

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

中期关注产能扩张，远期期待拓展上下游产业链

事件描述

我们今日调研了东方日升，与财务负责人、董秘做了交流，要点如下：

- 太阳能电池片及组件业务带动公司快速成长；公司光伏组件目前转换效率为 16.7%，电池片成品率约为 95%，单条生产线的日产能约为 2.8 万片；
- 手握巨资，公司有望进一步扩张，我们预计 2010-2012 年的产能约为 135MW、250MW、335MW；
- 进军上下游是维持应对激烈竞争的有效措施，我们认为公司有望进入下游电站建设及上游拉晶、切片行业；
- 太阳能灯具提高公司材料利用率，我们预计公司今年销售太阳能灯具 1000 套，明年销售 1500 套。
- 现货采购模式使得公司毛利率波动较大，我们预计公司 4 季度毛利率将会出现较大下滑。

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.28、1.82、2.33 元，对应当前股价的市盈率为 36、25、20 倍，给予“谨慎推荐”评级。

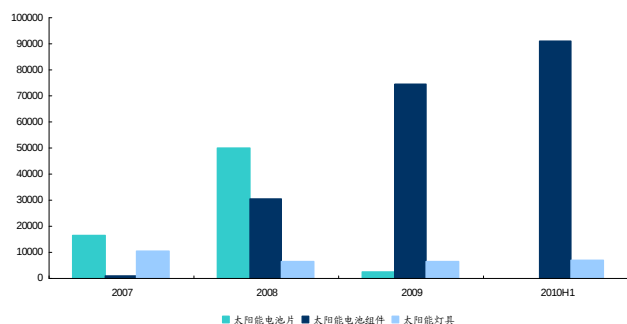
事件评论

第一，太阳能电池片及组件业务带动公司快速成长

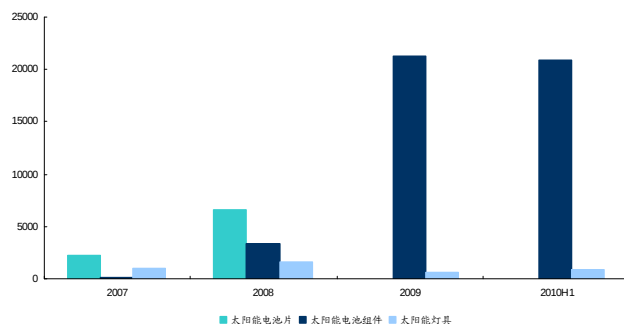
东方日升主要从事晶体硅太阳能灯具、电池、组件的生产和销售的一家民营企业，林海峰任董事长兼总经理。产品达到 IEC 标准和 EN 标准，太阳能组件产品已取得德国的 TUV 认证、意大利的 RINA 认证、法国的 CE 认证、美国 UL 认证、英国 MCS 认证和澳大利亚 CEC 认证，可以在欧盟、澳洲、美国、加拿大等认可上述认证的广大地区范围内销售。同时，发行人已经获得中国的金太阳认证证书，并已获准承建 1.5MW 金太阳示范工程项目、承建 0.5MW 太阳能光电建筑应用示范项目，

2008 年公司的组件产品通过 TUV 认证之后，公司以销售组件为主，电池片的收入逐渐减少，电池片主要用作组件的原料。2010 年上半年组件产品销售收入 91,136.12 万元，组件以外销为主，外销收入占营业收入的比例为 92.23%。外销市场主要为德国，其余为意大利、瑞士、法国、澳大利亚比利时和奥地利等国家，德国目前为发行人组件产品的主要销售地区。公司从太阳能灯具进入光伏行业，现在灯具也是公司收入和利润的补充。

公司光伏组件目前转换效率为 16.7%，电池片成品率约为 95%，单条生产线的日产能约为 2.8 万片。

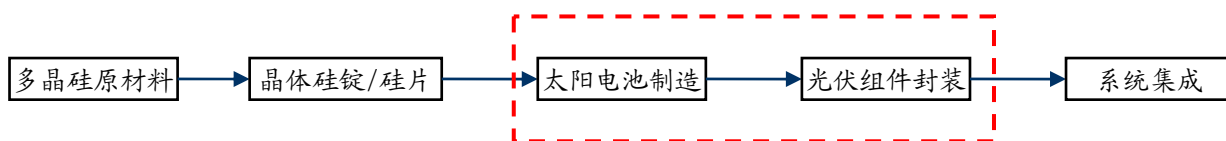
图 1：东方日升收入构成（万元）


资料来源：长江证券研究部

图 2：东方日升毛利构成（万元）


资料来源：长江证券研究部

太阳能光伏产业链由工业硅提炼、晶体硅提纯、硅棒/硅锭制造、硅片生产、电池片制造、电池组件封装、光伏系统组建以及相关专业配套设备和材料制造等多个环节组成。东方日升处于产业链条的中游，主要从事光伏电池片和组件的研发和生产。

图 3：晶体硅光伏电池产业链及东方日升所处环节


资料来源：长江证券研究部

经过近几年的快速发展，我国光伏企业逐步打破“两头在外”的不利局面，产业链日趋完整。尤其是中下游企业不断涌现。

表 1：2009 年多晶硅产业企业数及产量

生产环节	企业数	年产量
多晶硅材料	20	20000 吨
硅锭/硅片	60	4000 MW
太阳能电池	100	4000 MW
光伏组件	300	5000 MW

资料来源：《太阳能》，长江证券研究部

第二，手握巨资，公司有望进一步扩张

公司在 A 股成功发行 4500 万股，发行价为 42 元，共募集资金 189000 万元，扣除发行费用及募投资金后，目前在手约 133789 万元的超募资金。

公司对 2011 年海外光伏的需求十分乐观，因此我们认为公司在手握巨资的情况下有望进一步扩产提高组件产能。目前公司共有 3 条生产线，设计产能为 75MW，公司经过工艺提升后，实际产能为 110MW。公司募投项目为建设 3 条 25MW 的生产线，目前有 2 条线设备已到位，正在调试。另外一条生产线的设备已经订货，预计明年初到位。新增生产线用于生产多晶硅电池片，具有 8 寸电池片的生产能力。

根据公司招股书披露的募投项目预算，建设一条生产线的投资约为 1.5 亿元。我们认为结合海外光伏的旺盛需求以及公司的产能消化能力，我们预计公司有望再扩产 5~7 条生产线，我们假设公司扩产 6 条生产线，对应 2010-2012 年的产能约为 135MW、250MW、335MW。

表 2：东方日升组件产能情况估计

	2010	2011	2012
生产线（条）	3+2（新增）	5+7（新增）	12
组件产能（MW）	135	250	335

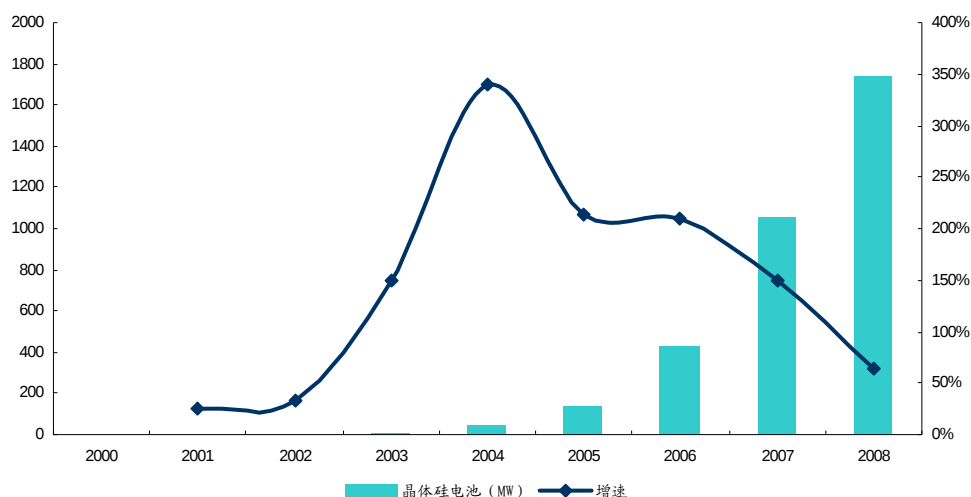
资料来源：长江证券研究部

此外，公司计划新增产能以生产 190W 的组件为主，由于产品以功率计价，这样可提高售价 5.6% 左右。

第三，进军上下游是维持应对激烈竞争的有效措施

截止 2009 年底，从事太阳能电池生产的企业达到 100 余家，年产能约为 5000MW_p。组件封装则是将晶体硅电池进行单片互连、封装，以保护电池。封装质量直接影响晶体硅光伏组件的使用寿命。组件封装业投资少且建设周期短，是我国目前整个光伏产业链中生产工艺最成熟、门槛最低、竞争最激烈的环节。

图 4：2001-2008 年中国晶体硅电池产量（MW）



资料来源：长江证券研究部

根据我们的了解，由于今年海外光伏市场的火爆，国内组件产能迅速扩张，公司面临的竞争将日益激烈。为保证毛利率不致大幅下滑，公司有望进入下游回报丰厚的海外电站系统集成。我们认为公司将产业连拓展至电站建设，不仅可以直接解决组件产品的销售问题，更能提高公司的盈利性。目前在捷克成功运行的光伏发电项目 IRR 可达 17%。

我们认为公司进军上游拉晶、切片行业也是明智之举。根据我们的了解，本轮海外需求旺盛带动的上游紧缺，瓶颈之处在于切片环节。由于 2008 年需求波动导致切片企业损失惨重，因此尽管目前需求回暖，但大多数切片企业并不敢轻易扩产。我们认为，如果公司能涉足切片环节，能保证公司的材料供应，稳定毛利率。

第四，太阳能灯具业务有效提高公司材料利用率

太阳能灯具生产企业主要集中在珠三角地区，由于竞争比较充分，行业毛利率水平不高。由于公司主要使用自身在生产太阳能电池片过程中所产生的低效片、残次碎片生产太阳能灯具，做到了废料循环利用，大大提高了原材料的利用率，使企业的太阳能灯具生产具备同行业无法比拟的成本优势。

此外，公司太阳能电池片的良品率约为 95%，5%的残次品全部结转至太阳能灯具的成本。因此，这也明显的提升了公司电池片产品的毛利率。我们预计公司今年销售太阳能灯具 1000 套，明年销售 1500 套。

第五，现货采购模式使得公司毛利率波动较大

公司硅片基本为现货采购，采购价格从今年 5 月份的每片 16 元上涨到现在的每片 21 元，成本压力较大。在消化完以前原料硅片的库存以后，我们预计今年 4 季度公司的毛利率会有较大的下滑。

我们认为，现货采购模式将使公司的毛利率波动较大，而且由于组件企业直面用户客户，难以提价将成本转嫁出去。在目前成本上升到通道中，公司的压力较大。

我们预计明年组件售价将呈现平稳趋势，或略有下滑。成本上涨幅度不会太大。因此公司毛利率将有小幅下滑。

盈利预测及风险提示

表 3：东方日升盈利预测（万元）

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电池片	收入（万元）	16,419.42	49,771.88	2,733.04	80.00	80.00	80.00
	收入增长率	na	203.13%	-94.51%	-97.07%	0.00%	0.00%
	销量（MW）	8.46	30.74	53.48	0.10	0.10	0.10
	单价（元/瓦）	19.41	16.19	8.11	8.00	8.00	8.00
	成本（万元）	14,172.49	43,179.17	2,707.20	62.40	64.00	65.60
	毛利率	13.68%	13.25%	0.95%	22.00%	20.00%	18.00%
组件	收入（万元）	800.56	30,391.96	74,411.74	162,000.00	242,000.00	335,000.00
	收入增长率	na	3696.34%	144.84%	117.71%	49.38%	38.43%
	销量（MW）	0.29	10.97	51.90	135.00	220.00	335.00
	单价（元/瓦）	27.61	27.70	14.34	12.00	11.00	10.00
	成本（万元）	703.91	27,071.86	53,123.69	121,500.00	183,920.00	257,950.00
	毛利率	12.07%	10.92%	28.61%	25.00%	24.00%	23.00%
灯具	收入（万元）	10,405.16	6,644.90	6,379.87	11,000.00	15,000.00	18,000.00
	收入增长率	na	-36.14%	-3.99%	72.42%	36.36%	20.00%
	销量（MW）	683.08	410.26	572.79	1,000.00	1,500.00	2,000.00
	单价（元/瓦）	15.23	16.20	11.14	11.00	10.00	9.00
	成本（万元）	9,419.75	5,021.89	5,745.25	10,010.00	13,800.00	16,740.00
	毛利率	9.47%	24.42%	9.95%	9.00%	8.00%	7.00%

资料来源：长江证券研究部

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.28、1.82、 2.33 元，对应当前股价的市盈率为 36、25、20 倍，给予“谨慎推荐”评级。

我们认为应该关注汇率风险、成本上涨风险以及光伏产品新技术更新换代的风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	842	1744	2591	3558	货币资金	201	1590	1500	1621
营业成本	624	1326	1993	2769	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	218	418	598	789	应收账款	233	483	717	985
% 营业收入	25.8%	24.0%	23.1%	22.2%	存货	161	343	515	716
营业税金及附加	3	6	9	12	预付账款	120	256	384	534
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	26	53	79	109	流动资产合计	715	2671	3117	3856
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	46	96	142	195	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	1	-6	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	242	503	638	606
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	12	11	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	127	262	373	479	其他非流动资产	-121	-121	-121	-121
% 营业收入	15.1%	15.0%	14.4%	13.5%	资产总计	851	3065	3644	4351
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	188	0	0	0
利润总额	136	262	373	479	应付款项	283	602	904	1256
% 营业收入	16.1%	15.0%	14.4%	13.5%	预收账款	2	4	6	9
所得税费用	20	38	54	70	应付职工薪酬	3	6	9	12
净利润	116	224	319	409	应交税费	5	2	3	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	0	0	0	0
的净利润	116.1	224.2	318.7	409.2	流动负债合计	480	614	922	1281
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.66	1.28	1.82	2.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	160	39	178	262	负债合计	480	614	922	1281
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	371	2451	2722	3070
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	371	2451	2722	3070
固定资产投资	-113	-317	-226	-86	负债及股东权益	851	3065	3644	4351
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-113	-317	-226	-86		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.664	1.281	1.821	2.338
股权融资	0	1890	0	0	BVPS	2.85	18.85	20.94	23.61
银行贷款增加 (减少)	32	-188	0	0	PE	69.16	35.82	25.19	19.62
筹资成本	9	-35	-42	-56	PEG	1.33	0.69	0.48	0.38
其他	-133	0	0	0	PB	16.10	2.43	2.19	1.94
筹资活动现金流净额	-91	1667	-42	-56	EV/EBITDA	54.79	20.06	14.23	10.84
现金净流量	-45	1390	-90	121	ROE	31.3%	9.1%	11.7%	13.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。