

# 非晶硅薄膜显示强大成本优势

——拓日新能（002218）年报点评

分析师

周涛：

☎(86-10) 88366060-8727

✉ [zt@cgws.com](mailto:zt@cgws.com)

## 要点：

- **业绩符合预期：**拓日新能 2008 年主营业务收入同比增加 43.93%，净利润同比增长 5.35%，每股收益 0.38 元，扣除非经常性损益（政府补助）后每股收益 0.33 元，每股净资产 3.52 元。
- **单晶硅业务是拉动收入增长的主因：**2008 年公司全年产销非晶硅产品 13.09MW，晶体硅电池产品 5.08MW。晶体硅电池及组件销售额同比提升 222.2%，占主营收入 28.5%，是拉动收入同比大增 43.93% 的主因。非晶硅电池及组件销售额同比提升 18.9%，占主营收入的 31.3%；太阳能应用产品销售额同比提升 15.6%，占主营收入 40.2%。公司 2008 年受产能限制，非晶硅业务增长幅度不高，而伴随着公司募集资金项目 25MW 非晶硅电池生产线于 2009 年底逐步发挥效力，公司 2009-2010 年的盈利增长可以得到保证。
- **非晶硅业务显示出强大的成本控制能力：**在 2008 年太阳能电池行业急剧动荡的背景下，公司非晶硅薄膜电池业务的毛利率同比提升 1.5 个百分点至 47.4%，显示出强大的成本控制能力和盈利能力。
- **晶体硅业务盈利能力有望好转：**公司晶体硅太阳能电池综合毛利率受 08 年上半硅片价格大涨的影响，同比降低 6.4 个百分点至 8.9%，低于业内龙头无锡尚德全年 17.8% 的毛利率。由于公司进军乐山产业园，靠近硅料产地，同时 09 年硅料供需将缓解，公司将不再面临硅料瓶颈。另外公司向上游硅片业务的延伸，硅片切割厚度 160 微米左右，属于全球领先水平（目前全球平均 180-200 微米）。2009 年公司晶体硅业务毛利率有望回升。
- **平板式太阳能热水器是潜在利润增长点：**公司自主研发的平板式太阳能热水器已经进入小批量生产阶段，其热利用率约 77%，属于国际领先水平（国际领先为 75-78%），目前我国主流的太阳能热水器为真空管式，热效率只有约 40-50%。其成本约 3000 元/台，而国外同类产品在国内的售价是 8000-12000 元/台。拓日新能的水热水器一旦量产，有望迅速取代进口，占领我国太阳能热水器高端市场。
- **盈利预测：**预计 2009-2010 年每股收益分别为 0.50 和 0.62 元，拓日新能是第二代非晶硅薄膜太阳能电池的代表性企业，建议重点关注，但由于近期股价上涨较多，仅给予谨慎推荐评级，并提示短线风险。

投资评级：谨慎推荐（维持）

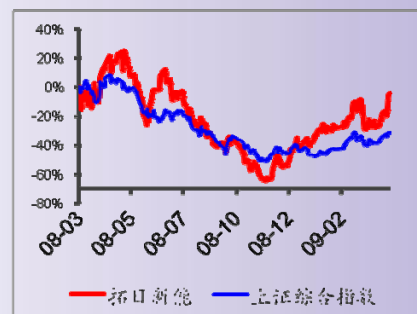
## 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（亿元）   | 48.76       |
| 流通市值（亿元）  | 29.9        |
| 总股本（万股）   | 12800       |
| 流通股本（万股）  | 7838.39     |
| 12个月最高/最低 | 53.47/22.58 |

## 公司盈利预测

|        | 2008A | 2009E | 2010E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 295   | 451   | 513   |
| (+/-%) | 43.9% | 53.1% | 13.7% |
| 净利润    | 73    | 97    | 118   |
| (+/-%) | 5.4%  | 32.4% | 22.4% |
| 摊薄每股收益 | 0.380 | 0.504 | 0.616 |
| PE     | 63.3  | 47.8  | 39.1  |

## 股价表现图



## 相关报告

《拓日新能（002218）调研报告：非晶硅电池和晶硅电池并举》

2008.9.2

## 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



| 利润表（百万元）   | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 主要财务指标     | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 295   | 451   | 513   | 660   | 成长性        |       |       |       |       |
| 营业成本       | 189   | 293   | 333   | 429   | 营业收入增长     | 43.9% | 53.1% | 13.7% | 28.7% |
| 销售费用       | 7     | 11    | 13    | 16    | 营业成本增长     | 59.6% | 55.0% | 13.7% | 28.7% |
| 管理费用       | 20    | 32    | 26    | 33    | 营业利润增长     | 7.6%  | 48.8% | 22.4% | 29.0% |
| 财务费用       | -6    | 1     | 1     | 1     | 利润总额增长     | 16.8% | 31.1% | 22.4% | 29.0% |
| 投资净收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长      | 5.4%  | 32.4% | 22.4% | 29.0% |
| 营业利润       | 76    | 114   | 139   | 180   | 盈利能力       |       |       |       |       |
| 营业外收支      | 10    | 0     | 0     | 0     | 毛利率        | 35.8% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 利润总额       | 87    | 114   | 139   | 180   | 销售净利率      | 24.8% | 21.4% | 23.1% | 23.1% |
| 所得税        | 14    | 17    | 21    | 27    | ROE        | 10.8% | 12.5% | 13.3% | 14.6% |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     | ROIC       | 20.0% | 16.3% | 15.1% | 16.7% |
| 净利润        | 73    | 97    | 118   | 153   | 营运效率       |       |       |       |       |
| 资产负债表（百万元） |       |       |       |       | 销售费用/营业收入  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 流动资产       | 484   | 435   | 430   | 591   | 管理费用/营业收入  | 6.9%  | 7.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 货币资金       | 23572 | 11628 | 6828  | 12531 | 财务费用/营业收入  | -2.0% | 0.1%  | 0.2%  | 0.1%  |
| 应收帐款       | 29    | 45    | 51    | 66    | 投资收益/营业利润  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收票据       | 1     | 0     | 0     | 0     | 所得税/利润总额   | 15.9% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 存货         | 122   | 147   | 167   | 215   | 应收帐款周转率    | 0.08  | 0.09  | 0.09  | 0.09  |
| 非流动资产      | 277   | 435   | 565   | 573   | 存货周转率      | 0.01  | 0.02  | 0.02  | 0.02  |
| 固定资产       | 170   | 330   | 462   | 473   | 流动资产周转率    | 0.01  | 0.01  | 0.01  | 0.01  |
| 资产总计       | 761   | 870   | 995   | 1164  | 总资产周转率     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.01  |
| 流动负债       | 78    | 91    | 97    | 113   | 偿债能力       |       |       |       |       |
| 短期借款       | 42    | 42    | 42    | 42    | 资产负债率      | 11.2% | 11.2% | 10.5% | 10.3% |
| 应付款项       | 24    | 2934  | 3335  | 4290  | 流动比率       | 6.19  | 4.79  | 4.42  | 5.22  |
| 非流动负债      | 7     | 7     | 7     | 7     | 速动比率       | 4.64  | 3.18  | 2.71  | 3.33  |
| 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股指标（元）    |       |       |       |       |
| 负债合计       | 85    | 97    | 104   | 120   | EPS        | 0.380 | 0.504 | 0.616 | 0.795 |
| 股东权益       | 676   | 773   | 891   | 1044  | 每股净资产      | 3.52  | 4.02  | 4.64  | 5.44  |
| 股本         | 192   | 192   | 192   | 192   | 每股经营现金流    | 0.10  | 0.54  | 0.84  | 0.93  |
| 留存收益       | 484   | 581   | 699   | 852   | 每股经营现金/EPS | 0.3   | 1.1   | 1.4   | 1.2   |
| 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 估值         |       |       |       |       |
| 负债和权益总计    | 761   | 870   | 995   | 1164  | PE         | 63.3  | 47.8  | 39.1  | 30.3  |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |       | PEG        | 2.28  | 1.87  | 1.35  | -     |
| 经营活动现金流    | 20    | 104   | 161   | 179   | PB         | 6.8   | 6.0   | 5.2   | 4.4   |
| 其中营运资本减少   | -91   | -34   | -28   | -66   | EV/EBITDA  | 1.13  | 0.61  | 0.45  | 0.35  |
| 投资活动现金流    | -251  | -200  | -200  | -100  | EV/SALES   | 32.25 | 21.06 | 18.53 | 14.40 |
| 其中资本支出     | -251  | -200  | -200  | -100  | EV/IC      | 0.19  | 0.13  | 0.11  | 0.10  |
| 融资活动现金流    | 249   | 0     | 0     | 0     | ROIC/WACC  | 1.36  | 1.10  | 1.02  | 1.13  |
| 净现金总变化     | 14    | -96   | -39   | 79    | REP        | 0.14  | 0.12  | 0.11  | 0.09  |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

## 研究员介绍及承诺:

**周 涛:** 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

## 评级标准:

| 公司评级 | 评级   | 说明                             |
|------|------|--------------------------------|
|      | 推荐   | 预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;           |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;      |
|      | 中性   | 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;     |
| 行业评级 | 回避   | 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;           |
|      | 推荐   | 预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;         |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;     |
|      | 中性   | 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; |
| 回避   | 回避   | 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;          |
|      | 回避   | 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;          |

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。