

2009 年 9 月 23 日

A
卖出

002218.SZ – 人民币 26.50

目标价格: 人民币 18.00

韩玲*

 +8621 6860 4866 (8595)
 ling.han@bocigroup.com

股价相对指数表现


资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	142	12	(7)	141
相对新华富时 A50 指数(%)	80	17	(4)	111

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	288.00
流通股 (%)	53.05
流通股市值 (人民币 百万)	4048.78
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	191
净负债比率 (%)	21.1
主要股东 (%)	
深圳市奥欣投资发展有限公司	46.95

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李博为本报告重大贡献者

拓日新能

明年产量提升助推业绩增长

公司产能扩张进展顺利，两条生产线量产后，非晶硅电池产能将从 15MW 上升至 40MW，晶体硅电池产能将从 5MW 上升至 20MW，明年产量将大幅增长。我们维持对公司 2009-2011 年的业绩预测 0.14、0.35 和 0.49 元，维持目标价 18.00 元。我们认为目前拓日新能的估值偏高，市场过分透支了行业增长对其业绩的影响，维持**卖出**评级。

支撑评级的要点

- 公司在国内围绕“深圳-乐山-陕西”进行产业布局，延伸晶体硅与非晶硅产业链条，并准备开拓切片以及超白玻璃业务。目前拥有三大产业基地和三大销售公司，产能扩张项目进展顺利，明年产量有望大幅增长。
- 与国内其他光伏知名企业相比，在产品转换率和价格方面，公司的产品并无明显优势可言，公司的竞争优势在于设备制造，较低的设备成本使公司拥有更低的折旧成本。
- 由于 08 年的金融危机，今年第二季度，客户仍有所顾虑，购买意愿不是很强烈。09 年下半年，由于考虑到 10 年补贴要下降，光伏项目的安装将有所增长。我们判断，今年第三季度光伏电池的出货量要好于第二季度，第四季度是传统淡季，但同比出货量也可能有增长。

评级面临的主要风险

- 汇率大幅变动风险。

估值

- 我们维持对公司 2009-2011 年的业绩预测 0.14、0.35 和 0.49 元，我们维持目标价格 18.00 元，维持**卖出**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	205	295	274	586	758
变动 (%)	18.1	43.9	(7.1)	114.1	29.4
净利润 (人民币 百万)	69	73	40	101	140
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.24	0.25	0.14	0.35	0.49
变动 (%)	2.4	5.4	(45.2)	152.4	38.4
市盈率(倍)	110.1	104.5	190.7	75.6	54.6
每股现金流量 (人民币)	0.44	0.10	0.23	0.26	0.57
价格/每股现金流量(倍)	59.61	256.32	113.50	101.10	46.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.6	68.1	157.3	59.1	41.6
每股股息 (人民币)	0.03	0.03	0.04	0.11	0.15
股息率 (%)	0.09	0.09	0.16	0.40	0.55

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

产能扩张进展顺利，明年产量将大幅增长

公司在国内围绕“深圳-乐山-陕西”进行产业布局，延伸晶体硅与非晶硅产业链条，并准备开拓切片以及超白玻璃业务。公司拥有三大产业基地：光明工业园、乐山太阳能、陕西工业园；拥有三大销售公司：上半年非洲已经设立，美国和欧洲分公司筹建中，预计今年可完成设立，这三家销售公司的设立，可以很好拓宽公司的销售渠道，积极拓展公司在国外的市场。

目前公司在建项目包括 25MW 的薄膜电池项目和乐山的 15MW 单晶硅太阳能电池生产线，目前两个项目均进展顺利。两条生产线量产后，公司的非晶硅电池产能将从 15MW 上升至 40MW；晶体硅电池产能将从 5MW 上升至 20MW。

太阳能应用产品及供电系统

公司的太阳能应用产品包括太阳能热水器、太阳能庭院灯、草坪灯、太阳能路灯和 LED 广告显示屏等。近年来，公司建设的大型项目包括三鑫大亚湾科研楼太阳能电站、拓日产业园建筑一体化光伏系统等。

公司产品顺利通过国家金太阳认证中心产品认证，公司也参与了国内第一批光伏项目补贴的申报，未来将受益于国内光伏市场的快速增长。

图表 2.拓日产业园建筑一体化光伏系统



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.三鑫大亚湾科研楼太阳能电站



资料来源：公司数据，中银国际研究

产品竞争优势对比

拓日新能的太阳能电池产品以出口为主，目前已远销北美、欧洲、非洲、大洋洲、亚洲等多个国家和地区。

与国内其他光伏知名企业相比，在产品转换率和价格方面，公司的产品并无明显优势可言，公司的竞争优势在于设备制造。拓日新能具有强大的设备制造能力，公司设备中 70% 为自己制造，是中国唯一没有整体引进国外成套设备和技术的光伏电池生产企业，多项装备技术填补了国内空白。公司的设备要比国外设备低 4/5，而国内的大部分公司普遍采用国外进口设备，较低的设备成本使公司拥有更低的折旧成本。

国内首批光伏示范项目资金下拨，补贴力度符合预期

据新浪报道，财政部会同住房和城乡建设部下达首批太阳能光电建筑应用补助资金，共计 12.7 亿元，用以启动太阳能屋顶计划。本次先下达 70% 的资金，即 8.9 亿元，其余 30% 资金将在示范工程验收后拨付。列入首批国家光电建筑应用示范项目共 111 个，总规模为 91 兆瓦，示范工程分布在 30 个省、市、自治区，重点向产业基础好、阳光资源丰富的江苏、浙江、内蒙、河南等省倾斜，重点引导光电建筑一体化发展，重点扶持技术先进的光伏产品推广应用。

财政部的这次补贴基本符合我们之前的预期，我们维持对于未来 3 年我国新增光伏装机的预测，预计 09-11 年光伏新增装机将分别达到 150 兆瓦、500 兆瓦和 1,000 兆瓦。我国的光伏市场将保持快速的增长。

图表 4. 中国光伏市场发展预测

(单位：兆瓦)	2009E	2010E	2011E
农村电气化	20	65	100
通信和工业	8	15	20
并网发电-BIPV 和电站	100	380	800
其它	22	40	80
合计	150	500	1,000

资料来源：中银国际研究预测

目前估值偏高，卖出评级，维持目标价 18 元

上半年业绩不理想主要是受全球金融危机影响，国际光伏市场低迷，需求下滑，市场竞争激烈，产品售价有所下降，新建设项目尚未量产，未能贡献利润造成。

由于 08 年的金融危机，今年第二季度，客户仍有所顾虑，购买意愿不是很强烈。09 年下半年，由于考虑到 10 年补贴要下降，光伏项目的安装将有所增长。我们判断，今年第三季度光伏电池的出货量要好于第二季度，第四季度是传统淡季，但同比出货量也可能有增长。

我们维持对公司 2009-2011 年的业绩预测 0.14、0.35 和 0.49 元，公司在新能源公司中的估值偏高，市场过分透支了行业增长对其业绩的影响。我们维持目标价格 18.00 元，维持**卖出**评级。

图表 5.重点上市公司估值表

公司名称	股票代码	价格 (人民币)	每股收益(人民币)			市盈率(倍)			净利润增长率(%)		评级
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E	
天威保变	600550.SS	34.87	0.81	0.77	1.02	43.0	45.3	34.2	(4.9)	32.5	持有
金晶科技	600586.SS	15.79	0.19	0.34	0.52	83.1	46.4	30.4	78.9	52.9	持有
南玻 A	000012.SZ	16.34	0.34	0.52	0.75	48.1	31.4	21.8	52.9	44.2	持有
孚日股份	002083.SZ	8.47	0.13	0.13	0.21	65.2	65.2	40.3	0.0	61.5	卖出
泰豪科技	600590.SS	12.6	0.24	0.39	0.55	52.5	32.3	22.9	62.5	41.0	持有
平均						58.4	44.1	29.9	37.9	46.4	
拓日新能	002218.SZ	26.5	0.25	0.14	0.35	104.5	190.7	75.6	(45.2)	152.4	卖出

资料来源：中银国际研究 *H 股以港币计

风险分析

汇率大幅变动风险。公司 90%以上的产品收入来自于出口，如果汇率大幅波动，势必会加大公司的财务费用，进而影响公司业绩。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	205	295	274	586	758
销售成本	(119)	(189)	(192)	(380)	(479)
经营费用	(10)	(29)	(19)	(45)	(29)
息税折旧前利润	77	76	63	162	250
折旧及摊销	(5)	(6)	(13)	(23)	(41)
经营利润 (息税前利润)	72	71	49	139	209
净利息收入/(费用)	1	10	(5)	(23)	(47)
其他收益/(损失)	2	6	3	3	3
税前利润	74	87	47	119	165
所得税	(5)	(14)	(7)	(18)	(25)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	69	73	40	101	140
核心净利润	69	73	40	101	140
每股收益(人民币)	0.24	0.25	0.14	0.35	0.49
核心每股收益(人民币)	0.24	0.25	0.14	0.35	0.49
每股股息(人民币)	0.03	0.03	0.04	0.11	0.15
收入增长(%)	18	44	(7)	114	29
息税前利润增长(%)	7	(2)	(30)	183	51
息税折旧前利润增长(%)	10	(0)	(18)	159	55
每股收益增长(%)	2	5	(45)	152	38
核心每股收益增长(%)	2	5	(45)	152	38

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	66	279	102	157	181
应收帐款	24	29	29	61	79
库存	65	122	113	223	282
其他流动资产	13	46	46	70	86
流动资产总计	170	484	298	527	648
固定资产	39	168	509	897	1407
无形资产	14	43	43	43	43
其他长期资产	1	66	150	149	147
长期资产总计	54	277	702	1089	1596
总资产	224	761	999	1616	2244
应付帐款	12	24	24	47	59
短期债务	0	42	250	764	1265
其他流动负债	15	12	15	24	40
流动负债总计	27	78	289	835	1365
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	7	7	7	7
股本	120	192	288	288	288
储备	75	484	416	487	585
股东权益	195	676	704	775	873
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	224	761	999	1616	2244
每股帐面价值(人民币)	1.62	3.52	2.44	2.69	3.03
每股有形资产(人民币)	1.58	3.37	2.30	2.54	2.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.55)	(1.24)	0.52	2.11	3.77

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	74	87	47	119	165
折旧与摊销	5	6	13	23	41
净利息费用	1	5	6	24	49
运营资本变动	(24)	(75)	10	(130)	(60)
税金	(5)	(14)	(7)	(18)	(25)
其他经营现金流	3	11	(2)	57	(6)
经营活动产生的现金流	53	20	67	75	164
购买固定资产净值	(19)	(164)	(350)	(550)	(550)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(5)	(87)	(85)	70	0
投资活动产生的现金流	(24)	(251)	(435)	(480)	(550)
净增权益	70	0	96	0	0
净增债务	0	42	208	514	501
支付股息	(3)	(5)	(12)	(30)	(42)
其他融资现金流	(83)	211	(102)	(24)	(49)
融资活动产生的现金流	(16)	249	190	460	410
现金变动	14	18	(178)	55	24
期初现金	53	66	279	102	157
公司自由现金流	30	(220)	(365)	(402)	(383)
权益自由现金流	30	(179)	(164)	87	67

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	37.4	25.9	22.9	27.6	33.0
息税前利润率	35.1	24.0	18.0	23.7	27.6
税前利润率	36.3	29.5	17.2	20.3	21.7
净利率	33.9	24.8	14.6	17.2	18.4
流动性(倍)					
流动比率	6.3	6.2	1.0	0.6	0.5
利息覆盖率	3590.7	68.6	6.7	5.5	4.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	21.1	78.4	124.3
速动比率	3.8	4.5	0.6	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	110.1	104.5	190.7	75.6	54.6
核心业务市盈率	110.1	104.5	190.7	75.6	54.6
目标价对应核心业务市盈率	74.6	70.8	129.2	51.2	37.0
市净率	16.3	7.5	10.8	9.9	8.7
价格/现金流	105.3	(28.5)	(46.5)	87.9	113.5
企业价值/息税折旧前利润	40.9	63.0	123.5	50.8	34.8
周转率					
存货周转天数	206.5	251.2	230.0	230.0	230.0
应收帐款周转天数	42.4	35.5	38.0	38.0	38.0
应付帐款周转天数	20.6	46.3	45.0	45.0	45.0
回报率(%)					
股息支付率	4.3	6.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	35.6	10.8	5.8	13.7	17.0
资产收益率	29.9	7.8	4.8	9.0	9.2
已运用资本收益率	37.4	11.4	6.2	11.4	11.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371