

加大光伏产业投入

横店东磁 (002056)

评级: 买入 (维持)

股价: 17.47 元

目标价位: 23.19 元

调研报告

2010 年 7 月 26 日 星期一

TMT 小组

袁 琤 (证书编号: S0630210040002)

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	27.05
升值潜力 (%)	33%
目标价确定日期:	2010-7-26

重要数据

总股本(亿股)	4.1
流通股本(亿股)	4.1
总市值(亿元)	71.6
流通市值(亿元)	71.6

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	9.5	8.1
3 个月	-5.8	7.0
6 个月	-6.2	8.1

个股相对上证综指走势图

相关报告

《磁性材料霸主向新能源进军》

2010 年 1 月 14 日

投资要点

事件: 公司公告投资 8.7 亿, 年产 300MW 的晶体硅电池片和 50MW 组件项目。我们电话调研公司董秘。

□ **加大光伏投资力度。** 公司投资 8.7 亿, 年产 300MW 的晶体硅电池片 (包括 200MW 多晶硅电池片和 100MW 的单晶硅电池片)。建成以后年销售收入为 31 亿元, 年利润总额 3 亿元。项目工程从 2010 年 6 月开始, 2012 年 5 月建成, 历时 2 年。

□ **项目分析和预测。** 我们预计电池片的项目进展较快, 特别是单晶电池片, 已经有 09 年项目陆续达产, 属于技术复制型。组件下游配套较小, 主要是由于公司新进入该行业, 终端客户还在拓展中, 未来随着客户的拓展和品牌的形成, 组件产能有望进一步扩大。未来公司将形成多晶、单晶并存, 实现硅片——电池片——组件一条龙系列。

□ **2009 年 10 月的单晶硅电池片项目, 投产情况良好。** 2009 年 10 月公司投资 2.6 亿, 100MW 的单晶硅电池片项目。总共分 4 条线, 2010 年 3 月第一条线投产, 5、6 月间第二条线投产, 预计 8 月后还有 2 条线会投产。目前光伏下游需求旺盛, 如果四条线的 100MW 全部开满, 预计月收入在 8000 万左右, 净利润率应该在 8% 左右, 满产的情况年收入 9.6 亿, 利润总额为 8982 万, 净利润预计应该在 7000-8000 万。上半年来自太阳能的税前利润在 1000 万左右, 预计下半年开工较好, 利润进一步释放。另有 100MW 的单晶硅片的项目估计达产时间上较晚, 目前已经完成单晶炉的采购等工作。

□ **高端磁性材料投资项目。** 公司同时公告了 6000 吨 MnZn 铁氧体和 8000 吨粉料项目。项目投资 1.38 亿, 达成后销售收入 1.38 亿, 年利润总额 3404 万, 我们对公司这个项目表示乐观。

□ **盈利预测。** 我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.61 元和 0.77 元和 1.01 元, 基于公司良好的基本面和未来在新能源领域的发展前景, 给予 2011 年 30 倍 PE, 目标价格 23.19 元, 买入评级。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,590	1,350	1,970	3,091	4,461
增长率	2.5%	-15.1%	45.9%	56.9%	44.3%
营业利润(百万元)	173	181	285	354	461
增长率	-22.1%	4.7%	57.3%	24.5%	30.3%
净利润(百万元)	149	162	251	318	414
增长率	-15.8%	8.6%	54.6%	26.5%	30.4%
每股净资产(元)	5.53	5.87	6.42	7.08	7.96
每股收益(元)	0.36	0.40	0.61	0.77	1.01
市盈率(P/E)	78.7	72.5	46.9	37.1	28.4
市净率(P/B)	5.2	4.9	4.5	4.0	3.6
ROE(%)	6.6	6.7	9.5	10.9	12.7
EV/EBITDA	10.2	21.8	38.1	31.1	24.6
息率(%)	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%

1. 加大光伏投资项目

300MW 太阳能电池片和 50MW 组件项目。7 月 26 日公司公告投资 8.7 亿，年产 300MW 的晶体硅太阳能电池片和 50MW 组件项目。300MW 的晶体硅电池片包括 200MW 多晶硅太阳能电池片和 100MW 的单晶硅太阳能电池片。建成以后年销售收入为 31 亿元，年利润总额 3 亿元。项目工程从 2010 年 6 月开始，2012 年 5 月建成，历时 2 年。

项目分析和预测。由于公司去年已经在太阳能单晶硅电池片投资 100MW 的项目，项目进度良好且下游需求旺盛，促使公司进一步扩大光伏行业的投资。我们预计电池片的项目进展较快，特别是单晶电池片，原来的项目已经陆续达产，属于技术复制型。单晶硅片的项目估计达产时间上较晚，目前已经完成单晶炉的采购等工作，现在公司直接向外购买硅片，再加工成电池片。至于 50MW 的组件项目，对于 300MW 的电池片而言，下游配套较小。主要是由于公司新进入该行业，终端客户还在拓展中，目前是把电池片卖给浙江地区的组件厂商，再由他们加工成组件后卖给终端客户。未来随着客户的拓展和品牌的形成，组件上的产能有望进一步扩大。

对于 300MW 全部达产后 31 亿计算，大概每瓦 10 元左右。根据目前太阳能市场价格，由于需求紧张，组件的价格大概在 15 元/瓦，电池片在 12-13 元/瓦。而 3-4 月份的时候组件价格为 12 元/瓦，电池片在 10 元/瓦。基本上 10 元每瓦属于未来一段时间内的合理水平估算。

2. 2009 年单晶硅电池片和单晶硅片项目

2009 年 10 月的单晶硅电池片项目，目前投产情况良好。2009 年 10 月公司投资 2.6 亿，100MW 的单晶硅电池片项目。总共分 4 条线，2010 年 3 月第一条线投产，5、6 月间第二条线投产，预计 8 月后还有 2 条线会投产。目前光伏下游需求旺盛，公司客户主要是浙江地区的太阳能厂商。如果四条线的 100MW 全部开满，预计月收入在 8000 万左右，净利润率应该在 8%左右，满产的情况年收入 9.6 亿，利润总额为 8982 万，净利润预计应该在 7000-8000 万。上半年来自太阳能的税前利润在 1000 万左右。预计下半年开工较好，进一步释放利润。

2010 年 3 月单晶硅片项目。公司计划投资 3.1 亿的 100mw 单晶硅片，为自己的单晶硅电池片配套提供单晶硅片，属于其上游环节，此项目在河南。目前已经完成单晶炉采购等工作，预计进度没有电池片快。

目前公司的总共投资有三大项目，如下表所示，基本覆盖了多晶硅电池片、单晶硅电池片、单晶硅片和组件。未来公司可能还会投资多晶硅片，为自己的多晶硅电池片提供上游材料，打通整个产业链。形成多晶、单晶并存，实现硅片——电池片——组件一条龙的系列。

表 1. 公司在太阳能方面的投资项目情况

项目时间	投资方向	达产产量	投资金额	满产后收入预测	满产后利润总额预测	达产时间
2009 年 10 月	单晶硅电池片	100MW	2.6 亿	10 亿	9468 万	2010 年内
2010 年 3 月	单晶硅片	100MW	3.1 亿	5.4 亿	8982 万	2012 年 3 月
2010 年 7 月	多晶硅电池片、 单晶硅电池片、 组件	200MW 多晶硅 电池片、100MW 单晶硅电池 片、50MW 组件	8.7 亿	31 亿	3 亿	2012 年 5 月

资料来源：公司公告

3. 竞争优势在新能源领域的复制

横店东磁原来主营磁性材料。目前公司大力投资新能源项目，原因有如下：
首先，新能源市场足够大。特别是光伏市场前景广泛，未来增速高，虽然电池片这一环门槛相对低，竞争相对激烈，不过庞大的市场使得有实力的竞争者都可以来分一杯羹。公司也可以发挥后发优势。

其次，公司的优势在于精细的生产管理和优秀的成本控制，在众多竞争者中树立自己的品牌。公司地处东阳，发展磁性材料之时，一无技术优势、人才优势，二无地理优势，凭借踏实肯干的精神和精益求精的生产管理，做到磁性材料老大，同样的磁材可以做到比人家毛利率高 10 个点。电池片领域的竞争和模式与磁材以前的情况也类似，我们相信公司也可以复制低调务实的优势，在太阳能领域开辟一片天地。同时公司也可以利用江浙地区太阳能领域的良好的产业群优势。

4. 高端磁性材料投资项目

公司同时公告了 6000 吨 MnZn 铁氧体和 8000 吨粉料项目。项目投资 1.38 亿，达成后销售收入 1.38 亿，年利润总额 3404 万，预计在 2011 年 12 月达产。锰锌铁氧体属于高端的磁性材料。目前中国的中低档磁性材料占据全球 60% 的市场，而在高端领域的替代空间仍存在，原来高端市场基本在日本等国。

我们对公司这个项目表示乐观，公司本身在磁性材料领域积累了丰富的经验，已经是全球很多 500 强公司的材料供应商。磁性材料行业即使在经济危机中也保持了高毛利，下游客户的粘性也强，规模效益较好。磁性材料业务属于公司现金流业务，为公司在新能源领域的发展打下基础。

5. 盈利预测

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.61 元和 0.77 元和 1.01 元，基于公司良好的基本面和未来在新能源领域的发展前景，给予 2011 年 30 倍 PE，目标价格 23.19 元，买入评级。

6. 风险因素

光伏项目进展低于预期，光伏市场受政策影响因素。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,590	1,350	1,970	3,091	4,461
增长率	2.5%	-15.1%	45.9%	56.9%	44.3%
营业利润(百万元)	173	181	285	354	461
增长率	-22.1%	4.7%	57.3%	24.5%	30.3%
净利润(百万元)	149	162	251	318	414
增长率	-15.8%	8.6%	54.6%	26.5%	30.4%
每股净资产(元)	5.53	5.87	6.42	7.08	7.96
每股收益(元)	0.36	0.40	0.61	0.77	1.01
市盈率(P/E)	78.7	72.5	46.9	37.1	28.4
市净率(P/B)	5.2	4.9	4.5	4.0	3.6
ROE(%)	6.6	6.7	9.5	10.9	12.7
EV/EBITDA	10.2	21.8	38.1	31.1	24.6
息率(%)	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122