

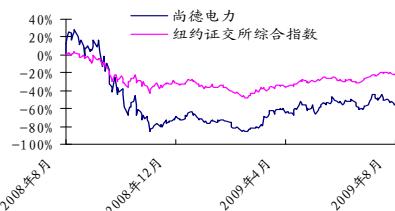
新能源——光伏设备

New Energy——PV

2009 年 8 月 21 日

市场数据	2009 年 8 月 20 日
当前价格 (USD)	15.79
52 周价格区间	5.09-48.64
总市值	2.46B
股数	155.90M
成交量	11233100
成交量 (3 月平均)	7903230
P/E(TTM)	58.92
EPS(TTM)	0.27
第一大股东	D&M Technologies, Ltd
公司网址	www.suntech-power.com

1 年以来行情走势比较



表现	1m	3m	12m
STP	-2.47%	-0.25%	-62.18%
NYA	6.17%	11.63%	-20.82%

世纪证券新能源课题小组

陆勤、颜彪、黄伟、冉飞、顾静

+86 755-83199599ext8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

世纪证券新能源课题小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩转好, 加快国内市场布局

——尚德电力 (STP) 09 年 Q2 财报点评

评级: 无评级

预测指标	2006A	2007A	2008A	2009Q2
营业收入 (M/USD)	599	1348	1924	261
营收增长率 (%)	165.04%	125.04%	42.73%	-28.3%
净利润 (M/USD)	106	171	88	9.97
净利润增长率 (%)	241.94%	61.32%	-48.54%	-80.91%
销售净利率 (%)	17.47%	12.50%	4.51%	3.82%
每股收益 (USD)	0.71	1.13	0.57	0.06
每股净资产 (USD)	4.34	5.80	0.89	9.24
净资产收益率 (%)	20.11%	22.24%	8.99%	0.66%

资料来源: 世纪证券研究所

- 经营情况大为好转。09 年第二季度营业收入为 3.21 亿美元, 环比增长 1.7%, 同比下降 33.16%, 扣除子公司 GSF 净营收锐减影响后, 公司净营收环比增长 42.05%; 09 年第二季度净利润为 1000 万美元, 环比增长 458.45%, 同比下降 80.91%。实现的每股 ADS 为 0.06 美元, 09 年 1 季度为 0.01 美元。
- 尚德预计三季度单价将环比再降 15%至 20%, 四季度降幅则减至 10% 以内。虽然降价导致营收增速低于出货量增速, 但公司毛利率却逐步上升, 09 年二季度毛利率为 18.6%, 而一季度为 17.8%, 主要原因是公司的成本在同步下降。
- 公司预计 09 年 3 季度组件发货量环比增长 50%, 四季度受季节影响环比略有下降。有三方面原因: 一是 3 季度是光伏产品销售旺季; 二是光伏系统成本降低, 运营商的收益率提高, 安装的积极性扩大的市场规模; 三是上半年积压的需求在三季度得以释放。
- 公司的成本不断下降。09 年二季度, 尚德电力的硅料成本已下降了 13%; 随着其高价多晶硅将消耗完毕, 硅料成本将接近现货价格。在非硅成本方面, 公司计划 2009 年末将从目前的 61 美分/瓦降低至 60 美分/瓦以下, 2010 年将达到 50 美分/瓦。
- “冥王星”技术分别将普通单晶和多晶硅片的光伏电池转换率提高至 18.8%和 17.2%。目前 34MW 的“冥王星”电池生产线正在满负荷运转, 09 年公司预计“冥王星”组件出货量为 10-15MW。到 2009 年年底, 公司将建设 100MW 冥王星产品的产能, 到明年年底扩张到 200MW。
- 加快国内市场布局, 占领制高点。公司采取的策略是与电力企业结盟, 与电力央企结盟, 是最稳妥最安全的合作方式, 既借力贯通了产业链, 又可以有效舒缓自身的潜存风险。

Q2 净营收 3.21 亿美元，净利润 1000 万美元

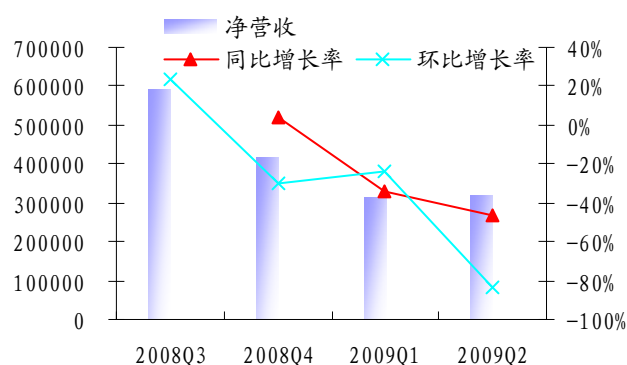
09 年第二季度营业收入为 3.21 亿美元，环比增长 1.7%，同比下降 33.16%；09 年第二季度净利润为 1000 万美元，环比增长 458.45%，同比下降 80.91%。实现的每股 ADS 为 0.06 美元，09 年 1 季度为 0.01 美元。

经营情况大为好转**(1) 营业收入**

09 年 Q2 的净营收为 3.21 美元，与上季度的 3.157 亿美元相比增长 1.7%。但是来自 GSF（尚德投资的一家子公司，总部位于欧洲的投资基金，主要投资于太阳能行业非上市公司）的净营收，只占 4.77%，在 09 年 1 季度净营收中占有 31.85%。

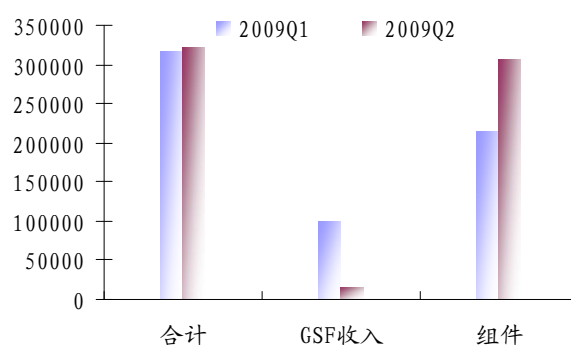
扣除子公司 GSF 净营收锐减影响后，公司净营收增长幅度为 42.05%，低于出货量增幅 53%，主要原因是 2 季度组件单价下降了 8%。

Figure 1 净营收及其同比增长率（单位：千美元）



数据来源：世纪证券研究所

Figure 2 09 年一季度和 2 季度收入构成（单位：千美元）

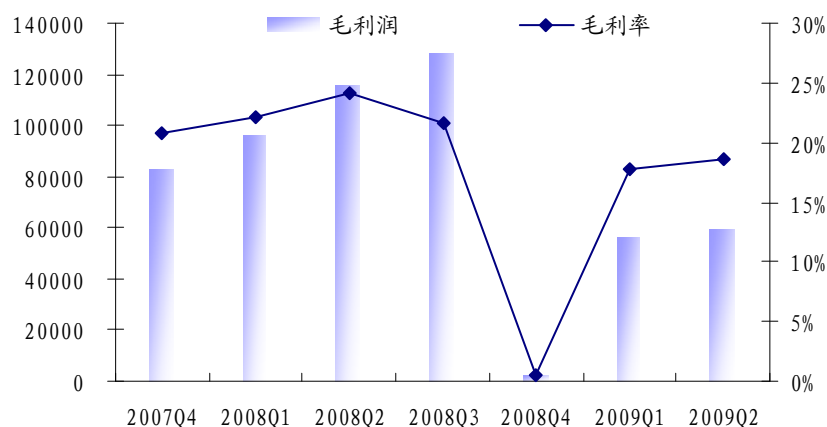


数据来源：世纪证券研究所

(2) 毛利润和毛利率

09 年 2 季度毛利润为 5970 万美元，毛利润率为 18.6%；1 季度毛利润为 5630 万美元，毛利润率为 17.8%。毛利润的增长，主要由于无锡尚德硅片成本和总成本结构比第二季度销售价格下降要快。

Figure 3

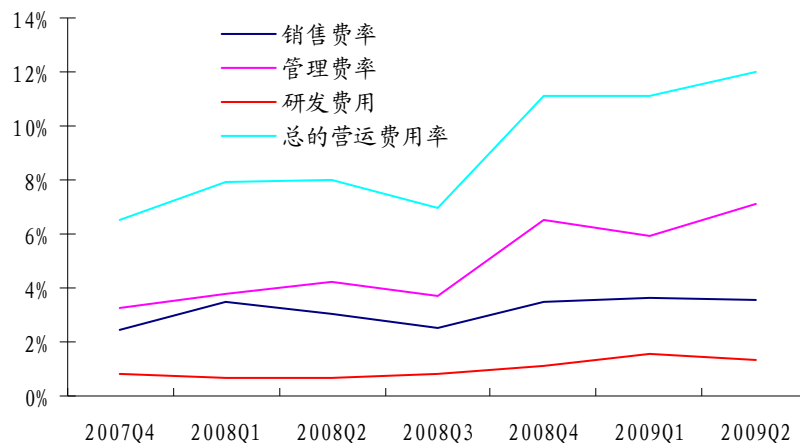


数据来源：世纪证券研究所

（3）期间费用

09 年 2 季度运营支出为 3860 万美元，1 季度为 3510 万美元。增长的主要原因是为了提高销售和营销水平增长了员工，以及坏账准备。

Figure 4 各期营运费用率比较



数据来源：世纪证券研究所

（4）其他支出

2 季度净利息支出为 2430 万美元，1 季度为 2160 万美元；2 季度净利息支出包括 1160 万美元非现金利息支出；2 季度其他净支出为 250 万美元，1 季度为 1260 万美元。2 季度资本支出总计 2090 万美元，这些主要用于在上海的薄膜生产设施的建设，提升现有产能以使光伏模块生产采用公司高效的冥王星技术。

价格下降与出货量上升的预期

由于 09 年 2 季度组件价格下降了 8%，导致出货量增长 53%，但净营收只增长 42%。可以看出，随着光伏市场的转暖，出货量增速加快；而同时随着规模和技术的进步，组件价格也随之下降，光伏企业面临价格与出货量的博弈。

价格下降

尚德预计三季度单价将环比再降 15%至 20%，四季度降幅则减至 10%以内。虽然降价导致营收增速低于出货量增速，但公司毛利率却逐步上升，09 年二季度毛利率为 18.6%，而一季度为 17.8%。主要原因是公司的成本在同步下降。

目前国内光伏上市公司的组件价格约为 2.5 美元/瓦，根据英利发布的 09 年 Q2 财报的数据，可以看出，公司预期 2010 年其多晶硅组件的价格将降至 1.65 美元/瓦至 1.7 美元/瓦。

发货量上升

公司预计 09 年 3 季度组件发货量环比增长 50%，四季度受季节影响环比略有下降。主要原因是下半年光伏市场将面临回暖，有三方面原因：

一是 3 季度是光伏产品销售旺季；

二是光伏系统成本降低，运营商的收益率提高，安装的积极性扩大的市场规模；

三是上半年积压的需求在三季度得以释放。

但公司依然认为 09 年是光伏产业的复苏之年，并将之前全年出货量 600-700MW 下调至 600MW。因此，我们需要密切关注 3 季度海外市场需求和公司出货量。

另外，国内光伏市场在政策的带动下，将逐步开启，但其发展速度低于市场预期。09 年，尚德在中国市场的发货计划为 30MW，仅占全年发货量的 5%。此外，5 月上报的 179MW “太阳能屋顶计划”补贴申请尚未获批。

提高技术水平，降低经营成本

09 年二季度，尚德电力的硅料成本已下降了 13%；随着其高价多晶硅将消耗完毕，硅料成本将接近现货价格。公司一季度通过与供应商协商，已使硅片采购价格下降 25%。如果 2010 年硅料成本降到 50 美分/瓦的水平，公司可能提前达到 1 美元/瓦的总成本目标。

在非硅成本方面，公司计划 2009 年末将从目前的 61 美分/瓦降低至 60 美分/瓦以下，2010 年将达到 50 美分/瓦。

公司最近已通过专利技术“冥王星 (Pluto)”，分别将普通单晶和多晶硅片的光伏电池转换率提高到 18.8%和 17.2%，并实现批量生产；而在传统的丝网印刷技术下，转换率分别为 16.5%和 15.5%。

“冥王星”技术满足了太阳能行业对太阳能产品的所有关键性要求，即不使用较高级别的硅材料就可以获得高转换率、高稳定性和高电力输出。尚德的多晶硅“冥王星”组件经商业化规模生产后，将成为世界上转换率最高的多晶硅光伏组件之一。

尚德正在继续提高“冥王星”技术水平，计划于未来两年实现单晶光伏电池转换率达 20%，多晶光伏电池转换率达 18%的目标。

目前，尚德的产能 34MW 的“冥王星”电池生产线正在满负荷运转。按照尚德的计划，到 2009 年年底，公司将建设 100MW 冥王星产品的产能，到明年年底扩张到 200MW。09 年公司预计“冥王星”组件出货量为 10-15MW，公司于 3 月份预计“冥王星”组件出货量为 50MW。

从中长期来看，“冥王星”将给尚德带来可观的毛利润和市场占有率的提升。

加快国内市场布局，占领制高点

公司无疑是国内光伏市场布局动作最为迅速的，采取的策略是与电力企业结盟，与电力央企结盟，是最稳妥最安全的合作方式，既借力贯通了产业链，又可以有效舒缓自身的潜存风险。

公司最近在国内企业拓展市场的主要行动有：

(1) 7 月 14 日，分别与陕西省政府、青海省政府、宁夏石嘴山市政府和四川省攀枝花市政府签订战略合作协议，拟在上述四省（区）、市分别开发 300MW 及各 500MW 的光伏并网太阳能项目。这几个项目的总量达 1,800MW，总投资约 300 亿元，预计将分期投入开发建设。

(2) 7 月 22 日，与中国华电集团新能源发展有限公司签订战略合作协议，计划在未来三年内开发 500MW 太阳能项目。华电新能源公司将负责投资建设，尚德电力负责提供晶硅光伏电池组件、系统设计和技术服务。

(3) 7 月 24 日，与中国节能投资有限公司签订战略合作协议，计划未来五年内合作开发 200MW 太阳能项目。中国节能将主要负责投资开发，尚德电力则主要负责提供晶硅光伏电池组件、系统设计和技术服务。

(4) 8 月 6 日，与连云港经济技术开发区签订框架协议，拟投资 25 亿元在连云港建设 100MW 的光伏电站。一期工程建设规模为 20MW，投资额约 5 亿元，占用 300 亩左右的沿海滩涂，计划年内开工建设。

英利、LDK、尚德等国内光伏企业巨头纷纷布局国内光伏市场。但从战略合作的力度和公司的实力看，尚德无疑更胜一筹。

业绩展望

公司预计，2009 年第三季度发货量将环比增长 50%，毛利率预计与第二季度持平。由于季节性原因，公司预计 2009 年第四季度发货量较第三季度略低。

因此，尚德将全年发货预期调整为约 600MW，2009 年光伏产能保持在 1GW，直到需求可见度改善为止。该公司预计 2009 年资本支出将在 1 亿美元至 1.20 亿美元。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.