

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

进军切片环节，迈出产业链延伸第一步

事件描述

向日葵于10月1日发布三季度预增公告和超募资金使用计划，要点如下：

- 2010年1-9月，公司营业收入约为162000~165000万元，同比增长163%~169%；净利润为14500~15500万元，摊薄每股收益0.28~0.30元，同比增长132%~149%；
- 拟使用超募资金14800.00万元用于收购公司关联方浙江优创光能科技有限公司股权，收购后再通过增资方式投入31700.00万元实施年产1.6亿片8英寸太阳能多晶硅片生产项目，该项目合计投入超募资金46500.00万元。

我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.43、0.92、1.29元，对应当前股价的市盈率为53、25、18倍。给予公司“谨慎推荐”评级。我们认为应该关注明年海外市场需求波动的风险以及本次投资项目资金缺口较大所导致的财务风险。

事件评论

第一，生产依然饱满，汇兑损失情况大幅改善

公司目前有7条电池片生产线，募投项目新建4条线。目前每条生产线的日产能约3~3.3万片，我们预计今年产能200MW，明年有望达到350MW。公司目前良品率在98%以上，转化效率达到17.6%。新上的4条线可以做8寸的电池片，以多晶硅电池片为主。新生产线单晶片目标转化效率为18%，多晶片目标转化效率为16.5%。

公司2010年上半年收入102534万元，净利润仅为7434万元，主要原因是上半年欧元大幅贬值，汇兑损失超过1亿元。下半年，欧元汇率企稳，同时公司采用套保等多种手段锁定收益，汇兑损失得到有效控制，我们预计三季度汇兑损失为3000万左右。因此公司的盈利能力得到较大改善。

表 1: 2010 年向日葵经营指标

	2010H1	2010Q3
营业收入（万元）	102534	60000
（净利润+汇兑损失）/营业收入	17.6%	17.6%
净利润（万元）	7434	7500
汇兑损失（万元）	10621	3060

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，电池片规格逐步，硅片采购成本低于同行

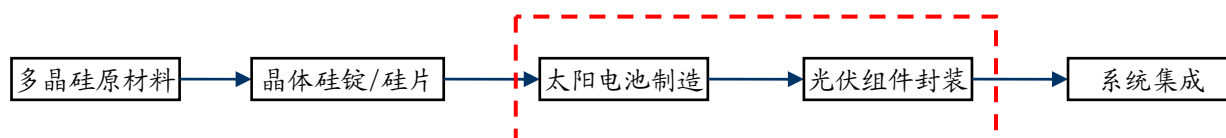
公司产品规格目前正在往 190W 方向发展，其中 9 月要求一半销售 190W 产品。销售 190W 的组件会提高产品售价 5% 左右。

公司的硅片采购有 60% 左右通过有长期良好合作关系的硅片企业购买，而这些企业的硅料来源于用国外长单供应，受本轮多晶硅涨价影响不大。因此我们预计公司的硅片采购价比现货市场价低 5% 左右，因此在本轮多晶硅涨价对公司比其他竞争对手的冲击小。

第三，进军切片环节，打通产业链瓶颈

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。向日葵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。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。

图 1：晶体硅光伏电池产业链及向日葵所处环节



资料来源：长江证券研究部

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。

表 2：2009 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

我们认为公司进军上游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，项目经济效益显著，但须关注资金缺口的财务风险

明年公司产能将到达 275MW，同时，一方面由于工艺技术的提高，另一方面募投项目将生产当今国际上最为先进的 8 英寸大规模太阳能电池片及组件，公司实际产能将会提高到 350MW 以上，年硅片需求量将会超过 15000 万片。

本项目为年产 1.6 亿片 8 英寸太阳能多晶硅片，将有完全解决母公司硅片供应问题。项目总投资 19.9 亿元，分二期实施，第一期投资约 10 亿元，预计于明年 8 月份投产，二期将于 2012 年底投产。项目实施后每年增加折旧费用 12078 万元达产后预计年销售收入 35.79 亿元。

本项目合计投入超募资金 46500 万元，其中使用超募资金 14800 万元用于收购公司关联方浙江优创光能科技有限公司股权，收购后再通过增资方式投入 31700 万元实施年产 1.6 亿片 8 英寸太阳能多晶硅片生产项目。因此尚有 15 亿元左右的资金缺口，其中预计贷款 90000 万元，贷款利率 5.76%。

表 3：太阳能多晶硅片生产项目财务获利能力分析

序号	名称	单位	所得税后
1	财务净现值 FNPV(IRR=12%)	万元	70220.1
2	财务内部收益率 FIRR	%	20.52
3	静态投资回收期	年	4.27
4	投资利润率	%	23.29

资料来源：《年产 1.6 亿片 8 英寸太阳能级多晶硅片项目可行性研究报告》，长江证券研究部

盈利预测及风险提示

我们假设 2011 年项目达产 50%，毛利率为 18%测算，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.43、0.92、1.29 元，对应当前股价的市盈率为 53、25、18 倍。

表 4：向日葵盈利预测（万元）

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电池片	收入（万元）	33,355.00	103,948.55	99,989.08	202,400.00	270,000.00	315,000.00
	收入增长率	na	211.64%	-3.81%	102.42%	33.40%	26.67%
	销量（MW）	14.15	41.46	106.31	220.00	300.00	350.00
	单价（元/瓦）	23.57	25.07	9.41	9.20	9.00	9.00
	成本（万元）	29,710.07	85,987.03	77,972.86	161,920.00	213,300.00	248,850.00
	毛利率	10.93%	17.28%	22.02%	20.00%	21.00%	21.00%
硅片	收入（万元）					178,960.00	308,000.00
	收入增长率					na	72.11%
	销量（万片）					8,000.00	14,000.00
	单价（元/片）					22.37	22.00
	成本（万元）					146,747.20	252,560.00
	毛利率					18.00%	18.00%

资料来源：长江证券研究部

我们认为应该关注明年海外市场需求波动的风险以及本次投资项目资金缺口较大所导致的财务风险。

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	1017	2058	4565	6335	货币资金	375	206	457	633
营业成本	789	1646	3661	5099	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	228	412	904	1236	应收账款	430	871	1931	2680
% 营业收入	22.4%	20.0%	19.8%	19.5%	存货	232	484	1077	1499
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	233	486	1082	1506
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	18	36	80	112	流动资产合计	1272	2049	4550	6325
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	43	95	132	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	34	47	100	208	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	2.3%	2.2%	3.3%	固定资产合计	531	702	1583	2346
资产减值损失	33	36	87	61	无形资产	33	31	30	28
公允价值变动收益	2	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-8	0	0	0	递延所得税资产	6	5	11	8
营业利润	117	250	542	724	其他非流动资产	74	74	74	74
% 营业收入	11.5%	12.1%	11.9%	11.4%	资产总计	1915	2862	6249	8782
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	853	457	1862	3373
利润总额	119	250	542	724	应付款项	243	507	1128	1571
% 营业收入	11.7%	12.1%	11.9%	11.4%	预收账款	3	6	14	20
所得税费用	16	33	71	95	应付职工薪酬	14	28	63	87
净利润	103	217	470	628	应交税费	-10	1	3	4
归属于母公司所有者的净利润	103.3	216.9	470.4	628.3	其他流动负债	7	15	34	48
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1110	1016	3104	5102
EPS (元/股)	0.20	0.43	0.92	1.23	长期借款	183	183	1083	1083
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	82	-301	-837	32	其他非流动负债	5	5	5	5
取得投资收益	5	0	0	0	负债合计	1298	1204	4192	6190
收回现金					归属于母公司	617	1658	2058	2592
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-347	-251	-1046	-1063	股东权益	617	1658	2058	2592
其他	145	0	0	0	负债及股东权益	1915	2862	6249	8782
投资活动现金流净额	-202	-251	-1046	-1063	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	193	857	0	0	EPS	0.203	0.426	0.924	1.234
银行贷款增加 (减少)	253	-396	2305	1511	BVPS	1.35	3.62	4.49	5.66
筹资成本	117	-79	-171	-303	PE	112.00	53.35	24.61	18.42
其他	-392	0	0	0	PEG	1.36	0.65	0.30	0.22
筹资活动现金流净额	170	381	2134	1209	PB	16.89	6.28	5.06	4.02
现金净流量	50	-170	251	177	EV/EBITDA	71.64	31.83	17.40	12.48
					ROE	16.8%	13.1%	22.9%	24.2%

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。