

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

 E-Mail: hwt2894@xcsc.com

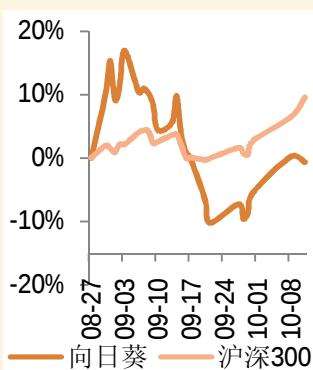
冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 E-Mail: fs2855@xcsc.com

张 俊

Tel: 021-68634518-8646



基本数据(10.12)

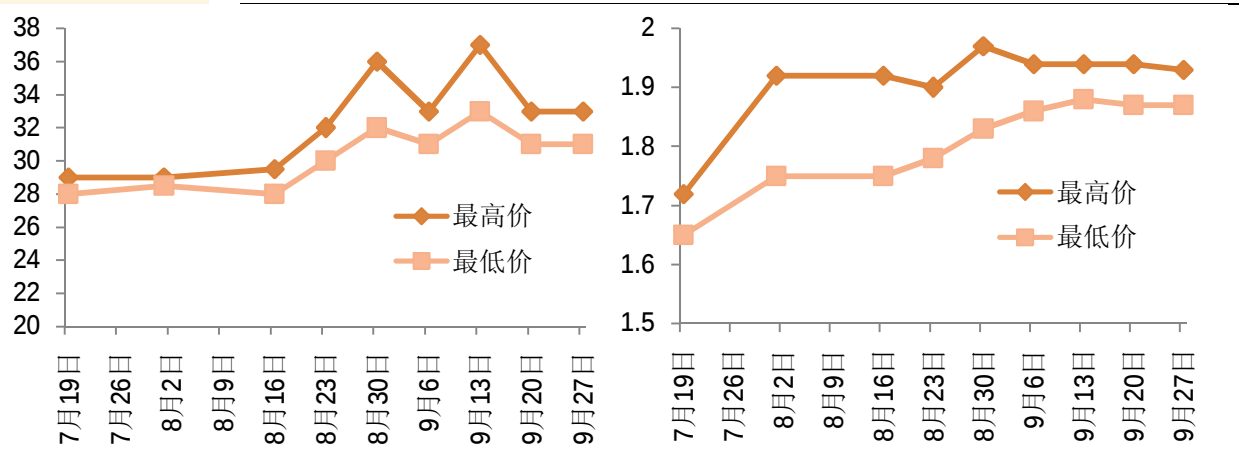
收盘价(元)	23.64
总股本(百万股)	509
流通股本(百万股)	51
总市值(亿元)	120.28
流通市值(亿元)	9.64
PE TM	116.4
每股净资产	1.51
评级:	增持
目标价:	28元

投资要点

- Ø **公司产能超额利用，年内业绩超预期。**公司三季报预告中营业收入预计为16亿元，净利润预计在1.5亿元，EPS在0.3元左右，净利润率提升至9%。由于产能超额利用，前三季度实际产量在150MW左右，预计全年产量在200MW以上，超过了设计产能175MW。
- Ø **2011年在手订单饱满，销售风险较小。**明年募投100MW项目投产后，公司产能将达到275MW，目前2011年的订单已经全部签订，达到300MW。公司产品的优品率在90%以上，在欧洲市场拥有良好的信誉。我们认为如果明年欧洲市场出现较大波动，需求也会向少数具有竞争优势的品牌倾斜，因此公司订单的销售风险相对较小，可顺利实现产能的超额利用。公司厂区尚有大片预留土地，长远规划将继续提高组件的产能规模。
- Ø **近期多晶硅价上涨对公司成本未产生重大影响。**近期多晶硅现货价格上涨，导致公司新签订的单晶硅片合同价格略有上升。我们认为多晶硅现货价格很难维持目前的高位，将在年底附近出现适度回调，全年来看原材料的价格波动对公司的收入和毛利率影响有限。
- Ø **介入上游硅片产业链，将大幅提升公司抗价格波动能力和盈利能力。**公司拟投入超募资金4.65亿元，利用优创公司现有的土地进行1.6亿片多晶硅片的项目建设。项目完成后，将可保证公司300~400MW的产能需求，提升公司对上游硅片价格波动的承受能力(硅片在组件中的成本占比70~80%)。另一方面，硅片环节的合理毛利率水平在15~20%，介入硅片铸锭-切片环节，也可获得丰厚的利润。公司目前没有向上游多晶硅料环节进一步延伸的计划。
- Ø **给予公司增持评级。**根据公司电池组件的产能释放速度和硅片项目的达产速度，我们预计公司2010~2012年的EPS为0.40、0.91和1.26元，对应当前股价PE为60X、26X和19X。考虑到光伏行业的长期向好、公司的品牌优势以及未来继续扩产的预期，我们给予公司“增持”评级，目标价28元。
- Ø **风险因素。**明年欧洲光伏装机市场若出现政策导致的大幅萎缩，公司订单可能出现违约。多晶硅价格及组件价格的波动影响公司的利润水平。

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1017	2126	3980	5360
收入同比(%)	-6%	109%	87%	35%
归属母公司净利润	103	201	464	642
净利润同比(%)	38%	95%	131%	38%
毛利率(%)	22.4%	22.0%	19.5%	19.3%
ROE(%)	16.8%	12.3%	22.2%	23.4%
全面摊薄每股收益(元)	0.20	0.40	0.91	1.26
P/E	116.39	59.74	25.90	18.74
P/B	19.51	7.37	5.74	4.39
EV/EBITDA	84	31	20	15

图 1、单晶硅片及单晶组件近期价格



数据来源：湘财证券研究所

表 1、公司的分业务业绩预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
电池组件	收入(百万元)	333.55	1,039.49	999.89	2,126.00	3,000.00	3,600.00	4,250.00
	YOY		211.64%	-3.81%	112.62%	41.11%	20.00%	18.06%
	销量(MW)	12.04	37.73	81.96	200.00	300.00	400.00	500.00
	产能(MW)				175.00	275.00		
	单价(元/瓦)	27.70	27.55	12.20	10.63	10.00	9.00	8.50
	毛利率	10.93%	17.28%	22.02%	22.00%	21.00%	20.00%	20.00%
硅片	收入(百万元)					980.00	1,760.00	3,360.00
	YOY						79.59%	90.91%
	销量(亿片)					0.40	0.80	1.60
	产能(亿片)					0.80	1.60	1.60
	单价(元/片)				26.00	24.50	22.00	21.00
	毛利率					15.00%	18.00%	18.00%
总收入(百万元)		333.55	1,039.49	999.89	2,126.00	3,980.00	5,360.00	7,610.00
总成本(百万元)		297.09	859.86	779.71	1,658.28	3,203.00	4,323.20	6,155.20

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

注1：利润表预测中，公司今年上半年汇兑损失较大，因此2010年财务费用较高，2011年后按照正常水平估算。

注2：利润表预测中，公司今年上半年资产减值损失为-2691万元，主要是收回香港 CAPITAL 公司的欠款造成的，全年按照0万元估算，2011年后按正常水平估算。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1272	2009	2803	3315	营业收入	1017	2126	3980	5360
现金	375	1099	376	1063	营业成本	789	1658	3203	4323
应收账款	394	52	974	309	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	36	136	217	309	营业费用	18	43	76	104
预付账款	233	561	1037	1421	管理费用	21	39	77	102
存货	232	155	194	207	财务费用	34	152	57	58
其他流动资产	1	7	4	5	资产减值损失	33	0	29	28
非流动资产	643	1120	1628	1776	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-8	0	0	0
固定资产	335	629	946	973	营业利润	117	234	538	745
无形资产	33	133	283	483	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	275	358	399	320	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1915	3129	4431	5091	利润总额	119	234	538	745
流动负债	1110	1315	2151	2168	所得税	16	33	74	103
短期借款	761	704	1051	717	净利润	103	201	464	642
应付账款	77	140	284	377	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	272	471	815	1074	归属母公司净利润	103	201	464	642
非流动负债	188	183	185	185	EBITDA	151	411	637	855
长期借款	183	183	183	183	EPS (元)	0.23	0.40	0.91	1.26
其他非流动负债	5	0	2	2					
负债合计	1298	1498	2336	2354	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	458	509	509	509	成长能力				
资本公积	75	838	838	838	营业收入	-6.4%	109.1%	87.2%	34.7%
留存收益	83	284	749	1391	营业利润	55.9%	100.0%	130.0%	38.3%
归属母公司股东权益	617	1631	2096	2737	归属于母公司净利润	37.9%	94.8%	130.7%	38.2%
负债和股东权益	1915	3129	4431	5091	获利能力				
					毛利率(%)	22.4%	22.0%	19.5%	19.3%
现金流量表					净利率(%)	10.2%	9.5%	11.7%	12.0%
单位:百万元					ROE(%)	16.8%	12.3%	22.2%	23.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	10.3%	22.4%	17.0%	26.1%
经营活动现金流	82	643	-472	1282	偿债能力				
净利润	103	201	464	642	资产负债率(%)	67.8%	47.9%	52.7%	46.2%
折旧摊销	0	25	42	53	净负债比率(%)	79.81%	64.20%	56.30%	41.57%
财务费用	34	152	57	58	流动比率	1.15	1.53	1.30	1.53
投资损失	8	0	0	0	速动比率	0.94	1.41	1.21	1.43
营运资金变动	0	270	-1036	530	营运能力				
其他经营现金流	-62	-5	2	1	总资产周转率	0.58	0.84	1.05	1.13
投资活动现金流	-202	-508	-547	-201	应收账款周转率	4	10	8	8
资本支出	347	399	400	-0	应付账款周转率	12.21	15.31	15.11	13.08
长期投资	20	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	165	-109	-147	-201	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.40	0.91	1.26
筹资活动现金流	170	589	296	-394	每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	1.26	-0.93	2.52
短期借款	172	-57	347	-335	每股净资产(最新摊薄)	1.21	3.20	4.12	5.38
长期借款	3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	131	51	0	0	P/E	116.39	59.74	25.90	18.74
资本公积增加	75	763	0	0	P/B	19.51	7.37	5.74	4.39
其他筹资现金流	-211	-168	-51	-60	EV/EBITDA	84	31	20	15
现金净增加额	51	724	-723	687					

q 湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。