

评级：谨慎买入（维持）

电气设备行业

年报点评

第一创业研究所
分析师：曾凡，郭强
电话：0755-82485035
邮件：zengfan@fcsc.cn

薄膜电池行业景气不改

——拓日新能（002218）一季报点评

事件：

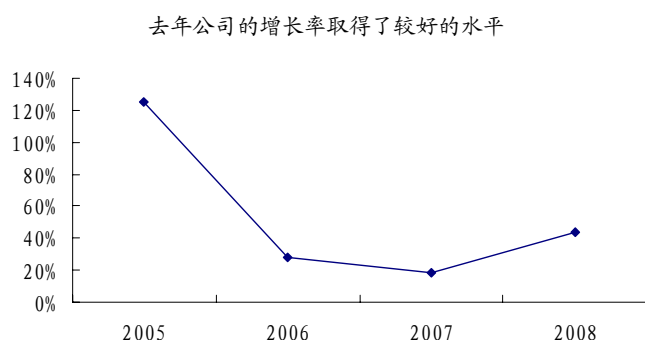
拓日新能（002218）公布 2009 年一季报

拓日新能（002218）日前发布了 2008 年年度报告和 09 年一季报，去年四季度和今年一季度分别实现收入 2.95 亿元、5218 万元，实现利润 7304 万元和 1065 万元。一季度的收入有所增长，但净利润下降 1/3 以上。

点评：

在电话调研中我们了解到，去年 10 月份一直到现在，光伏产业的产品价格和需求量面临双降的局面，在这种情况下，公司 1 季度收入较上年同期增长 6.47%，应该说在金融危机情况下获得了较好的成绩。但和大规模扩产的国际同行 firstsolar 相比，这个增长率有些偏低。通过扩产，今年 firstsolar 的收入增长率达到 112%。

图 1、公司的收入有所下降



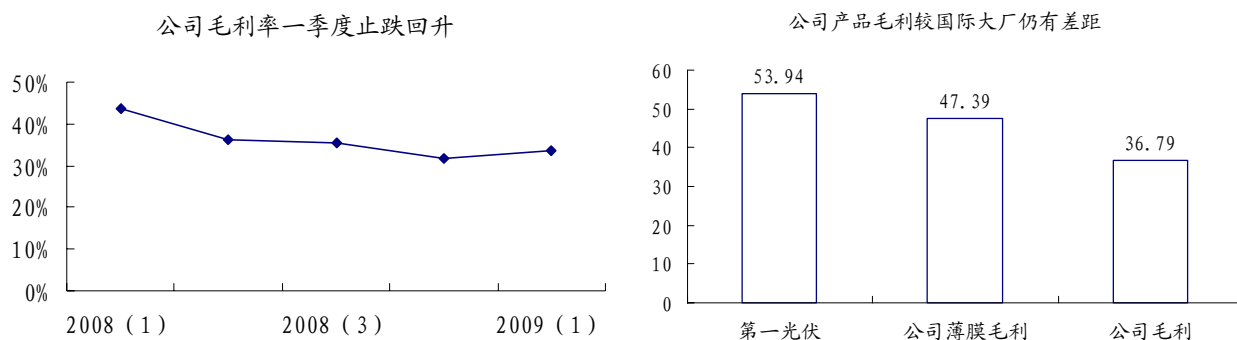
资料来源：wind 资讯，第一创业研究所

2008 年，由于电池片、电池组件的价格在不断下降，公司的晶体硅太阳能电池片业务的毛利率下降了接近 7 个百分点，这拖累了公司整体毛利率。08 年公司的毛利率是 36.79%，较上年同期下降 6 个百分点。但这一情况在一季度有所改善。一季度公司毛利率达到 33.75%，环比上升 1.5 个百分点左右。

作为最大的薄膜电池生产商，加之公司大部分的生产设备均由自行研发制造，公司产品的毛利率远远高于同行业平均水平。但是，由于工艺和技术上仍与国际先进水平有较大的差距，因此公司的毛利率与世界薄膜巨头 Firstsolar 等知名厂商相比，仍相差 10 个点。



图 2、公司毛利率与国际知名厂商相比仍有一定差距

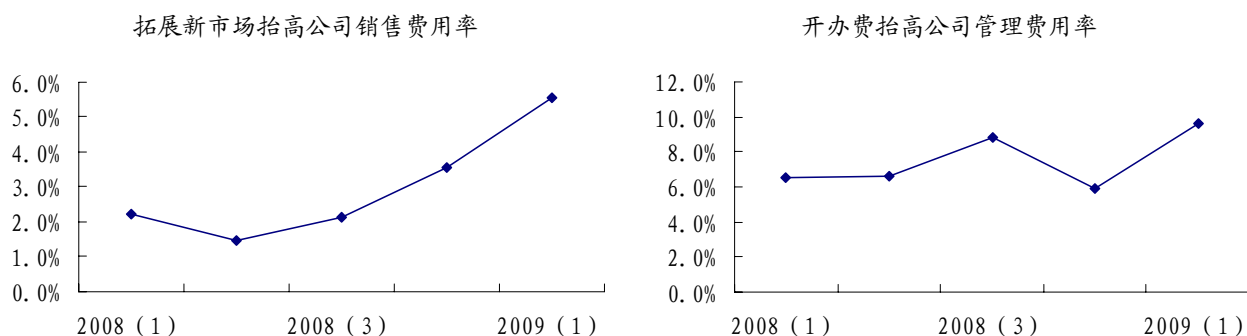


资料来源：wind 资讯，第一创业研究所

随着金融危机的深入以及公司产能的扩大，公司不断地加大销售力度以求光伏销售能够消化不断扩大的产能。从账面上看，公司的销售费用率不断增加。1 季度公司的销售费用率达到 5.57%，达到新高，较上年同期增长 3.3 个百分点左右。

另一方面，乐山新天源太阳能公司的开办，以及管理层薪酬的增加也一定程度上提高了公司的管理费用率。

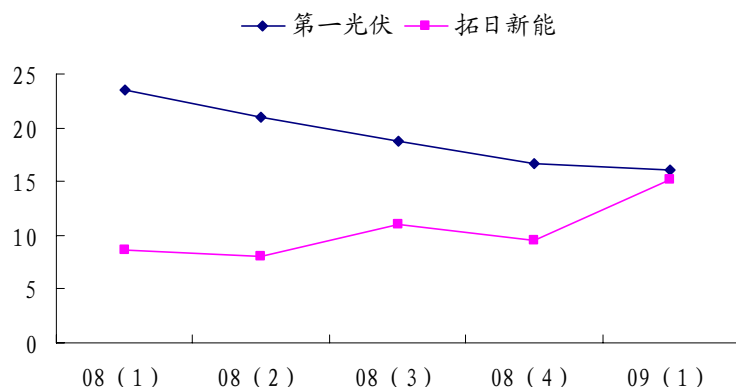
图 3、公司销售费用逐季增加



资料来源：wind 资讯，第一创业研究所

总体来看，尽管 08 年公司规模较小，缺乏规模效应，且有开办新子公司、提高管理层薪金等干扰，但公司的卓越的成本控制能力和管理能力因此公司的销售、管理费用率达到 9.32%，而 Firstsolar 的管理费用和销售费用平均在 20%左右。近期由于上述原因及 firstsolar 扩产，规模效应显现，两者费用率趋近。

图 4、前几期公司费用率大大低于第一光伏

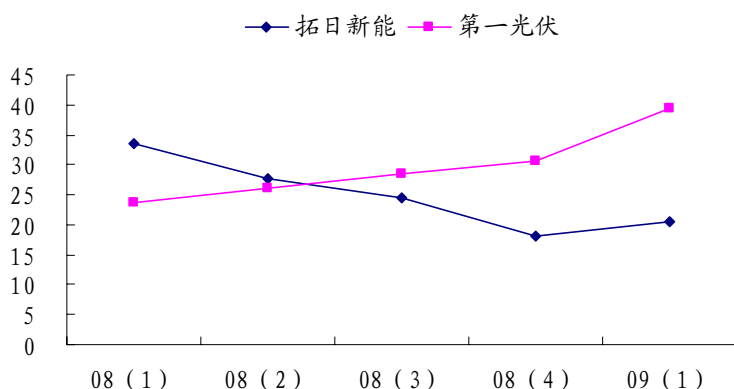


资料来源：第一创业研究所



对比拓日新能和第一光伏的净利率后我们发现，在金融危机爆发前，公司的净利率要高于后者，但自去年四季度开始，第一光伏的净利率开始显现出优势。我们认为，主要是后者在扩张产能后，摊低费用所致。

图 5、公司的净利率自金融危机爆发后就开始不如 firstsolar



资料来源：第一创业研究所

我们认为，firstsolar 能够体现出其产能扩张的规模效应，对薄膜光伏产业来说不啻是一个很好的信号：即虽然整个光伏产业出现回调，但薄膜电池产业仍保持了较大的活力，能够容纳较大的产能扩张。按照这个逻辑，我们预计未来公司的募投项目投产后，市场基本能消化公司新增的产能，并保持较高的毛利率。

表 1、公司未来三年各业务收入预计（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应用产品	102	118	141	170	203
非晶硅芯片	77	92	137	179	214
晶体硅芯片	26	84	125	188	226
总收入	205	293	404	536	643

资料来源：第一创业研究所

表 2、公司未来三年各业务毛利预计（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
太阳能应用产品及供电系统	47	54	64	71	92
非晶硅太阳能电池芯片及组件	35	43	66	86	101
晶体硅太阳能电池芯片及组件	4	7	15	23	29
毛利合计	86	105	145	179	222

资料来源：第一创业研究所

表 3、公司未来三年各业务毛利率预计（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
太阳能应用产品及供电系统	46%	46%	45%	42%	45%
非晶硅太阳能电池芯片及组件	46%	47%	48%	48%	47%
晶体硅太阳能电池芯片及组件	15%	9%	12%	12%	13%
综合毛利率	42%	36%	36%	33%	34%

资料来源：第一创业研究所



表 4、公司未来三年经营情况预计

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	484.0	676.5	806.9	972.3	一、营业收入	294.8	406.6	539.6	647.5
货币资金	279.5	427.3	466.2	558.0	减: 营业成本	189.3	261.1	358.9	424.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.6	0.9	1.1	1.3
应收款项	29.4	42.1	57.5	66.9	销售费用	7.2	10.2	12.4	13.6
预付款项	43.3	42.8	61.3	79.7	管理费用	20.2	27.3	36.3	42.2
存货	121.6	154.1	211.7	257.4	财务费用	-5.8	-5.3	-8.5	-8.5
其他流动资产	10.2	10.2	10.2	10.2	资产减值损失	6.8	1.0	1.2	0.8
非流动资产	53.8	277.0	195.1	189.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	64.4	55.8	49.9	43.7	二、营业利润	76.5	111.4	138.1	173.6
在建工程	105.2	32.0	31.8	31.8	加: 营业外收入	10.6	12.7	15.2	18.3
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.3	0.3	0.4
无形及递延性资产	44.3	44.1	44.5	45.0	三、利润总额	86.8	123.8	152.9	191.5
其他非流动资产	63.1	63.1	63.1	63.1	减: 所得税费用	13.8	13.6	19.9	28.7
资产总计	761.0	871.6	996.2	1,155.9	四、净利润	73.0	110.2	133.1	162.8
流动负债	78.2	115.1	143.2	176.6	归属母公司净利润	73.0	110.2	133.1	162.8
短期借款	42.0	52.0	72.0	92.0	少数股东损益与调整	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	24.0	37.4	43.0	55.1	五、总股本(百万股)	192.0	288.0	288.0	288.0
预收帐款	5.5	19.1	21.5	22.8	EPS (元)	0.38	0.38	0.46	0.57
其他	6.7	6.7	6.7	6.7					
长期负债	6.8	6.8	6.8	6.8	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	6.8	6.8	6.8	6.8	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	43.9%	37.9%	32.7%	20.0%
负债合计	85.0	121.9	150.0	183.4	营业毛利	22.4%	37.9%	24.2%	23.5%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	3.9%	38.4%	22.1%	26.9%
股本	192.0	288.0	288.0	288.0	净利润	5.4%	50.8%	20.8%	22.3%
资本公积	394.6	298.6	298.6	298.6	获利能力				
留存收益	89.4	163.0	259.6	385.9	毛利率	35.8%	35.8%	33.5%	34.4%
股东权益合计	676.0	749.7	846.2	972.5	EBIT/收入	26.3%	26.3%	24.2%	25.6%
负债和股东权益	761.0	871.6	996.2	1,155.9	净利率	24.8%	27.1%	24.7%	25.1%
					ROE	10.8%	14.7%	15.7%	16.7%
					ROIC	10.1%	13.6%	14.4%	15.2%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	88.8%	86.0%	84.9%	84.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	利息保障倍数	-12.6	-20.9	-15.7	-19.2
经营活动现金流	19.8	169.1	46.9	99.9	速动比率	4.51	4.45	4.09	3.99
净利润	73.0	110.2	133.1	162.8	经营现金净额/当期债务	0.47	3.25	0.65	1.09
折旧摊销	6.5	6.6	6.2	6.2	营运能力				
财务费用	4.9	-5.3	-8.5	-8.5	总资产周转率	0.39	0.47	0.54	0.56
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	35.96	37.29	38.36	37.20
营运资金变动	-75.1	-17.7	-83.4	-60.2	存货天数	231.21	212.50	212.29	218.32
其它	10.4	75.3	-0.4	-0.5	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-250.8	0.0	0.0	0.0	EBIT/股本	0.40	0.37	0.45	0.58
资本支出	-250.8	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.10	0.59	0.16	0.35
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.52	2.60	2.94	3.38
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	248.5	-21.3	-8.0	-8.1	P/E	18.45	18.35	15.19	12.42
债务融资	42.0	10.0	20.0	20.0	P/B	1.99	2.70	2.39	2.08
权益融资	412.2	0.0	0.0	0.0	P/S	4.57	4.97	3.75	3.12
其它	-205.7	-31.3	-28.0	-28.1	EV/EBITDA	13.40	14.64	12.05	9.19
汇率变动影响	-3.9	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	13.7	147.8	38.9	91.8					

资料来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120