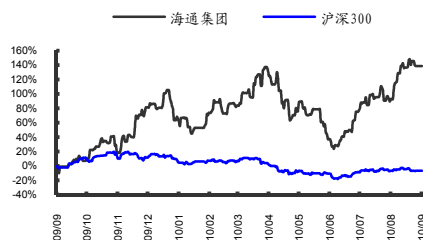


相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
海通集团	23.9	78.4	138.9
沪深300	0.0	5.2	-6.6

市场数据 2010.9.27

当前价格(元)	33.78
52周价格区间(元)	12.5-36.79
总市值(百万)	7770.55
流通市值(百万)	7770.55
总股本(万股)	23003.40
流通股(万股)	23003.40
日均成交额(百万)	169.73
近一月换手(%)	47.21
Beta(2年)	1.22

相关报告

《2010-2014年光伏需求潜力无限, 晶硅技术仍为主导》 2010.9.1

分析师

张晓霞 (S0350207120532)

联系人: 谭倩

电话: 0755-83711632

邮件: tanq@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **变身纯正光伏企业:** 2010年8月9日, 海通集团资产置换获商务部同意。9月15日, 证监会对公司的《重大资产置换及发行股份购买资产核准》申请予以受理。置换成功后, 海通集团的主营业务将从果蔬加工转为单晶硅棒、硅片切割、太阳能电池片和电池组件的生产和销售, 变身纯正光伏企业。
- **国内上市的组件龙头:** 太阳能电池、组件的行业巨头, 大多在国外市场上市。亿晶光电2008年的产量为100MWp, 行业排名第八位。2010年, 扩产200MWp的生产线进入试生产, 预计年底达到500MWp产能。借壳上市后, 海通集团将成为鲜有的国内上市的光伏龙头企业, 备受市场关注。
- **一体化铸造高额利润:** 亿晶光电拥有包括从单晶硅棒/多晶硅锭到硅片、太阳能电池片和电池组件的垂直一体化产业链, 并以组件为主要销售产品。一体化有利于质量控制和提升利润空间。公司毛利率约25%-30%, 行业平均毛利率约15%-20%。
- **多晶硅采购长单决定成本优势:** 亿晶光电与REC签订长期购买合同。预计2010年下半年-2011年上半年, 多晶硅现货价格依然维持在75美元/Kg左右, 亿晶光电通过长单可将多晶硅成本保持在40美元/Kg附近。多晶硅原料的成本优势, 有助于公司拓展市场份额和盈利空间。
- **投资评级:** 假设海通集团与亿晶光电在2010年完成此次资产置换, 我们预测2010-2011年海通集团的每股摊薄收益分别约为1.11元和1.44元。分别以38、36的PE估值, 2010年、2011年的目标股价分别为42.37元和51.87元。因此, 对海通集团做出“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	387.76	3829.62	4861.37	5595.05
营业利润(百万元)	103.60	1126.96	1409.46	1529.85
净利润(百万元)	2.38	541.74	700.12	796.26
摊薄每股收益(元)	0.01	1.11	1.44	1.64
PE	2547	38	36	35
价格/目标价格	25.47	42.37	51.87	57.36

资产置换，变身纯正光伏企业

2010 年 8 月 9 日，海通集团收到商务部下发的《商务部关于原则同意海通食品集团股份有限公司变更为中外合资股份有限公司的批复》。商务部原则同意建银国际光电（控股）有限公司、常州博华投资咨询有限公司、荀建华、荀建平、姚志中以其持有的常州亿晶光电科技有限公司的股权认购海通食品集团股份有限公司非公开发行的股份。

2010 年 9 月 15 日，海通集团公告中国证监会对公司《重大资产置换及发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查，认为申请材料齐全，符合法定形式，决定予以受理。虽然海通集团本次重大资产重组尚须取得中国证券监督管理委员会核准，但公司获得商务部的批复已极大的提升了市场对于资产置换进度的信心。

（一）海通集团介绍

海通集团现有主营业务为果蔬加工和出口，公司是我国最早的农业产业化经营企业之一。公司主要生产速冻蔬菜、脱水蔬菜、果蔬罐头等七大类品牌为“卡依之”的系列食品，产品主要销往日本、美国等国家，在国际市场上有一定的知名度。受全球金融危机及“三聚氰胺”等突发事件的影响，近年来，公司主营业务盈利能力降低，利润自 2007 年起逐年下滑。2010 年上半年，公司实现营业收入 2.19 亿元，营业利润 -1,542 万元，净利润 -1,817 万元，每股收益 -0.08 元。

（二）重组方案介绍

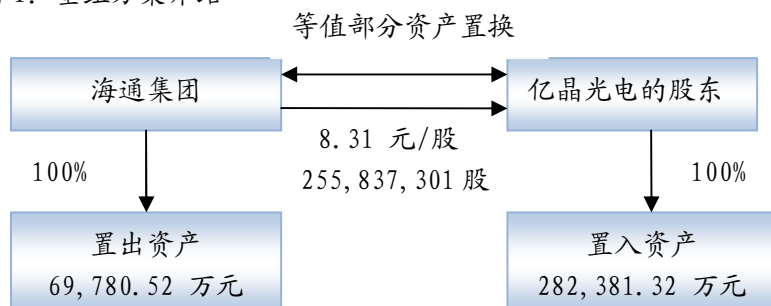
公司拟通过重组提升价值，于 2009 年 9 月发布公告，将与亿晶光电进行资产置换。海通集团以拥有的除民生村镇银行 600 万股股份外的所有资产及负债（作为置出资产），与亿晶光电股东持有的亿晶光电 100% 股权（作为置入资产）中相应等值部分进行置换，就置入资产评估价值超过置出资产评估价值部分，向亿晶光电股东非公开发行股份作为受让该部分资产的对价。

以 2009 年 9 月 30 日为评估基准日，**置出资产评估价值为 69,780.52 万元，置入资产评估价值为 282,381.32 万元。**非公开发行股份以海通集团第三届董事会第十四次会议决议公告日前 20 个交易日股票交易的均价为发行价格。因此，**海通集团将以 8.31 元/股的价格向亿晶光电股东非公开发行 255,837,301 股股份。**其中，向荀建华发行 184,505,354 股，向荀建平发行 3,684,884 股，向姚志中发行 3,684,884 股，向建银光电发行 40,936,822 股，向博华投资发行

23,025,357 股。

置换成功后，海通集团的主营业务将从果蔬加工转为单晶硅棒、硅片切割、太阳能电池片、电池组件的生产和销售。

图 1：重组方案介绍



资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

亿晶光电—光伏组件的龙头企业

（一）从硅棒到组件的一体化企业

亿晶光电是目前国内为数不多的拥有包括从单晶硅棒/多晶硅锭到硅片、太阳能电池片和电池组件垂直一体化产业链的光伏企业之一。

图 2：亿晶光电的一体化产业链



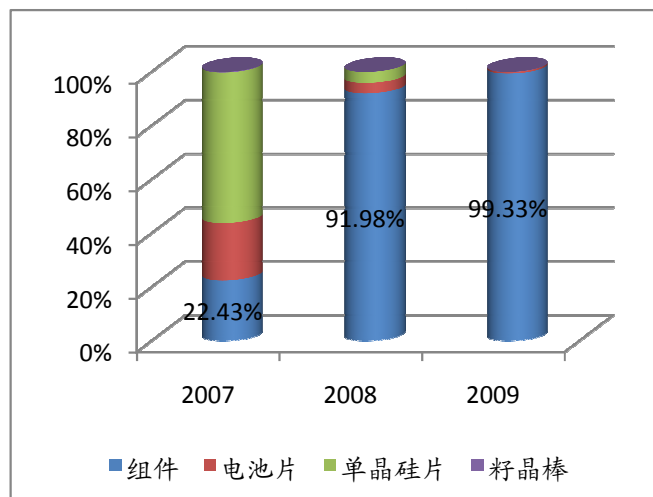
资料来源：公司网站

（二）组件销售为主要收入来源

公司的主要产品包括单晶硅棒、硅片、电池片、太阳能电池组件和籽晶棒。其中单晶硅棒、硅片和电池片主要供生产太阳能电池组件使用，组件是最主要销售产品。组件产品包括 20Wp - 285Wp 之间各种功率的 156 单晶\多晶组件和 125 的单晶组件。2009 年组件的销售收入占其总收入的约 99.3%。

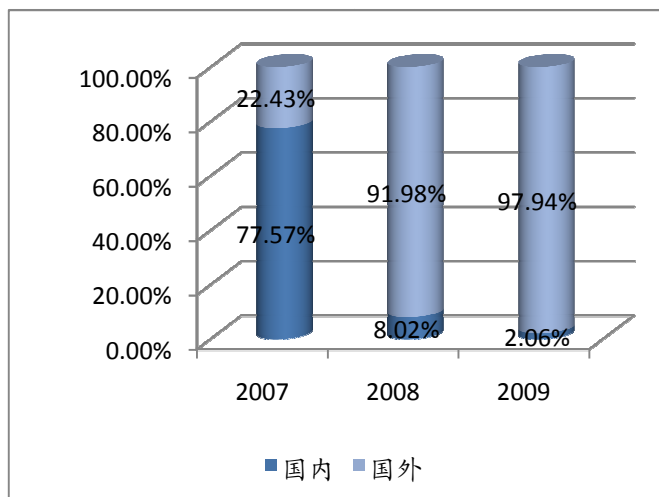
硅片和电池片的客户为其他从事组件制造的厂商，主要分布在国内；而组件的主要客户分布在国外。随着组件销售收入占比的提高，国外销售收入在销售总收入中的比重也不断提高，2009 年国外销售收入占总收入的 97.9%。

图 3：2007-2009 年产品的收入分布



资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

图 4：2007-2009 年国内外收入分布



资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

（三）少有的国内上市的光伏龙头企业

中国的太阳能电池、组件企业以单晶硅、多晶硅电池为主要产品，同时发展非晶硅薄膜电池，零星涉入其他技术。目前我国有约 62 家太阳能电池生产厂商，超过 350 家组件封装企业。主要的行业巨头，无锡尚德、天威英利等企业均在国外市场上市。

亿晶光电 2008 年的产量为 100MWp，行业排名第八位。2010 年，公司扩产的 200MW 生产线目前已投产，预计年底可完全达产，届时产能将达到 500MW，产能和产量均位于行业前列。本次借壳上市后，海通集团将成为鲜有的国内上市的光伏龙头企业，备受资本市场关注。

晶硅太阳能组件行业潜力无限

（一）政策刺激光伏组件需求扩张

太阳能电池、组件行业发展取决于终端光伏发电装机的需求。随着传统能源的日益紧缺，新能源的开发与利用得到世界各国的关注，自 2008 起，各国都进入了光伏的高速发展时期。主要的光伏国家装机增速都在 50%以上，不少国家增速超过 100%。2010 年全球光伏装机在欧洲市场的领导下出现腾飞，全年装机有望突破 14GWp。随着各国刺激政策落实，多晶硅产能的释放，太阳能电池转换效率的提升，光伏发电成本的

下降，预计未来 5 年是全球的太阳能装机容量还能保持 20%-25% 的速度持续增长，带动电池和组件的需求。

- 国内政策的出台点燃国内光伏市场

自 2010 年 4 月 1 日，修改后的《可再生能源法》正式实施，中国将设立可再生能源发展基金、实行对可再生能源发电的全额保障性收购。另外，国家能源局正在组织编制“新兴能源产业发展规划”，计划在 2011 年至 2020 年，对新能源预计累计增加投资 5 万亿元，每年可增加 1.5 万亿。《可再生能源法》和“新兴能源产业发展规划”，点燃了国内光伏市场。

- 国际政策的调整引导出口市场扩张

德国等在 2010 年 7 月实施削减后的上网电价，引发 2010 年上半年的装机末班车热。在 2010 底和 2011 年第一季度，德国、意大利、捷克等多个欧洲国家会对上网电价有新一轮的削减，2010 年下半年欧洲的装机末班车效应还会延续。另外，美国 7 月通过“千万屋顶计划”，将于 2012 年投资 2.5 亿美元，2013-2021 年投资 5 亿美元，对私人住宅及商业建筑的太阳能发电系统进行补贴。英国自 2010 年 4 月 1 日实行上网电价补贴政策，价格范围为 0.268-0.413 英镑/KWh，有效期 25 年。美国和英国有望成为光伏的新兴主力国家。刺激政策引导下的装机需求扩张为我国太阳能电池和组件产业提供了巨大的出口空间，目前组件报价升至 1.5 欧元/Wp，部分企业组件单环节毛利润率接近 20%。

（二）晶硅技术捷报频频，保持主导地位

晶硅技术的太阳能转换率持续上升，成本稳步下降，保持了其对薄膜技术的优势。工业硅片切割厚度已经降至 160um，硅用量降至 8g/Wp。2010 年 8 月，日本京瓷公司推出了转换率为 16.9% 的多晶硅电池，实现转换率再次突破。2010 年 8 月，国内第二轮光伏电站招标中 13 个项目招标最低报价均跌破 1 元，最高为 0.9907 元，最低为 0.7288 元，平均电价 0.8469 元。投标企业均为使用晶硅技术大型央企、国家电力公司。

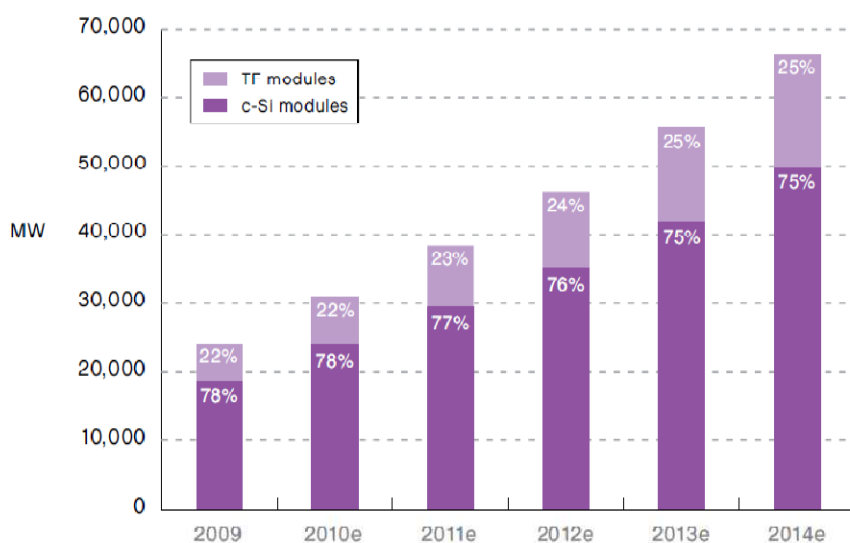
薄膜技术方面，2010 年 7 月美国应用材料公司 (Applied Materials) 宣布，停止向新客户销售其 SunFab 系列整套非晶硅薄膜技术，并将业务重点转到晶硅及发光二极管 (LED) 的制造设备和技术发展上。8 月 6 日，无锡尚德叫停了旗下的非晶硅薄膜组件生产线的业务。薄膜电池要继续扩张市场份额，还需要突破其转换率低、稳定性相对较差、原材料稀缺等难点，建立市场信心。目前部分薄膜电池已建产能并未投产，预计晶硅电池组件在未来五年内仍为市场主导，保持 80% 以上的市场份额。

表 1: 2010~2014 年全球光伏新增装机预测

地区	类型	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
欧洲	平稳发展	5605	8190	5670	6095	7525	7980
	政策驱动		11515	8405	9690	11795	13475
非欧洲地区	平稳发展	1598	1890	2850	3430	4290	5750
	政策驱动		4000	7000	9400	12800	16500
全球	平稳发展	7203	10080	8520	9525	11815	13730
	政策驱动		15515	15405	19090	24595	29975

资料来源: EPIA, 国海证券研究所整理

图 5: 2010~2014 年晶硅组件和薄膜组件产能市场份额预测



资料来源: EPIA

(三) 多晶硅产能释放, 行业成本瓶颈突破

2008 年以前, 多晶硅的制造主要由欧、美、日等几个国家的 5 大厂家垄断, 国内多晶硅原料 90% 来源于进口。2008 年, 全球多晶硅产量大约为 5 万吨, 多晶硅供求缺口巨大, 价格曾一度达到 450 美金/Kg, 致使光伏发电成本高, 阻碍下游太阳能电池组件行业和光伏终端装机的发展。2008 年起, 众多中国企业逐步加入多晶硅提纯行业环节。2008 年, 国产多晶硅 4300 吨, 2009 年产量为 20230 吨, 2009 年在建和已经投产的产能约 7 万吨。2010 年预计产量 3 万吨, 并达到 10 万吨的产能。我国的多晶硅生产已实现 50% 自产, 打破行业发展的瓶颈。

多晶硅的生产成本约为 35 美元/Kg, 销售价格在 2010 年 6 月曾低至 50 美元/Kg, 7-8 月受全球需求爆发的拉动, 价格回升到 75 美元/Kg 附近, 但随着许多已建产能的陆续投产, 多晶硅价格未来上升空间不大, 预计半年内在 75 美元附近调整, 2011 年下半年有望下调至 50 美元/Kg。

亿晶光电的经营模式和竞争优势

（一）亿晶光电的经营模式

1. 采购模式

亿晶光电的主要原材料是多晶硅。多晶硅料采购采用与**长期合作的供应商订立长期合约、向其购买现货、从市场上购买现货**三种方式。亿晶光电于2008年10月12日与硅材料供应商 REC Solar Grade Silicon LLC 签订长期多晶硅采购合同；合同期限自2009年1月1日至2015年12月31日。由于多晶硅价格波动较大，采购价格和采购数量可能根据双方每年商定的结果重新确定，每季度签订当季度的单项采购合同。

2. 生产模式

亿晶光电主要采取**以销定产的生产模式**，根据订单的要求，按照客户提供的产品规格、质量要求和供货时间组织生产。

3. 销售模式

亿晶光电的销售主要分为**经销商和系统集成商两大模式**。经销商模式是以某地区大型组件采购商为渠道的销售模式。经销商采购各个公司、不同品牌、不同价位和不同应用的组件，同时采购逆变器、线缆、甚至支架等辅助材料和零件，然后根据终端装机客户不同的需求和数量来打包销售。经销商渠道的终端客户通常是中小电站的个人或者小型机构。系统集成商模式是指亿晶光电不通过经销商，直接将组件卖给大型系统集成商。这种模式的主要终端客户是大型商用电站的投资机构。系统集成商模式下，组件价格相对比较高，付款方式也较好，但缺点是需求不均衡，对交货的时间和计划有严格的限制要求。

（二）亿晶光电的竞争优势

1. 较强的技术力量和研发能力

亿晶与上海交通大学、江苏大学联合建立的太阳能电池技术研发中心，配备了国际领先的仪器设备和测试生产线，还拥有常州市光伏工程技术研究中心光伏组件测试实验室，可自主对各类原材料及太阳能电池片，组件的性能和工艺进行全面的分析和测试。目前，公司已拥有多项国家发明及实用新型专利技术，在单晶硅电池制造方面有较强的竞争力。

公司自主研制出的 DRXF-85 型单晶炉，比从国外同一设备节省费用近 50%。硅片切割方面，目前行业平均水平为 0.16mm~0.22mm，公司为

0.18mm。商业化晶硅电池行业平均效率为 15%—16.5%，公司的平均效率超过 17%。公司自行研发的保温装置比同行业节电三分之一以上。

2010 年 8 月公司正式投产低成本高效率太阳能电池银浆，年生产能力达 80 吨。太阳能电池银浆是制造太阳能电池的原材料，目前基本上被美 DUPANT、美国 FERRO 和德国 Hereaus 这三家公司垄断，中国的制造尚处于空白状态。亿晶光电通过研发对其中的氧化铅进行了替换，使之无毒无环境隐患，也保持了较低的熔融温度，良好的附着力和较低的欧姆接触，其转换效率高于进口银浆，但成本较低。每生产 100MWp 的太阳能电池片，可节约至少 1200 万元的成本。太阳能电池银浆的投产将为亿晶光电带来新的利润空间。

2. 垂直一体化产业链优势

亿晶光电是目前国内为数不多的拥有包括从单晶硅棒/多晶硅锭到硅片、太阳能电池片和电池组件垂直一体化产业链的光伏企业之一。公司以组件为主要销售产品，一体化有利于公司质量控制和提升利润空间。**公司毛利率约为 25-30%，高出行业平均水平的 5%以上。**

3. 多晶硅料成本控制优势

多晶硅料占组件成本的 70%左右，对多晶硅料成本的控制能力，直接影响了公司竞争优劣价和市场占有率。亿晶光电在多晶硅采购方面，与 REC 签订长期购买合同。REC 的生产成本较低，其流化床法的多晶硅料产能 6000 吨。虽然采购价格和采购数量可能根据双方每年商定的结果重新确定，但长单的供货价格变化将明显小于现货市场的价格变化。**预计 2010 年下半年-2011 上半年，多晶硅现货价格依然保持 75 美元/Kg 的高位，亿晶光电通过长单可将多晶硅成本维持在 40 美元/Kg 附近，**而国内大部分企业的合约硅价为 50-60 美元/Kg。亿晶光电在多晶硅料方面的成本优势，有助于其拓展市场份额和盈利空间。

4. 完善的质量控制体系，打造品牌形象

先进的质量管理体系，在当今竞争越来越激烈的国际市场中，是赢得市场与效益的途径。亿晶光电对产品进行全过程监控，坚持“质量第一”的原则，对原材料、半成品、产成品进行全流程跟踪管理，有效控制产品质量，保证产品的各项技术指标符合用户的要求。亿晶光电已通过 ISO9001、ISO14001、OHSAS 18001 和 IEC QC 080000 认证，晶体硅电池片及组件产品已通过 TUV、IEC61215/61730、CE、VDE、UL 等国际权威机构的认证。

各产品的销售情况与盈利预测

亿晶光电打造一体化产业链，但是主要以组件为销售产品，同时也少量销售太阳能电池片和籽晶棒。

（一）太阳能组件产品

1. 产能和产量

2009 年公司产能达到 200MWp，其中 150MWp 产能为 2008 年新增。2010 年公司投资 8 亿元新建的 8 条大规格垂直一体化生产线，于 7 月正式进入试生产阶段。这 8 条生产线全部建成和投产后，公司将达到年产组件 500MWp 的产能。新建产能预计在 2010-2012 年间逐步释放，投入生产，不考虑公司的进一步扩产计划下，我们对 2010-2012 年的销售量的预测分别为 300MWp、400MWp、490MWp。

表 2：组件产能和销售量预测（MWp）

产能和产量	2009	2010	2011	2012
组件产能	200	500	500	500
组件销售量	125	300	400	490

资料来源：公司网站、国海证券研究所整理

2. 销售价格

亿晶光电的组件大多出口欧洲，其价格以欧元报价。2010 年 4 月，德国慕尼黑国际太阳能展览会前，光伏组件的报价在 1.35 欧元/Wp 附近，但是 7 月后受全球需求爆发拉动，报价就攀升至 1.55 欧元/Wp。目前，组件 2011 年第一季度的最新报价为 1.35 欧元/Wp。

组件价格主要受到全球光伏供需的影响。预计未来 5 年是全球的太阳能装机容量还能保持 20%-25% 的速度持续增长；另一方面，较高利润下众多电池组件企业在 2010 年迅速扩产。双重因素影响下，**预计组件 2010 年-2012 年的年平均价格分别为，1.4 欧元/Wp、1.3 欧元/Wp、1.2 欧元/Wp。**2013 年后，随着多晶硅料价格的下滑，组件价格会继续下降，但企业预计能维持 20% 的毛利润空间。

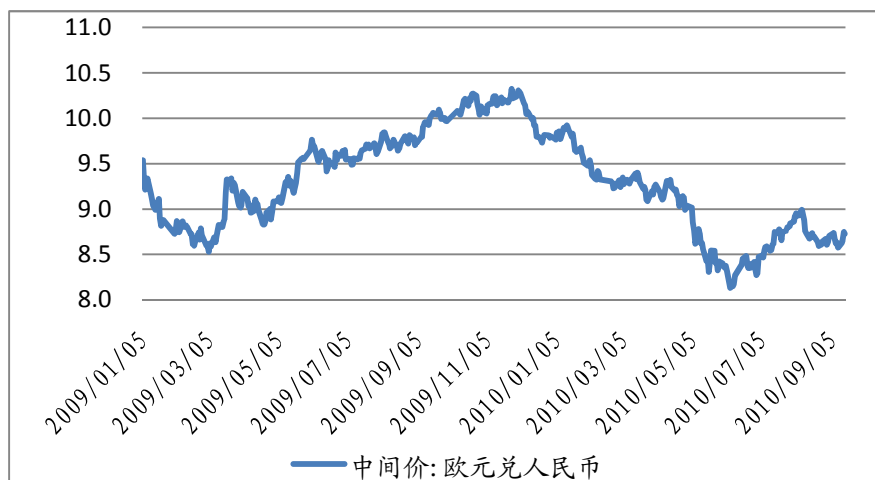
3. 销售收入

销售收入 = 组件价格（欧元/瓦）× 汇率 × 销售量

受全欧洲债务危机影响，欧元兑人民币汇率从 2009 年 11 月的 10.3 下跌至 2010 年 6 月的 8.2。7-8 月欧元小幅回升，目前汇率在 8.7 左右。外币贬值的直接影响就是以欧元计价的出口收入的同比减少。未来欧元走势主要取决于欧洲经济的复苏情况，目前宏观数据显示，其复苏较为

缓慢，2010-2011 年预计欧元升值空间不大。我们分别以 8.7, 9.0, 9.2 为欧元平均汇率计算 2010—2012 年的销售收入。

图 5: 欧洲对人民币汇率走势 (中间价)



资料来源: Wind、国海证券研究所整理

表 3: 2010-2012 年组件销售收入预测

销售收入	2009	2010	2011	2012
组件销售量	125.00	300.00	400.00	490.00
年均组件价格 (欧元/Wp)	1.20	1.40	1.30	1.20
年均汇率	9.75	8.70	9.00	9.20
销售收入 (百万)	1462.50	3654.00	4680.00	5409.60

资料来源: 国海证券研究所

4. 成本预测

太阳能电池组件的生产主要经过拉晶 (将多晶硅原料拉制为单晶硅棒)、切方 (将单晶硅棒切为长方体)、切片 (将方棒切为硅片)、电池片 (将硅片经过清洗、扩散、刻蚀等工艺制备为电池片)、组件 (将电池片经过单焊、串焊、拼接、检验等工艺制备为可供销售的最终产品) 五道工序。生产成本主要包括多晶硅材料、外购硅棒、镀铜切割线、银浆、水电、人工、折旧、维修费等。

● 多晶硅材料成本

生产每兆瓦的太阳能电池，需要多晶硅约 7000 千克。多晶硅成本主要是根据组件的销售量和多晶硅材料价格进行预测。亿晶光电与 REC 的长期合同，使其采购价格低于现货价格。鉴于亿晶光电使用的部分多晶硅材料仍来自现货市场，预计 2010 年-2012 年亿晶光电多晶硅的综合平均采购价格分别为 55 美元/Kg、50 美元/Kg、45 美元/Kg。2010-2012 年分别以 6.75、6.7、6.6 的美元兑人民币汇率，计算多晶硅采购成本。

表 4: 2010-2012 年多晶硅材料成本预测

多晶硅成本	2009	2010	2011	2012
组件销售量	125.00	300.00	400.00	490.00
多晶硅用量(吨)	875.00	2100.00	2800.00	3430.00
多晶硅价格(美元/kg)	50.00	55.00	50.00	45.00
年均汇率	6.83	6.75	6.70	6.60
多晶硅成本(百万)	298.81	779.63	938.00	1018.71

资料来源: 国海证券研究所

● 其他成本

其他材料主要包括镀铜切割线、银浆、玻璃、辅助材料等, 其市场价格波动不大, 可按组件的销售量和单耗推算的原料需要量, 乘以市场价格作为预计值。其他费用按未来销售量变化调整。

表 5: 2010-2012 年组件其他成本预测

其他成本预测(百万)	2009	2010	2011	2012
外购硅棒	143.75	345.00	460.00	563.50
镀铜切割线	76.25	183.00	244.00	298.90
银浆	37.50	90.00	120.00	147.00
玻璃	31.25	75.00	100.00	122.50
EVA	26.25	63.00	84.00	102.90
TPT	66.25	159.00	212.00	259.70
铝边框	42.50	102.00	136.00	166.60
接线盒	33.75	81.00	108.00	132.30
辅助材料	112.50	270.00	360.00	441.00
水电	67.50	162.00	216.00	264.60
人工	50.00	120.00	160.00	196.00
折旧	50.00	120.00	160.00	196.00
维修费	3.75	9.00	12.00	14.70
合计	741.25	1779.00	2372.00	2905.70

资料来源: 国海证券研究所

5. 毛利润预测

根据预测, 2010 年的毛利润率接近 30%, 2011 年约 29%, 2012 年约 27%。亿晶光电利润率高于行业平均, 主要得益于其一体化生产和多晶硅原材料的采购成本优势。

表 6: 2010-2012 年组件毛利润预测

毛利润预测	2009	2010	2011	2012
销售收入(百万)	1462.50	3654.00	4680.00	5409.60
多晶硅成本(百万)	298.81	779.63	938.00	1018.71
其他成本(百万)	741.25	1779.00	2372.00	2905.70

毛利润（百万）	422.44	1095.38	1370.00	1485.19
毛利润率	28.88%	29.98%	29.27%	27.45%

资料来源：国海证券研究所

（二）太阳能电池片产品

● 销售量预测

公司以销售组件为主，仅在组件的生产过程中出现一些有瑕疵的电池片时，对于这些电池片降价销售，以尽量减少损失。根据 2009 年的情况，电池片销量占电池组件销售量的 0.8%，预计 2010-2012 年保持 0.8% 的比例。

● 销售价格预测

电池片的定价与组件定价关联度较高，一般相当于组件价格的 70%。

● 成本预测

电池片是组件生产的中间产品，我们以计算组件成本相同的方式，除去组件封装环节的材料成本，预测电池片的生产成本。

表 7: 2010-2012 年电池片的收入与毛利润预测

电池片的收入与利润	2009	2010	2011	2012
销售量 (MWp)	1.00	2.40	3.20	3.92
年平均销售价格 (元)	8.19	8.53	8.19	7.73
销售收入 (百万)	8.19	20.46	26.21	30.29
销售成本 (百万)	6.89	17.04	21.90	25.79
毛利润 (百万)	1.30	3.43	4.30	4.50
毛利润率	15.87%	16.74%	16.42%	14.87%

资料来源：国海证券研究所

（三）籽晶棒产品

籽晶棒是拉晶过程的重要材料，作为主要的牵引媒介使熔融的多晶硅可以拉制为单晶硅棒。亿晶光电销售的籽晶棒主要是给其子公司华日源，以补充其自产的不足，销售数量较小。以 2009 年的销量计算，预计 2010-2012 年销售量为 2000 根/年，销售价格和成本预计波动不大。

表 8: 2010-2012 年籽晶棒的收入与毛利润预测

其他成本(原始报表)	2009	2010	2011	2012
销售收入(百万)	134.45	155.16	155.16	155.16
销售成本(百万)	110.05	127.00	120.00	115.00
毛利润(百万)	24.40	28.16	35.16	40.16
毛利润率	18.15%	18.15%	22.66%	25.88%

资料来源：国海证券研究所

估值与投资评级

1. 亿晶光电三大销售产品的收入和利润预测汇总

亿晶光电的销售收入 99% 来源于组件，此外还销售太阳能电池片和籽晶棒。我们对 2010—2012 年亿晶光电的收入和利润的预测如下：

表 9: 亿晶光电三大产品的收入与毛利润预测汇总

销售产品	指标	2009	2010E	2011E	2012E
太阳能组件	收入（百万）	1462.50	3654.00	4680.00	5409.60
	收入增长率	NA	149.85%	28.08%	15.59%
	成本（百万）	1040.06	2558.63	3310.00	3924.41
	成本增长率	NA	1.46	0.29	0.19
	毛利率	0.29	29.98%	29.27%	27.45%
太阳能电池片	收入（百万）	8.19	20.46	26.21	30.29
	收入增长率	NA	149.85%	28.08%	15.59%
	成本（百万）	6.89	17.04	21.90	25.79
	成本增长率	NA	147.25%	28.57%	17.74%
	毛利率	0.16	16.74%	16.42%	14.87%
籽晶棒	收入（百万）	134.45	155.16	155.16	155.16
	收入增长率	NA	15.40%	0.00%	0.00%
	成本（百万）	110.05	127.00	120.00	115.00
	成本增长率	NA	15.40%	-5.51%	-4.17%
	毛利率	0.18	18.15%	22.66%	25.88%

资料来源：国海证券研究所

2. 公司综合净利润和 EPS 预测

根据公司目前各项费用占总营业收入的比例及公司的管理方针，我们对未来各类费用做出假设，并预测公司 2010—2012 年的净利润。

表 9: 亿晶光电 2010—2012 年净利润和 EPS 预测

指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（百万）	1605.14	3829.62	4861.37	5595.05
收入增长率	NA	138.58%	26.94%	15.09%
营业成本（百万）	1157.00	2702.66	3451.90	4065.20
主营业务利润	448.14	1126.96	1409.46	1529.85
毛利率	27.92%	29.43%	28.99%	27.34%
营业费用/营业总收入	3.40%	3.69%	3.65%	3.40%
管理费用/营业总收入	9.00%	7.50%	7.00%	6.00%
财务费用/营业总收入	1.44%	1.60%	1.40%	1.20%
营业利润	225.98	637.34	823.67	936.78
税收/利润总额	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万）	192.08	541.74	700.12	796.26
EPS	未上市	1.11	1.44	1.64

资料来源：国海证券研究所

3. 投资评级

假设海通集团与亿晶光电在 2010 年完成此次资产置换，我们预测 2010-2011 年海通集团的每股摊薄收益分别约为 1.11 元和 1.44 元。资产置换后，公司转型为纯正光伏企业。2009-2010 年，太阳能板块可比公司的 PE 平均在 50 左右，不少公司 PE 高于 70。我们认识 25—45 是合理的 PE 区间。分别以 38、36 的 PE 估值，海通集团 2010 年、2011 年的目标股价为 42.37 元和 51.87 元。

考虑到公司是光伏组件的龙头企业，有产业链一体化和多晶硅采购的成本优势，同时未来还有继续扩产的可能，还可以给予一定的溢价。海通集团目前的股价为 34 元，半年内仍有 30% 的上涨空间，因此我们对海通集团做出“买入”评级。

投资风险分析

1. 资产重组方案审批风险

本次重大资产重组尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性。

2. 光伏政策风险

光伏行业属于新兴行业，受宏观经济和国内外产业政策影响。公司产品的销售地区集中在欧洲，以德国为主要市场。2010 年 1 月，德国联邦议院对可再生能源法案修订，决定至 2010 年 7 月 1 日，降低补贴。地面电铲补贴下降 11%，屋顶系统补贴降低 16%，其他系统补贴降低 15%，并取消农业用地上的光伏系统安装补贴。2010 年 10 月 1 日和 2011 年 1 月 1 日，德国还会实施的下一个阶段补贴下调政策。补贴下调引发短期的需求扩张，但市场是否会过度透支，长期需求存在不确定性。

3. 汇率波动风险

债务危机引发欧元大幅贬值，其直接影响是以欧元计价的出口收入的同比减少。同时，人民币升值对来年太阳能电池组件的出口也有很大影响，如欧元继续贬值，国产太阳能组件企业将失去部分竞争力。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

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%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。