

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

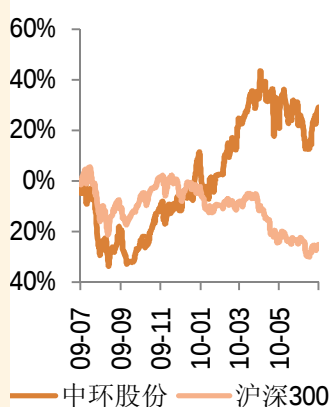
Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com



基本数据(07.20)

收盘价(元)	12.60
总股本(百万股)	483
流通股本(百万股)	255
总市值(亿元)	60.84
流通市值(亿元)	32.14
PE TM	-57.96
每股净资产	2.87

评级：增持
目标价：15元

投资要点

- 公司公告重大合同。**公司昨日公布重大合同，全资子公司环欧公司与常州灵晶和宁波天琪分别签订了5.39亿元和2.304亿元的单晶硅片销售合同。合同期限为2010年7月至2011年12月，将直接带动公司的销售增长。
- 环欧公司的区熔技术领先。**拉制单晶有坩埚直拉法和区熔法两种。直拉法因使用石英坩埚而不可避免地引入一定量的氧，对大多数半导体器件来说影响不大，但对高效太阳能电池，氧沉淀物是复合中心，会降低材料的寿命。区熔法可以获得高纯无缺陷单晶，属于高端的单晶硅产品，而环欧公司的区熔单晶业务占据了国内市场的70%，全球市场的12%，毛利率达到了35.45%。
- 增发计划持续扩产，专注硅片产业环节。**环欧公司目前产能达到了直拉单晶300吨、区熔单晶150吨的规模。控股80%的中环光伏则利用航天机电下属内蒙古神舟硅业的多晶硅配套优势，拟建设800~1000MW的硅片生产线。一期项目预计在2010年8月进行验收，形成单晶产能110MW，晶片产能50MW。增发计划投入二期工程，将新增390MW晶体产能(其中单晶增加290MW，铸锭多晶增加100MW)、晶片产能150MW，并形成内部石英坩埚配套。
- 研制成功双轴跟踪器，未来或将形成规模。**公司5月自主研发成功了太阳能双轴跟踪器，相比于固定装置可将增加约30%的发电量，比国外产品有35%的价格优势。目前产品已在徐州使用，9月将在山西投入使用，价格在6元/瓦以下。我们认为，随着大型电站的开建以及CPV和CSP的商业化起步，未来市场对于跟踪系统的需求将快速放大，此业务成长空间广阔，有望成为公司具有核心竞争力的产品之一。
- 给予公司增持评级。**我们根据分业务业绩预测，认为公司未来三年的EPS为0.10、0.38和0.58元，对应当前PE为121、33和22倍，估值合理，给予公司增持评级，目标价15元。公司09年新增长期负债导致资产负债率较高，如能顺利增发，财务费用有望适当降低，EPS约可提升0.05元左右。

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	557	998	1603	2102
收入同比(%)	-34%	79%	61%	31%
归属母公司净利润	-91	50	182	278
净利润同比(%)	-165%	-45%	262%	53%
毛利率(%)	2.6%	19.0%	21.5%	21.9%
ROE(%)	-6.5%	3.5%	11.2%	14.6%
全面摊薄每股收益(元)	-0.19	0.10	0.38	0.58
P/E	-66.51	121.18	33.45	21.86
P/B	4.35	4.20	3.73	3.19
EV/EBITDA	409	45	22	16

表 1、公司分业务业绩预测(百万元)

项目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他	收入	201.70	441.52	330.46	413.08	454.38	477.10
	YOY		118.90%	-25.15%	25.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	32.02%	34.08%	3.03%	20.00%	20.00%	20.00%
直拉单晶	收入	217.75	137.09	96.20	195.00	285.00	420.00
	YOY		-37.04%	-29.83%	102.70%	46.15%	47.37%
	毛利率	39.59%	35.43%	23.67%	25.00%	25.00%	25.00%
直拉硅片	收入	272.58	262.80	130.01	390.00	770.00	1,018.00
	YOY		-3.59%	-50.53%	199.98%	97.44%	32.21%
	毛利率	29.77%	21.49%	-13.94%	15.00%	20.00%	20.00%
IGBT 项目	收入					93.60	187.20
	YOY						100.00%
	毛利率					30.00%	30.00%
	合计收入	692.03	841.41	556.67	998.08	1,602.98	2,102.30
	合计成本	460.09	585.89	542.01	808.21	1,258.78	1,642.12

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	950	1132	1502	1970	营业收入	557	998	1603	2102
现金	413	473	502	842	营业成本	542	808	1259	1642
应收账款	126	180	344	329	营业税金及附加	-1	2	1	2
其他应收款	1	2	3	4	营业费用	10	15	26	33
预付账款	171	228	369	475	管理费用	56	61	59	60
存货	208	194	196	205	财务费用	28	58	57	49
其他流动资产	31	55	88	116	资产减值损失	33	27	29	29
非流动资产	1708	1652	1588	1522	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	13	9	10	10
固定资产	1041	1176	1208	1190	营业利润	-99	36	182	297
无形资产	14	13	13	13	营业外收入	9	18	15	16
其他非流动资产	654	462	367	319	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2659	2783	3090	3492	利润总额	-90	54	197	313
流动负债	296	369	479	572	所得税	1	1	2	4
短期借款	155	166	163	164	净利润	-91	53	196	310
应付账款	127	161	266	340	少数股东损益	0	3	14	31
其他流动负债	14	41	51	68	归属母公司净利润	-91	50	182	278
非流动负债	837	836	836	836	EBITDA	17	151	303	414
长期借款	797	797	797	797	EPS (元)	-0.19	0.10	0.38	0.58
其他非流动负债	40	39	39	39	主要财务比率				
负债合计	1133	1205	1316	1408	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	128	131	145	176	成长能力				
股本	483	483	483	483	营业收入	-34.0%	79.3%	60.6%	31.1%
资本公积	692	692	692	692	营业利润	-170.5%	-63.5%	405.8%	63.0%
留存收益	223	273	455	733	归属于母公司净利	-164.6%	-45.0%	262.1%	53.0%
归属母公司股东权	1398	1448	1630	1908	获利能力				
负债和股东权益	2659	2783	3090	3492	毛利率(%)	2.6%	19.0%	21.5%	21.9%
现金流量表					净利率(%)	-16.4%	5.0%	11.4%	13.2%
单位:百万元					ROE(%)	-6.5%	3.5%	11.2%	14.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	-3.4%	4.4%	10.4%	15.1%
经营活动现金流	32	95	80	378	偿债能力				
净利润	-91	53	196	310	资产负债率(%)	42.6%	43.3%	42.6%	40.3%
折旧摊销	88	56	64	67	净负债比率(%)	86.68%	82.73%	75.38%	70.56%
财务费用	28	58	57	49	流动比率	3.21	3.07	3.13	3.45
投资损失	-13	-9	-10	-10	速动比率	2.36	2.50	2.69	3.06
营运资金变动	-12	-49	-264	-38	营运能力				
其他经营现金流	33	-14	38	1	总资产周转率	0.24	0.37	0.55	0.64
投资活动现金流	-535	9	10	10	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	480	0	0	0	应付账款周转率	5.36	5.61	5.90	5.42
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-55	9	10	10	每股收益(最新摊薄)	-0.19	0.10	0.38	0.58
筹资活动现金流	663	-44	-62	-48	每股经营现金流(最	0.07	0.20	0.17	0.78
短期借款	-34	11	-4	1	每股净资产(最新摊	2.89	3.00	3.38	3.95
长期借款	697	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-66.51	121.03	33.43	21.85
资本公积增加	-9	0	0	0	P/B	4.35	4.20	3.73	3.19
其他筹资现金流	8	-55	-58	-49	EV/EBITDA	409	45	22	16
现金净增加额	160	61	28	340					

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。