

公告点评

进军硅片切割，业绩超预期

新能源行业

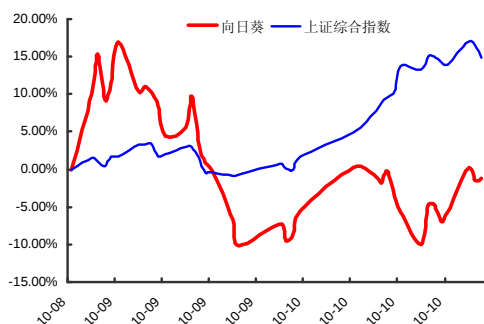
2010 年 10 月 28 日

向日葵（300111）三季报点评

投资评级： 推荐

合理价格： 31.15-33.82 元

最近 52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所新能源组

组长： 杨平

执业证书编号： S0590210020003

联系人：

杨春柳

电话： 0510-82833217

Email: yangcl@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：三季报业绩显示，公司主营业务发展良好，7-9 月实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 105.02%，归属母公司净利润为 8691.82 万元，同比增长 198.11%，1-9 月 EPS 为 0.30 元。

点评：

- **产能释放，公司成长性凸显。**公司产能扩张非常迅速，从最初的 25mw 扩大到 175mw，本次 IPO 募集资金用于“200mw 电池生产线二期 100mw”的项目，厂房现已完工，预计该部分生产线可以提前至明年第二季度全部达产，且转换率达到 18%以上，高于行业平均水平。
- **向上游延伸产业链，保证原料供给。**作为第一家登陆 A 股市场的纯正光伏企业，公司电池组件输出功率达到 195w，处于行业领先水平。公司拟用超募资金中的 4.65 亿元实施年产 1.6 亿片的硅片切割业务，预计明年下半年可以投产 8000 万片，在硅片紧俏的形势下，公司进军该领域片，不仅增加收入，而且可以为电池片生产提供保证。
- **优秀的团队，引领未来发展。**公司拥有一个优秀的管理团队，主要管理人员拥有十年以上工作经验，业务精湛，通过与日本 PVG Solutions 株式会社等合作交流，有效提高生产效率和管理水平。早期的“圈地”运动为后续快速发展提供了支撑。
- **新一轮扩张呼之欲出，值得期待。**鉴于公司超募资金投资的年产 8 英寸多晶硅 1.6 亿片，达产后上游硅片产能规模将超出目前下游电池片及组件产能，从垂直一体化业务模式匹配角度看，存在新一轮扩产的可能。
- **合理估值区间 31.15-33.82 元，给予“推荐”评级。**预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.50、0.89 和 1.16 元，鉴于公司的成长性，给予公司 11 年 35-38 倍市盈率，合理价格为 31.15-33.82 元。

附表：盈利预测表

财务报表输出

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	375	698	400	400	营业收入	1017	2325	2862	4406
应收款项	431	573	706	1086	营业成本	789	1852	2153	3454
存货净额	232	494	560	903	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	233	676	744	1213	销售费用	18	41	50	78
流动资产合计	1272	2452	2420	3612	管理费用	21	48	59	90
固定资产	536	718	1946	1879	财务费用	34	120	70	98
无形资产及其他	33	32	30	29	投资收益	-8	0	0	0
投资性房地产	75	75	75	75	资产减值及公允价值变动	31	-30	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	-61	60	-20	-20
资产总计	1915	3276	4471	5595	营业利润	117	293	520	676
短期借款及交易性金融负					营业外净收支	2	2	2	2
债	853	850	1670	1981	利润总额	119	295	521	677
应付款项	243	593	672	1083	所得税费用	16	38	68	88
其他流动负债	14	33	38	60	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	1110	1476	2379	3125	归属于母公司净利润	103	257	454	589
长期借款及应付债券	183	188	198	208					
其他长期负债	5	10	20	35	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
长期负债合计	188	198	218	243	净利润	103	257	454	589
负债合计	1298	1674	2597	3368	资产减值准备	16	-5	54	-3
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	20	49	109	161
股东权益	617	1602	1874	2227	公允价值变动损失	31	-30	10	10
负债和股东权益总计	1915	3276	4471	5595	财务费用	34	120	70	98
					营运资本变动	-187	-473	-119	-746
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	其它	-16	5	-54	3
每股收益	0.23	0.5	0.89	1.16	经营活动现金流	-33	-197	453	14
每股红利	0.25	0.2	0.36	0.46	资本开支	-242	-200	-1400	-100
每股净资产	1.35	3.15	3.68	4.38	其它投资现金流	20	-10	0	0
ROIC	12%	17%	17%	17%	投资活动现金流	-222	-210	-1400	-100
ROE	17%	16%	24%	26%	权益性融资	193	831	0	0
毛利率	22%	20%	25%	22%	负债净变化	3	5	10	10
EBIT Margin	19%	16%	21%	18%	支付股利、利息	-117	-103	-181	-236
EBITDA Margin	21%	19%	25%	21%	其它融资现金流	286	-3	820	312
收入增长	-6%	129%	23%	54%	融资活动现金流	252	730	648	86
净利润增长率	38%	148%	77%	30%	现金净变动	-3	323	-298	0
资产负债率	68%	51%	58%	60%	货币资金的期初余额	378	375	698	400
息率	1.10%	0.90%	1.70%	2.20%	货币资金的期末余额	375	698	400	400
P/E	105.4	47.2	26.7	20.5	企业自由现金流	-245	-290	-889	-3
P/B	17.7	7.6	6.5	5.4	权益自由现金流	44	-331	-120	233
EV/EBITDA	58.3	31.8	20.7	16.4					

资料来源：公司资料和国联证券预测

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。