

2010-09-16

电力设备与新能源

海通集团 600537.SH

重组事项获证监会受理，估值折价有望收窄

- ◇ 报告起因：公司公告
- ◇ 潜在催化因素：公司资产重组如成功，将成 A 股最大光伏企业

◆ 公司重组获得证监会受理，估值折价有望收窄：

公司今日公告称：2010 年 9 月 15 日，公司接到中国证监会《中国证监会行政许可申请受理通知书》。中国证监会对公司《重大资产置换及发行股份购买资产核准》，决定对该行政许可申请予以受理。我们认为，这一事件标志着公司重组事宜几经反复，终于走上正轨，最终成功的确定性增强。公司相对板块的大幅折价有望收窄。

多晶硅价格自 7 月底来上涨 54% 至 650 元/公斤（税前 82\$/kg），且预计 11 年仍将维持高位。（详见我们 8 月 13 日报告《多晶硅厂家盈利能力将继续回升》）硅价上涨对中游硅片至组件的制造环节带来成本压力。然而亿晶光电与国际 7 巨头之一的 REC 签订为期 7 年的长期供货合同，自 2008 年开始执行。预计未来 2 年多晶硅牛市中，亿晶借助低价长单，将增强其既有的成本优势，加速市场份额的提升，并维持较高的盈利能力。我们维持公司 10 年 1.23 元的预测，但调高其 11 年 EPS 预测至 1.61 元。公司未来 3 年复合增速 30% 以上。半年内目标价 48 元，对应 11 年 30 倍市盈率，建议买入。

◆ 借助低价硅料长单，成本优势增强：

亿晶光电与 REC 于 2007 年签订长期供货合同，为期 7 年。REC 流化床法的多晶硅料产能 6000 吨，每年为公司供货 1500 吨。尽管每年还有重谈硅价的可能，但由于 REC 生产成本低，且双方为长期战略合作，预计这部分长单的供货价格变化将明显小于且滞后于现货市场的硅价变化，明年或能维持在 40\$/kg。而市场上大部分中国企业能够拿到的合约硅价将在 60\$/kg 左右。考虑合约硅料占比 60%，则亿晶较国内企业平均水平，硅料方面的成本优势由 7% 上升至 23%。

亿晶光电长期坚持纵向一体化的发展路径，其平均毛利率历史上便高出行业平均水平 5% 以上。明年受益硅料长单，成本优势进一步增强。而在产业链盈利能力“哑铃化”的明年，中游企业的成本优势，直接决定了其市场占有率的变化。预计明年亿晶光电增速将显著高于市场增速。

◆ 公司出货量将跑赢明年快速增长的光伏市场需求：

在上周开幕的 PVSEC 期间，根据安装商等一线厂商的预测，明年的市场出现几个超预期的信号：1）希望投资光伏电站的资金超出电站供应；2）电池组件的需求仍将大幅增长，原本担心的德国市场下滑可能性不大；3）晶硅的供需紧张在可见的未来仍将持续。我们维持对市场总量增长 30% 的判断，即从 10 年的 14-16GW 增至明年的 20GW。

根据上文分析，并结合亿晶扩产速度，预计其 2011 年出货量增速 50%，销售收入增长 40%，EPS 分别为 1.23 元和 1.61 元。公司今年产能扩张 200MW，但明年即将全额消化，预计明年将继续大幅扩产，支持长期出货量 40% 以上的复合增长，根据我们对光伏产品降价速度的假设，公司未来 3 年净利润增速也将维持 30% 水平。

业绩预测和估值指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	395.78	387.76	3,855.76	4,966.22	6,605.07
营业收入增长率	4.95%	-2.03%	894.37%	28.80%	33.00%
净利润（百万元）	5.84	2.38	596.92	782.69	1,038.28
净利润增长率	-71.49%	-59.28%	24990.58%	31.12%	32.66%
EPS（元）	0.01	0.00	1.23	1.61	2.14
ROE（归属母公司）	1.19%	0.48%	18.57%	23.17%	28.73%

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。

维持

买入

当前价格	35.08 元
目标价格	48.00 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

相关报告：

20100913-光大证券-海通集团-受益晶硅长单，成本优势增强

..... 2010-09-13

20100813-光大证券-多晶硅厂家盈利能力将继续回升

..... 2010-08-13

20100813-光大证券-多晶硅厂家盈利能力将继续回升

..... 2010-08-13

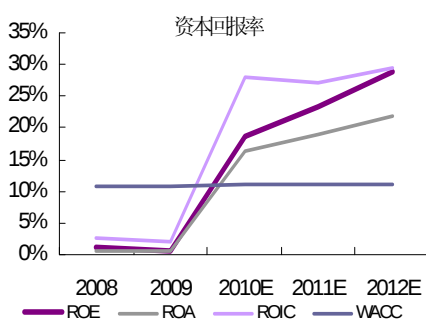
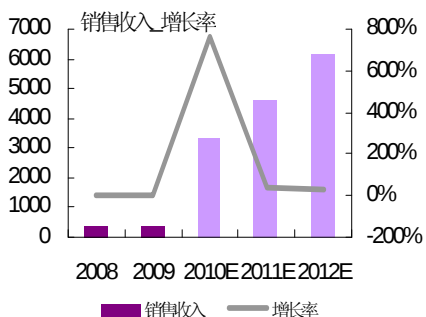
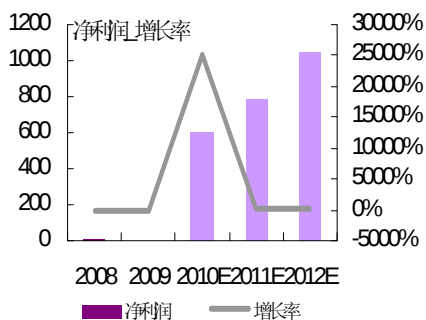
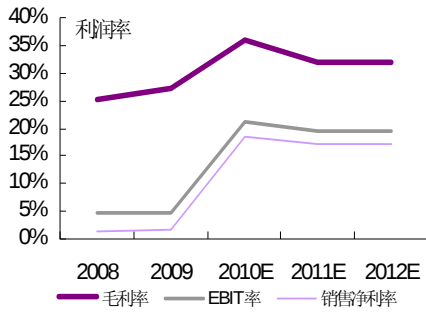
20100809-光大证券-重组获审批，优质资产注入临近

..... 2010-08-09

20100723-千万屋顶计划，启动万亿光伏市场

..... 2010-07-23

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	396	388	3,332	4,648	6,182
营业成本	296	282	2,132	3,170	4,216
折旧和摊销	34	-183	3	4	6
营业税费	1	2	33	46	62
销售费用	30	37	173	232	309
管理费用	48	48	233	279	371
财务费用	24	20	3	-8	-3
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	699	908	1,203
利润总额	5	8	730	946	1,250
少数股东损益	0	4	22	20	17
归属母公司净利润	5.84	2.38	598.54	783.89	1,038.28

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	854	880	3,814	4,244	4,887
流动资产	200	319	3,088	3,419	3,976
货币资金	14	68	1,666	1,418	1,343
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	20	29	783	1,092	1,453
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	7	43	56	68
存货	137	136	416	622	829
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	550	797	1,181
无息负债	46	46	550	797	1,181
有息负债	312	317	0	0	0
股东权益	496	517	3,263	3,447	3,706
股本	230	230	486	486	486
公积金	220	219	2,182	2,303	2,462
未分配利润	39	42	548	590	672
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	-159	414	755
净利润	6	2	599	784	1,045
折旧摊销	34	-183	3	4	6
净营运资金增加	-29	67	1,255	596	555
其他	47	182	-2,015	-970	-851
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	1,805	-612	-801
股本变化	0	0	256	0	0
债务净变化	7	6	-317	0	0
无息负债变化	-8	0	504	246	384
净现金流	-3	44	1,597	-247	-75

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%	759.29%	39.50%	33.00%
净利润增长率	-71.49%	-59.28%	25058.54%	30.97%	33.37%
EBITDA 增长率	-25.62%	-415.02%	-526.86%	28.19%	33.44%
EBIT 增长率	-45.02%	-3.24%	3776.74%	28.05%	33.44%
估值指标					
PE	2,910	7,146	28	22	16
PB	35	35	5	5	5
EV/EBITDA	158	-50	23	18	14
EV/EBIT	443	458	23	18	14
EV/NOPLAT	430	579	27	22	17
EV/Sales	21	21	5	4	3
EV/IC	12	12	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	25.30%	27.33%	36.00%	31.80%	31.80%
EBITDA 率	13.23%	-42.55%	21.14%	19.42%	19.49%
EBIT 率	4.73%	4.67%	21.06%	19.33%	19.39%
税前净利润率	1.32%	2.04%	21.91%	20.36%	20.23%
税后净利润率 (归属母公司)	1.48%	0.61%	17.96%	16.86%	16.91%
ROA	0.63%	0.71%	16.27%	18.95%	21.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.19%	0.48%	18.61%	23.20%	28.88%
经营性 ROIC	2.70%	2.04%	28.11%	27.12%	29.48%
偿债能力					
流动比率	0.57	0.88	5.63	4.30	3.37
速动比率	17.87%	50.87%	487.21%	352.04%	266.98%
归属母公司权益/有息债务	1.57	1.55	-	-	-
有形资产/有息债务	2.55	2.65	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.00	1.23	1.61	2.14
每股红利	0.00	0.00	1.28	1.66	2.19
每股经营现金流	0.12	0.14	-0.33	0.85	1.55
每股自由现金流(FCFF)	0.22	-0.04	-1.33	0.30	0.96
每股净资产	1.01	1.01	6.62	6.96	7.45
每股销售收入	0.81	0.80	6.86	9.57	12.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系学士、硕士。曾多年就职于西门子公司、施耐德电气公司，历任大区销售经理、战略市场经理等职。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。

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。

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。