

2010 年 09 月 16 日

电气设备

公司调研报告

收盘价: 34.01 元

目标价: 49.5 元

海通集团(600537)

亮点在于垂直一体化和品牌优势

投资评级: 买入(首次评级)
钢铁产业及下游研究小组: 陈亮

执业证书编号: S0890210060003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

联系人:

电话:

邮箱:

公司基本数据

总股本(万股)	23003.40
流通 A 股/B 股(万股)	23003.40/0.00
资产负债率(%)	0.41
每股净资产(元)	2.14
市净率(倍)	16.39
净资产收益率(加权)	0.49
12 个月内最高/最低价	35.6/8.77

股价走势图



相关研究报告

◎事件:

9 月 14 日, 我们调研了海通集团, 与高管就行业未来发展和公司具体发展战略进行了深入的交谈, 并参观了公司生产线现场。

◎投资要点:

◆ **欧洲市场总体依旧看好。**出于市场体制和实际需求的原因, 原本市场较为担心的德国设置装机容量上限的情况不太可能发生。捷克、法国、意大利等国家的装机容量扩张很可能成为新的亮点。美国市场存在一定的不确定性。国内市场的快速成长可期待。

◆ **垂直一体化是公司的重要优势。**从拉单晶到电池组件的垂直一体化对于平滑原材料价格波动的影响有重要作用, 具体表现为公司 2010 年单月的毛利率从未低于 30%。从国际市场上看, 仅有河北英利、天合光能、REC 和本公司一体化程度较高, 而上述公司在金融危机中毛利率水平均保持良好。A 股市场中实现垂直一体化的光伏企业目前唯有公司一家。进一步的产业链扩展方面, 电站建设过于占用资金, 公司进入的可能性不大, 而上游多晶硅则待技术进一步稳定后可以考虑。

◆ **品牌优势体现明显。**基于公司在生产规模和行业积累, 在传统大厂 REC 在美设厂之初就取得了多晶硅供应长单。目前公司的多晶硅长单在公司总体多晶硅需求中占一半左右, 在原材料成本环节取得优势。在公司产品售价方面, 目前公司组件价格在 1.35-1.4 欧元/瓦, 仅略逊于无锡尚德和天合光能。

◆ **公司出货量快速增长。**公司今年的产能 400M, 产量在 280M 到 300M 之间, 明年产量预计增长至 500M。公司整体的产能和产量增长速度略超过行业总体增长速度, 显示公司的市场增长率还将略有提升。

◆ **良好的工艺和生产线控制。**目前公司硅片切割厚度在 160um 至 180um 之间, 达到业内先进水平。硅片切割环节的硅料损失在 30% 左右。硅片切割在厚度方面还有一定的下降空间, 但需要硅片质量的提高做为保证。公司废料已经可以做到近 20 次左右的循环利用。

◆ **预测公司 2010、2011、2012 年 eps 分别为 1.05、1.65、2.38 元。**以 2011 年 30 倍 PE 计, 则目标价位为 49.5 元, 给予“买入”评级。

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	388	3800	5510	7163
同比增速(%)	-2%	880%	45%	30%
净利润(百万)	2	509	802	1158
同比增速(%)	-59%	21285%	58%	44%
每股盈利(元)	0.01	1.05	1.65	2.38
市盈率(倍)	3391.92	33.50	21.24	14.72

(财务报表预测见后页)

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	319	1493	1545	2905
现金	68	667	967	1258
应收账款	29	275	93	295
其它应收款	7	109	27	173
预付账款	6	51	119	206
存货	136	342	291	414
其他	73	50	49	559
非流动资产	561	1744	2597	3350
长期投资	142	142	142	142
固定资产	374	1020	1881	2656
无形资产	35	32	23	11
其他	10	549	550	541
资产总计	880	3237	4142	6254
流动负债	361	1953	2198	3289
短期借款	312	1427	1840	2476
应付账款	33	481	301	735
其他	16	46	56	78
非流动负债	2	-4	-10	-15
长期借款	0	-5	-11	-16
其他	2	1	1	1
负债合计	363	1949	2188	3274
少数股东权益	26	32	41	55
股本	230	486	486	486
资本公积金	189	189	189	189
留存收益	72	581	1238	2250
归属母公司股东权益	491	1256	1913	2925
负债和股东权益	880	3237	4142	6254

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	68	656	1197	937
净利润	6	515	812	1172
折旧摊销	36	65	140	227
财务费用	20	242	162	132
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	1	-169	83	-596
其它	1	2	-1	2
投资活动现金流	-9	-1189	-993	-1001
资本支出	15	1211	1002	1003
长期投资	-15	1	0	-0
其他	-9	23	9	2
筹资活动现金流	-15	1132	96	354
短期借款	43	1115	413	636
长期借款	-5	-5	-6	-5
普通股增加	0	256	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-53	-233	-311	-276
现金净增加额	44	599	300	290

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	388	3800	5510	7163
营业成本	282	2546	3857	5014
营业税金及附加	2	20	31	40
营业费用	37	133	182	222
管理费用	48	247	314	365
财务费用	20	242	162	132
资产减值损失	1	8	12	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	-5	604	952	1375
营业外收入	13	6	9	11
营业外支出	0	4	6	8
利润总额	8	606	955	1379
所得税	2	91	143	207
净利润	6	515	812	1172
少数股东损益	4	6	10	14
归属母公司净利润	2	509	802	1158
EBITDA	51	911	1254	1734
EPS（元）	0.01	1.05	1.65	2.38

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.0%	880.0%	45.0%	30.0%
营业利润	-174.1%	11734.3%	57.8%	44.4%
归属母公司净利润	-59.3%	21285.1%	57.7%	44.3%
获利能力				
毛利率	27.3%	33.0%	30.0%	30.0%
净利率	0.6%	13.4%	14.6%	16.2%
ROE	0.5%	40.5%	42.0%	39.6%
ROIC	2.2%	38.5%	35.9%	32.0%
偿债能力				
资产负债率	41.3%	60.2%	52.8%	52.4%
净负债比率	87.35%	73.76%	84.18%	75.53%
流动比率	0.88	0.76	0.70	0.88
速动比率	0.50	0.59	0.57	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.45	1.85	1.49	1.38
应收帐款周转率	16	25	30	37
应付帐款周转率	9.26	9.91	9.86	9.68
每股指标(元)				
每股收益	0.01	1.05	1.65	2.38
每股经营现金	0.30	1.35	2.46	1.93
每股净资产	2.14	2.58	3.94	6.02
估值比率				
P/E	3391.92	33.50	21.24	14.72
P/B	16.42	13.57	8.91	5.83
EV/EBITDA	159.92	9.00	6.54	4.73

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 报告发布日后的6个月内的行业或公司的涨跌幅相对于同期的沪深300的涨跌幅为基准;

- 行业投资建议的评级标准

强于大市 : 相对沪深300指数涨幅10%以上;

中性 : 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%;

弱于大市 : 相对沪深300指数跌幅10%以上;

- 股票投资建议的评级标准

买入 : 相对沪深300指数涨幅20%以上;

持有 : 相对沪深300指数涨幅10-20%;

中性 : 相对沪深300指数涨幅-10-10%;

卖出 : 相对沪深300指数涨幅-10%以上;

机构业务部咨询经理

上海
陈康菲
021 -5012 2485
139 1717 5055

北京
程楠
010 -6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月
0755-3665 9385
158 1689 6912

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“华宝证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。