

2010-08-10

电力设备与新能源

海通集团 600537.SH

重组获审批，优质资产注入临近

◇ 事件：海通集团重大事项进展公告

◆公司重组获得商务部批准，优质光伏资产注入可期

公司今日公告称，商务部原则同意常州亿晶光电与海通集团的股权置换。尽管证监会的审核尚需时日，但由于此次重组并不融资，过会可能性较大。我们相信对资产注入的漫长等待可能即将得到回报。

本次重组若能成功，上市公司将拥有常州亿晶光电 100% 的股权，并因此成为纵向一体化的大型光伏企业。亿晶光电在国内光伏市场中竞争优势突出：1) 纵向一体化整合生产的模式，成本控制和质量控制均强；2) 管理层结构紧凑，决策、执行效率高。在市场景气周期易于实现快速发展。公司在 2010 年产能由 200MW 扩张至 400MW，三年内计划扩至 1GW，加入国内光伏行业第一梯队。

◆今年上半年光伏现货供应紧张，未来持续景气可期

今年以来，受高投资回报率吸引，欧洲光伏市场持续升温。目前供给端现货市场已出现惜售的现象，多晶硅、硅片、电池片、组件价格均呈现极强的走势。目前包括亿晶光电在内的国内大厂全年满产基本定局。我们认为光伏市场将持续景气的重要支撑：1) 支持光伏市场的国家由个别国家扩展到全球众多经济体；2) 平价上网的临近使得光伏发电迎来大规模商业化运营的曙光；3) 光伏在未来 10 年中成本领先优势加强，将成为新能源发展的主要技术手段。

◆全球光伏市场获得增长契机，中国光伏产业受益最大

随着德国、意大利、美国和捷克等国新增安装量有望在去年的基础上大幅上涨，多家权威研究机构不断上调预测的今年新增装机容量。2010 年将增长 90% 至 12.2GW。未来 3 年中，新增装机复合增速 40%；考虑价格下降因素，太阳能电池市场容量复合增速 33%。多晶硅价格将维持相对低位，薄膜等替代技术的成本优势不再，晶硅电池主流地位加强。中国公司将能够因成本优势的加强和国内外市场的爆发而不断扩大市场份额，确立优势市场优势。

◆10 年市盈率不足 24 倍，未来复合增速超过 30%，给予买入评级

据当地媒体报导，上半年亿晶光电实现销售额近 15 亿元，利润 3.5 亿元。全年 38 亿元的销售目标有望超过。而公司新增产能 3 季度放量，预计下半年出货量将是上半年的 1.5 倍。而由于下半年组件出厂价小幅上扬，预计均价不低于上半年水平，而成本基本稳定，所以公司下半年业绩将显著好于上半年。根据注入方案全面摊薄后，全年 EPS 应在 1.2 元以上，对应 24 倍市盈率。根据我们上文分析，预计公司未来 3 年将跑赢行业增长，即收入增速超过 30%，其合理估值应该不低于 2010 年 30 倍。目前价值显著低估，建议买入，目标价 36 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	396	388	4,200	5,244	6,554
营业收入增长率	4.95%	-2.03%	983.08%	24.87%	24.97%
净利润(百万元)	6	2	599	723	856
净利润增长率	-71.49%	-59.28%	25086%	20.62%	18.50%
EPS(元)	0.01	0.00	1.23	1.49	1.76
ROE(归属母公司) (摊薄)	1.19%	0.48%	18.63%	21.78%	24.96%
P/E	2,350	5,771	23	19	16
P/B	28	28	4	4	4

维持

买入

当前价格	28.26 元
目标价格	36.00 元
目标期限	6 个月

电力设备与新能源行业分析师：

王海生(执业证书编号：S0930210070003)

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

袁 瑶(执业证书编号：S0930210070004)

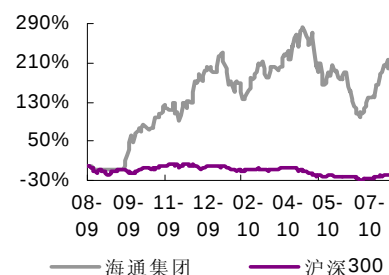
021-22169112

yuan Yao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	230
总市值(百万元)	6,501
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	35.58/7.59
近 3 月日均成交量(百万股)	6.26
主要股东	陈龙海

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	30.48	-5.27	251.53
绝对收益	37.49	-5.42	231.21

相关报告：

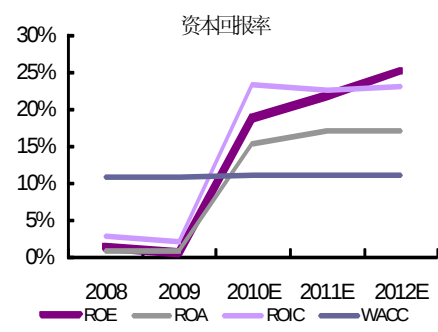
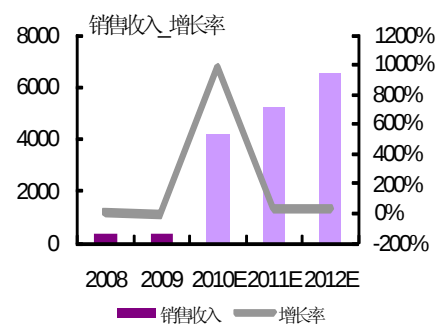
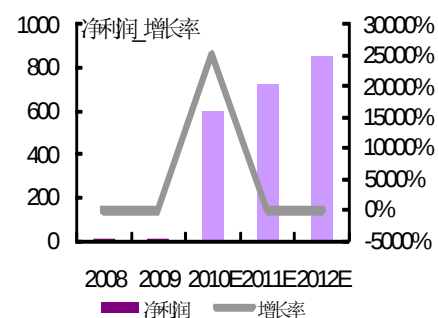
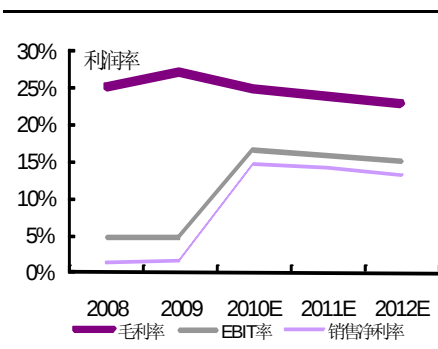
20100510-光大证券-欧盟救助计划，也救了
中国光伏业..... 2010-05-10
20091113-光大证券-金太阳正式启动，规模超
过初始规划

.....2009-11-13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	396	388	4,200	5,244	6,554
营业成本	296	282	3,155	3,987	5,047
折旧和摊销	34	-183	3	4	6
营业税费	1	2	42	52	66
销售费用	30	37	109	147	170
管理费用	48	48	126	210	262
财务费用	24	20	6	-4	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	1	1	1
营业利润	-7	-5	692	836	981
利润总额	5	8	722	874	1,028
少数股东损益	0	4	22	20	17
归属母公司净利润	5.84	2.38	599.21	722.74	856.42

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	854	880	4,043	4,362	5,168
流动资产	200	319	3,283	3,513	4,243
货币资金	14	68	1,390	1,161	1,311
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	20	29	987	1,232	1,540
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	7	55	63	72
存货	137	136	621	785	995
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	157	142	143	143	143
固定资产	363	374	415	455	479
无形资产	57	35	33	31	30
总负债	358	363	779	976	1,652
无息负债	46	46	779	976	1,361
有息负债	312	317	0	0	291
股东权益	496	517	3,264	3,386	3,517
股本	230	230	486	486	486
公积金	220	219	2,182	2,294	2,425
未分配利润	39	42	548	538	521
少数股东权益	7	26	48	68	85

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	58	68	-432	438	639
净利润	6	2	599	723	856
折旧摊销	34	-183	3	4	6
净营运资金增加	-29	67	1,671	472	456
其他	47	182	-2,705	-762	-680
投资活动产生现金流	-35	-9	-49	-49	-29
净资本支出	-57	-38	50	50	30
长期投资变化	157	142	0	0	0
其他资产变化	-135	-114	-99	-99	-59
融资活动现金流	-26	-15	1,803	-618	-459
股本变化	0	0	256	0	0
债务净变化	7	6	-317	0	291
无息负债变化	-8	0	733	196	385
净现金流	-3	44	1,322	-229	150

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.95%	-2.03%	983.08%	24.87%	24.97%
净利润增长率	-71.49%	-59.28%	25086.80%	20.62%	18.50%
EBITDA 增长率	-25.62%	-415.02%	-523.69%	19.51%	18.82%
EBIT 增长率	-45.02%	-3.24%	3747.82%	19.34%	18.74%
估值指标					
PE	2,350	5,771	23	19	16
PB	28	28	4	4	4
EV/EBITDA	129	-41	19	16	14
EV/EBIT	360	372	19	16	14
EV/NOPLAT	350	470	22	19	17
EV/Sales	17	17	3	3	2
EV/IC	9	10	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	25.30%	27.33%	24.87%	23.98%	22.99%
EBITDA 率	13.23%	-42.55%	16.64%	15.93%	15.15%
EBIT 率	4.73%	4.67%	16.58%	15.85%	15.06%
税前净利润率	1.32%	2.04%	17.20%	16.67%	15.69%
税后净利润率 (归属母公司)	1.48%	0.61%	14.27%	13.78%	13.07%
ROA	0.63%	0.71%	15.36%	17.04%	16.91%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.19%	0.48%	18.63%	21.78%	24.96%
经营性 ROIC	2.70%	2.04%	23.29%	22.56%	22.89%
偿债能力					
流动比率	0.57	0.88	4.22	3.61	2.57
速动比率	17.87%	50.87%	342.43%	280.20%	196.89%
归属母公司权益/有息债务	1.57	1.55	-	-	11.80
有形资产/有息债务	2.55	2.65	-	-	17.66
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.00	1.23	1.49	1.76
每股红利	0.00	0.00	1.28	1.53	1.80
每股经营现金流	0.12	0.14	-0.89	0.90	1.31
每股自由现金流(FCFF)	0.22	-0.04	-2.16	0.42	0.78
每股净资产	1.01	1.01	6.62	6.83	7.06
每股销售收入	0.81	0.80	8.64	10.79	13.49

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，任电力设备及新能源行业分析师。多年跨国公司市场、销售管理工作经验。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008 年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

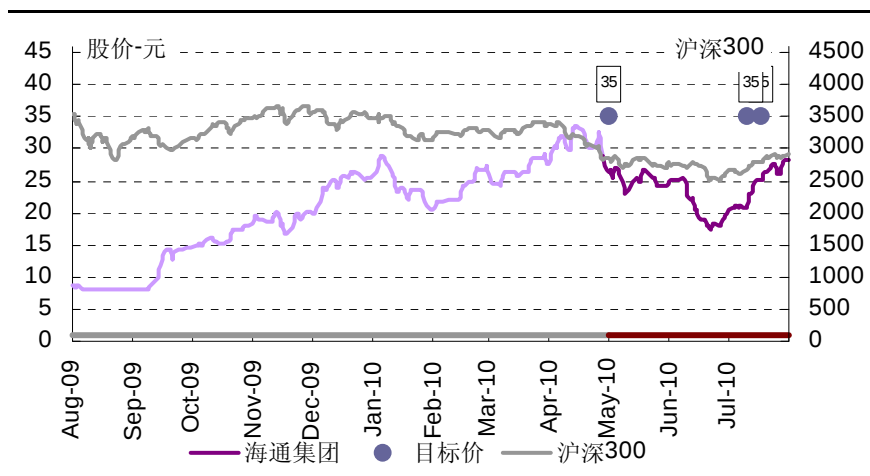
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

海通集团（600537）

分析师：王海生



日期	股价	目标	评级
2010-05-10	28.93	35.00	买入
2010-07-19	21.20	35.00	买入
2010-07-26	24.78	35.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。