有助于保持公司的产品领先性。

盈利预测与投资评级。我们维持之前的盈利预测, 预计公司 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, 结合目前整体板块相对估值下移, 按照 2012 年 25-30 倍, 调整目标价至 33.75-40.50 元, 维持“买入”投资评级。

主要风险因素。(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	500.00	1600.00	2000.00
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

阳光电源上市公司调研简报：受益国内光伏应用市场启动带来的行业机遇（买入，首次） 20111125

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 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;	类别	评级	说明	
		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;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
	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。