

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

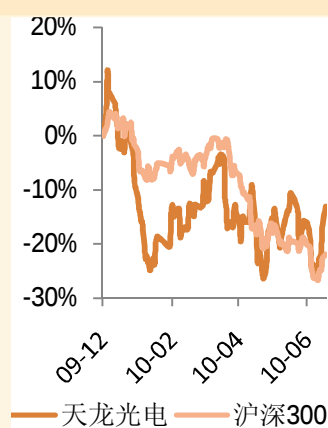
Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com



基本数据(07.12)

收盘价(元)	23.30
总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	50
总市值(亿元)	46.60
流通市值(亿元)	11.65
PE TM	68.13
每股净资产	5.75

评级：增持
目标价：28.7元

投资要点

- Ø **公告超募资金投向。**公司拟利用15160万元的超额募集资金，用于公司实验工厂项目的建设，其中多晶硅铸锭炉、多线切割机等设备自制或购置。项目建设期6-9个月，目的在于展示公司多晶炉产品的技术特性和技术先进性，加快多晶硅铸锭炉新产品的推广。同时，示范项目可以达到每年1540万片硅片的生产规模，贡献利润约在3500万元左右。
- Ø **项目将提升公司多晶硅铸锭炉的销售速度。**目前，全球多晶硅铸锭炉市场基本被美国GTSolar 和德国ALD 垄断，而公司的多晶硅铸锭炉计划在明年形成150台的产能，达产后可贡献收入3.6亿元，示范项目的建成将提升公司多晶硅铸锭炉的销售速度。
- Ø **年内光伏行业景气较高，公司目前在手订单充足。**由于今年以德国、意大利为首的欧洲市场需求旺盛，光伏组件的需求维持较高水平，预计今年增长率可达60~90%。而根据公司的订单披露，单晶硅结晶炉2009年第三季度订单数是600台，去年第四季度确认约85台，今年新增订单212台，因此目前在手订单数为600-85+212=727台，基本符合我们在新股定价时给出的700台的预测。
- Ø **未来年均增长在20%左右。**2011年后行业基本保持20%的增长速度，我们预计公司单晶硅结晶炉的增长将与行业保持同步，新的利润增长将主要来自多晶硅铸锭炉的进口替代。
- Ø **给予公司增持评级。**我们适当上调了公司今年单晶硅结晶炉的业务收入，并提升了多晶硅铸锭炉业务的达产速度。公司未来三年的EPS为0.63、0.82和1.15元，对应当前PE为36.8、28.5和20.3倍，估值合理，给予公司增持评级，目标价28.7元。

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	296	493	774	1294
收入同比(%)	-7%	66%	57%	67%
归属母公司净利润	68	127	163	230
净利润同比(%)	16%	85%	29%	41%
毛利率(%)	35.5%	33.4%	32.7%	29.7%
ROE(%)	6.0%	10.2%	11.7%	14.1%
全面摊薄每股收益(元)	0.34	0.63	0.82	1.15
P/E	68.13	36.81	28.54	20.26
P/B	4.09	3.77	3.33	2.86
EV/EBITDA	45	27	17	12

表 1、公司单晶炉和多晶炉业绩预测

产 品		2008	2009	2010E	2011E	2012E
单晶炉	产能(台)	480	500	500	1700	1700
	产量(台)	459	456	750	850	1200
	销售收入(万)	25474	23444	41250	46750	66000
	YOY	29.64%	-7.97%	75.95%	13.33%	41.18%
	产能利用率	95.63%	91.20%	150.00%	50.00%	71.00%
	毛利率	34.28%	41.93%	37.00%	35.00%	33.00%
多晶炉	产能(台)				150	150
	产量(台)				70	120
	销售收入(万)				17500	28800
	YOY					64.57%
	产能利用率				46.67%	80.00%
	毛利率				0.40	0.40
其他(包含 示范项目)	收入	5,566	5,011	8,017	13,153	34,645
	YOY	35.00%	-9.97%	60.00%	64.06%	163.39%
	毛利率	30.17%	10.73%	15.00%	15.00%	15.00%
总收入		31,039	28,455	49,267	77,403	129,445
总成本		20,628	18,087	32,802	52,068	90,948

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1203	1010	1297	1610	营业收入	296	493	774	1294
现金	956	659	758	725	营业成本	191	328	521	909
应收账款	151	256	405	688	营业税金及附加	2	2	4	7
其他应收款	2	5	7	13	营业费用	5	7	12	19
预付账款	22	33	55	95	管理费用	19	30	48	80
存货	63	46	54	60	财务费用	6	-25	-4	7
其他流动资产	8	11	18	29	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	119	511	882	844	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	94	480	845	800	营业利润	75	150	193	272
无形资产	20	27	33	39	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	5	5	5	5	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1322	1521	2180	2454	利润总额	80	150	193	272
流动负债	179	284	780	826	所得税	12	23	30	42
短期借款	79	136	553	449	净利润	68	127	163	230
应付账款	41	67	109	188	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	59	81	119	189	归属母公司净利润	68	127	163	230
非流动负债	1	-0	-2	-3	EBITDA	85	140	225	324
长期借款	0	-1	-3	-4	EPS (元)	0.34	0.63	0.82	1.15
其他非流动负债	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	180	284	779	823	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股本	200	200	200	200	营业收入	-6.9%	66.3%	57.1%	67.2%
资本公积	831	831	831	831	营业利润	5.3%	101.1%	28.7%	41.0%
留存收益	109	206	369	599	归属于母公司净利润	16.2%	85.1%	29.0%	40.9%
归属母公司股东权益	1140	1236	1400	1630	获利能力				
负债和股东权益	1322	1521	2180	2454	毛利率(%)	35.5%	33.4%	32.7%	29.7%
现金流量表					净利率(%)	23.1%	25.7%	21.1%	17.8%
单位:百万元					ROE(%)	6.0%	10.2%	11.7%	14.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	26.0%	14.8%	13.4%	17.5%
经营活动现金流	35	60	86	86	偿债能力				
净利润	68	127	163	230	资产负债率(%)	13.6%	18.6%	35.7%	33.5%
折旧摊销	4	15	35	45	净负债比率(%)	45.46%	48.23%	70.99%	54.35%
财务费用	6	-25	-4	7	流动比率	6.71	3.56	1.66	1.95
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	6.36	3.40	1.59	1.88
营运资金变动	-42	-64	-120	-217	营运能力				
其他经营现金流	2	8	11	21	总资产周转率	0.35	0.35	0.42	0.56
投资活动现金流	-33	-407	-406	-6	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	31	400	400	0	应付账款周转率	4.81	6.05	5.93	6.13
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1	-7	-6	-6	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.63	0.82	1.15
筹资活动现金流	887	50	419	-112	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.30	0.43	0.43
短期借款	9	57	417	-104	每股净资产(最新摊薄)	5.70	6.18	7.00	8.15
长期借款	-3	-1	-2	-1	估值比率				
普通股增加	125	0	0	0	P/E	68.13	36.81	28.54	20.26
资本公积增加	753	0	0	0	P/B	4.09	3.77	3.33	2.86
其他筹资现金流	3	-6	4	-7	EV/EBITDA	45	27	17	12
现金净增加额	890	-297	99	-33					

q 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。

q 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。