增发项目扩产薄膜电池，估值依然偏高

——拓日新能（002218）

公司点评报告　　公司评级：中性（维持）　　2010.03.03

湘财证券研究所

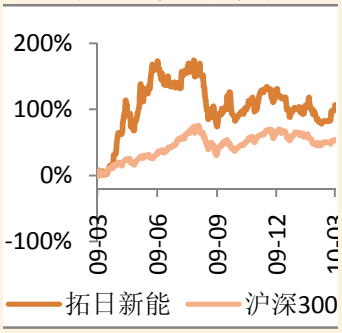
电力设备与新能源小组

侯文涛
Tel: 021-68634518-8007
E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯　舜
Tel: 021-68634518-8020
E-Mail: fs2855@xcsc.com

刘昭亮
Tel: 021-68634518-8228
E-mail: lzl2581@xcsc.com

公司近一年股价表现



基本数据（3.2）

收盘价(元)	25.01
总股本(万股)	28800
增发后总股本	32650
流通股本(万股)	7200
总市值(亿元)	72.03
流通市值(亿元)	18.01
PE^{TTM}	163.4
每股净资产	2.42
评级	中性

投资要点

❑ **公司公告拟定向增发**

公司拟非公开发行不超过3,850 万股，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的百分之九十，即21.00 元/股。募集资金预计不超过人民币81,000万元，扣除发行费用后将全部用于增资全资子公司陕西拓日建设位于陕西省渭南市的150MW非晶硅光伏电池生产线项目。

❑ **非晶硅薄膜电池生产线可为公司带来长期业绩增长潜力**

项目计划至2011年6 月底建成投产，包括年产150MW 非晶硅光伏电池生产线、2 个日投料120 吨光伏太阳能玻璃生产线（产能500万平米）以及3MWP 光伏建筑一体化电站等配套项目。目前已完成部分厂房建筑主体的施工。项目达产后，预计可新增年销售收入10.8亿元，将为公司的中长期业绩增长提供保障。

❑ **募投项目可于 2012 年开始产生盈利**

此前公司的募投项目包括乐山 15MW 晶硅光伏电池和深圳 25MW 非晶硅薄膜电池，目前均处于试生产阶段，年内可正式投产。此次募投项目预计将可于 2012 年开始贡献业绩，按照 15%的净利润估算，达产后大约可增厚公司 EPS0.50 元。

❑ **产权产品在光电建筑市场前途看好。**

公司拥有自主知识产权，一直致力于 BIPV 技术研发，早在 2006 年就掌握了整体式非晶硅光伏电池幕墙技术。国家对于光电建筑的补贴计划，以及对于建材型、构件型 BIPV 项目申报的鼓励，是今后几年内公司业绩增长的主要看好点。我们预计公司将成为国内光电建筑方面的领先型企业。

❑ **估值过高，继续维持中性评级。**

可比上市公司天威保变 09 年 PE 在 46 倍，10 年在 32 倍，而拓日新能预计 09、10、11 年摊薄 EPS 为 0.12、0.23 和 0.28 元，对应当前 PE 在 202、96 和 80 倍，处于高估值区间。我们继续维持中性评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	295	229	492	646
收入同比(%)	44%	-22%	114%	31%
归属母公司净利润	73	36	75	90
净利润同比(%)	5%	-51%	110%	20%
毛利率(%)	35.8%	27.2%	28.8%	28.8%
ROE(%)	10.8%	5.1%	9.1%	9.9%
每股收益(元)	0.25	0.12	0.26	0.31
P/E	98.61	201.76	96.02	80.15
P/B	10.65	10.19	8.78	7.91
EV/EBITDA	89	152	53	37

重要声明 ：本公司及其关联机构、雇员对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务等服务。本报告版权归湘财证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用等。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	484	364	500	478
现金	279	208	232	224
应收账款	29	13	76	42
其他应收款	3	2	5	7
预付账款	43	32	72	92
存货	122	103	109	107
其他流动资产	8	5	6	6
非流动资产	277	669	1077	1458
长期投资	0	0	0	0
固定资产	64	307	609	931
无形资产	43	65	90	114
其他非流动资	170	297	378	413
资产总计	761	1033	1577	1936
流动负债	78	321	751	1020
短期借款	42	291	693	945
应付账款	24	19	41	54
其他流动负债	12	10	17	21
非流动负债	7	5	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	7	5	6	6
负债合计	85	326	757	1026
少数股东权益	0	0	0	0
股本	192	288	327	327
资本公积	379	283	283	283
留存收益	105	136	211	301
归属母公司股东权益	676	707	820	910
负债和股东权益	761	1033	1577	1936

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	20	108	37	217
净利润	73	36	75	90
折旧摊销	7	10	25	42
财务费用	-6	2	28	52
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-75	41	-87	32
其他经营现金	21	19	-3	1
投资活动现金流	-251	-421	-426	-424
资本支出	251	400	400	400
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	0	-21	-26	-24
筹资活动现金流	249	242	412	200
短期借款	42	249	402	252
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	72	96	39	0
资本公积增加	372	-96	0	0
其他筹资现金	-238	-7	-28	-52
现金净增加额	14	-71	24	-8

利润表 单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	295	229	492	646
营业成本	189	167	350	460
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	7	5	12	15
管理费用	20	16	17	17
财务费用	-6	2	28	52
资产减值损失	7	5	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	76	33	78	95
营业外收入	11	8	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	87	41	87	104
所得税	14	5	12	14
净利润	73	36	75	90
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	36	75	90
EBITDA	77	45	131	189
EPS（元）	0.38	0.12	0.23	0.28

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	43.9%	-22.2%	114.4%	31.4%
营业利润	7.6%	-56.9%	137.5%	21.8%
归属于母公司净利润	5.4%	-51.1%	110.1%	19.8%
获利能力				
毛利率(%)	35.8%	27.2%	28.8%	28.8%
净利率(%)	24.8%	15.6%	15.3%	13.9%
ROE(%)	10.8%	5.1%	9.1%	9.9%
ROIC(%)	16.2%	4.1%	7.4%	8.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	11.2%	31.6%	48.0%	53.0%
净负债比率(%)	49.44%	89.35%	91.58%	92.11%
流动比率	6.19	1.13	0.67	0.47
速动比率	4.53	0.79	0.51	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.26	0.38	0.37
应收账款周转率	11	10	11	10
应付账款周转率	10.95	7.76	11.57	9.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.12	0.26	0.31
每股经营现金流(最新摊	0.07	0.37	0.13	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.45	2.85	3.16
估值比率				
P/E	98.61	201.76	96.02	80.15
P/B	10.65	10.19	8.78	7.91
EV/EBITDA	89	152	53	37

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。