

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年2月24日

拓日新能(002218.SZ)/22.97元

业绩符合预期，09年值得期待

新能源·光伏产业

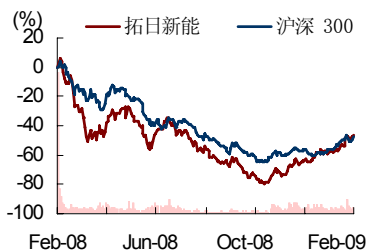
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2306
总股本(万股)	19200
已上市流通股(万股)	4800
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	9.0%
主要股东	深圳市奥欣投资发展
主要股东持股比例	47.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	27	156
相对表现	15	34	208



相关报告

- 1、《2009年光伏行业投资策略报告-需求放缓行业蛰伏，成本下降光耀未来》 2009/2/4
- 2、《中国企业的“硅途”-征途漫漫！》 2008/6/6
- 3、《拓日新能-正确认识公司发展阶段，跨越式发展将是特征》2008/5/14
- 4、《拓日新能 IPO 投资价值报告-寒冬腊月漫天雪，太阳花开鼠年春》2008/1/31
- 5、《2007年光伏产业投资策略报告》2006/12/4
- 6、《阳光总在风雨后》2006/10/10
- 7、《光伏发电产业 2006 年中期投资策略》2006/5/16
- 8、《光伏发电产业 2006 年二季度投资策略报告》2006/4/6

公司发布 08 年度业绩快报。主营业务收入 2.9 亿元，增长 41%；归属于母公司净利润 7.3 千万元，增长 5.66%。实现基本每股收益 0.4 元，略微超出预期。公司经营亮点在于在行业糟糕的四季度，业务依然增长、同时保持了较好的盈利能力。09 年产能将陆续释放推动公司业绩持续上升，维持“强烈推荐-A”投资评级。

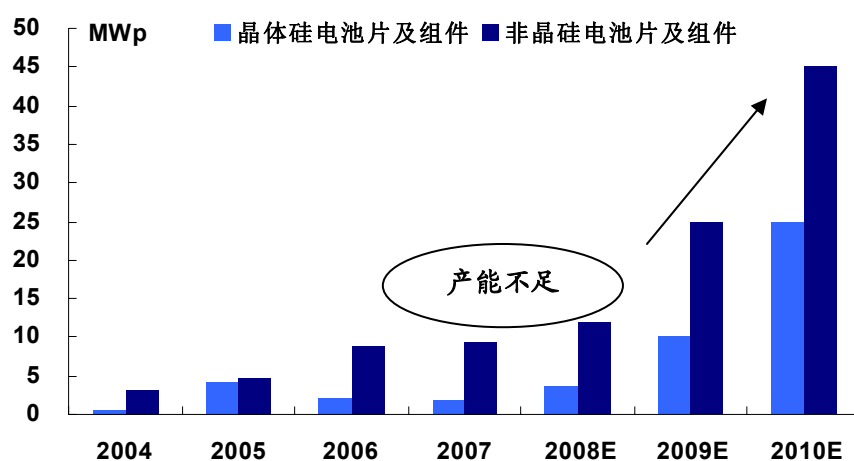
- **四季度经营两个亮点：收入的持续增长及盈利能力的维持。**2008 年四季度金融危机对光伏产业影响较大同时受汇率影响严重，使得行业几乎全面亏损。
 - 1) **主业依然维持增长。**1-3 季度公司收入 1.96 亿元，四季度为 0.93 亿元，四季度占全年收入 32%，在公司产能有限情况下，仍然表现出良好增长态势。
 - 2) **盈利能力依然较强。**1-3 季度，公司营业利润率 28.5%，4 季度为 21.1%，四季度营业利润率虽有所下降，但考虑整个行业的不景气状态，公司盈利能力仍然是超出预期。
- **09 产能逐渐释放将推动公司业绩持续上升。**公司 08 年累计产能 20MWp，产能不足一直是公司近两年发展遭遇的瓶颈，但 09 年这些问题将逐渐得到解决。
 - 1) **非晶硅：**光明新区厂房 08 年封顶，09 年募投项目之一 25MWp 非晶硅生产线我们预计最迟 09 年中期量产，产能将从 15MWp 上升至 40MWp。
 - 2) **单晶硅：**募投项目 15MWp 晶体硅，主要涉及拉晶、切片、电池片及组件生产，进展相对顺利，预计 09 年 4-5 月份可量产，产能增至 20MWp。
- **技术上的领先与产品结构的丰富将保证公司成长性。**在非晶硅生产上，超过 7% 的初始转换效率处于行业领先水平，而关键设备自制利于技术水平持续提高；晶体硅生产线的建设使得公司产品结构逐渐完善，利于市场及客户的开拓与维护。预计行业 09 年 3 季度开始回暖，基本符合公司产能释放的时间。
- **预估每股收益 2009 年 0.66 元、2010 年 0.94 元。**同比分别增长 74% 和 32%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司毛利率 08 年有所下降，主要原因在于产品结构及汇率变化，我们将在年报正式公告时再详细分析。行业不景气时公司依然维持增长，同时公司在非晶硅的生产上技术及成本优势明显，虽然公司目前仍然产能较小，但根据我们判断，公司有望在 2010 年多晶硅及非晶硅产能双双突破 100MWp，成长性较高，维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值（2009年2月24日）

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	173	205	289	527	944
同比增长	28%	18%	41%	82%	79%
营业利润(百万元)	67	71	80	132	188
同比增长	49%	6%	13%	65%	42%
净利润(百万元)	68	69	72	126	166
同比增长	63%	2%	4%	74%	32%
每股收益(元)	1.35	0.58	0.38	0.66	0.87
PE	14.0	32.7	50.3	28.8	21.8
PB	6.7	11.6	5.1	4.5	4.0

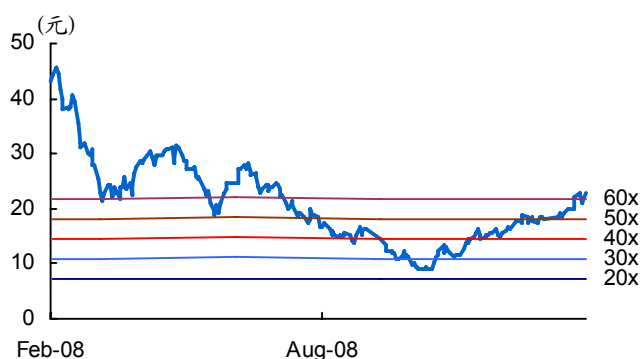
资料来源：招商证券

图 1 拓日新能产品销量统计与预测



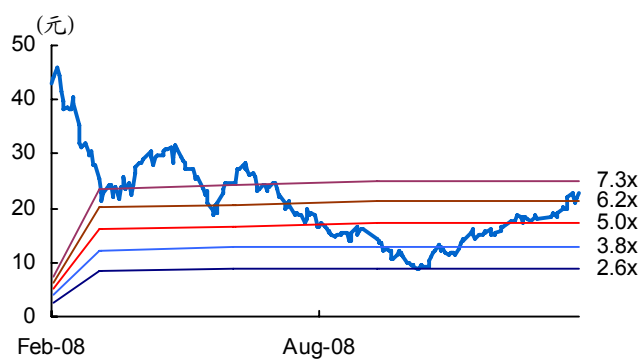
资料来源：招商证券

图 2: 拓日新能历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 3: 拓日新能历史 PB Band



资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《光伏产业 2008 年中期投资策略-中国企业的“硅途”-征途漫漫!》2008/6/6 重点指出国内多晶硅价格不可避免将在三季度出现回落, 已经得到事实验证。
- 2、《拓日新能 (002218) -正确认识公司发展阶段, 跨越式发展将是特征》2008/5/14
- 3、《拓日新能 IPO 投资价值报告-寒冬腊月漫天雪, 太阳花开鼠年春》2008/1/31
- 4、《2007 年光伏产业投资策略报告》2006/12/4
- 5、《阳光总在风雨后》2006/10/10 相对完善的光伏产业报告。
- 6、《光伏发电产业 2006 年中期投资策略》2006/5/16
- 7、《光伏发电产业 2006 年二季度投资策略报告》2006/4/6

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	143	170	358	350	529
现金	53	66	233	150	150
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	3	5	9
应收款项	16	24	35	53	94
其它应收款	1	2	1	36	68
存货	58	65	53	103	202
其他	14	14	34	3	5
非流动资产	36	54	595	905	1086
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	32	36	582	894	1075
无形资产	1	14	12	11	10
其他	3	4	0	0	0
资产总计	179	224	953	1255	1614
流动负债	35	27	40	154	297
短期借款	0	0	0	78	156
应付账款	21	11	18	35	67
预收账款	12	11	18	35	67
其他	3	5	5	7	7
长期负债	3	2	200	300	400
长期借款	0	0	200	300	400
其他	3	2	0	0	0
负债合计	38	29	240	454	697
股本	50	120	192	192	192
资本公积金	0	7	417	417	417
留存收益	90	68	104	192	309
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	140	195	713	801	918
负债及权益合计	179	224	953	1255	1614

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	34	53	114	197	204
净利润			72	126	166
折旧摊销			38	90	119
财务费用			11	21	32
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(8)	(39)	(113)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(26)	(24)	(580)	(400)	(300)
资本支出			(580)	(400)	(300)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	0	(16)	633	120	96
借款变动			200	178	177
普通股增加			72	0	0
资本公积增加			410	0	0
股利分配			(36)	(38)	(50)
其他			(13)	(21)	(32)
现金净增加额	8	14	167	(83)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	173	205	289	527	944
营业成本	98	119	177	345	674
营业税金及附加	1	1	1	1	2
营业费用	2	4	5	9	16
管理费用	5	7	15	18	31
财务费用	0	1	11	21	32
资产减值损失	0	3	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	71	80	132	188
营业外收入	5	3	6	17	8
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	72	74	85	148	196
所得税	5	5	13	22	29
净利润	68	69	72	126	166
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	68	69	72	126	166
EPS (元)	1.35	0.58	0.38	0.66	0.87

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	28%	18%	41%	82%	79%
营业利润	49%	6%	13%	65%	42%
净利润	63%	2%	4%	74%	32%
获利能力					
毛利率	43.3%	42.1%	38.9%	34.5%	28.6%
净利率	39.0%	33.9%	25.0%	23.9%	17.6%
ROE	48.2%	35.6%	10.1%	15.7%	18.1%
ROIC	44.6%	34.4%	8.4%	11.0%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	13.0%	25.2%	36.2%	43.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	21.0%	30.1%	34.4%
流动比率	4.1	6.3	8.9	2.3	1.8
速动比率	2.4	3.9	7.6	1.6	1.1
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	0.3	0.4	0.6
存货周转率	4.4	3.3	4.9	6.7	6.2
应收帐款周转率	10.8	10.2	9.9	12.1	12.9
应付帐款周转率	5.1	7.5	12.5	13.2	13.2
每股资料(元)					
每股收益	1.35	0.58	0.38	0.66	0.87
每股经营现金	0.67	0.44	0.59	1.03	1.06
每股净资产	2.81	1.62	3.71	4.17	4.78
每股股利	0.00	0.00	0.03	0.20	0.26
估值比率					
PE	14.0	32.7	50.3	28.8	21.8
PB	6.7	11.6	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	54.6	49.7	29.4	15.7	11.2

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。