

调研报告

业绩亮丽，工艺改造的排头兵

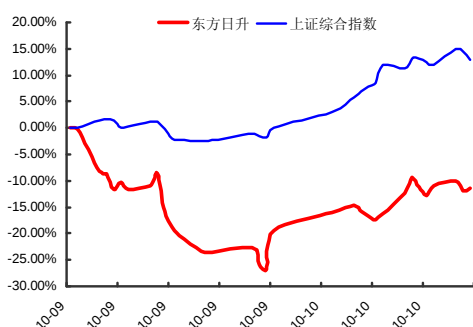
新能源行业

2010 年 10 月 28 日

投资评级： 推荐

合理价格： 65.36-68.8 元

最近 52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所低碳经济研究组

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。

东方日升（300118）调研简报

事件：

东方日升公司三季报单季实现营业收入 6.7 亿元，营业利润和净利润分别为 9917.76 万元、8897.14 万元，同比分别增长 19.63%、20%及 28.24%。近期，我们拜访公司，就募投项目的情况及公司未来发展方向，同公司进行深入交流，具体情况如下。

- **除了规模扩张，公司更注重生产效率最大化。**公司一直注重生产效率提升和工艺优化，通过同设备制造商合作，对各环节设备进行工艺改造，公司原有生产线实际产能高于设计产能近 40%；IPO 募投项目中有 50MW 已经于今年 8 月份正式投产，实际产出能实现近 100MW，保持 95%以上的良品率。
- **对明年市场需求保持乐观。**公司目前主要市场为欧洲，其中德国市场占比 65%左右，意大利市场也迅速增长，公司正在积极拓展美国和澳大利亚市场。对于 2011 年整体需求，公司较为乐观，预计全行业将实现 40%以上的增长。
- **灯具生产有效降低整体成本。**太阳能灯具业务仍将保持较快发展，一方面实现了废料的循环利用，提高了原材料利用率；另一方面有效的发挥了公司已与欧美地区的重要灯具采购商建立良好合作关系，为进一步开拓市场提供有力支持。
- **转换效率继续提升。**公司充分利用原有太阳能电池片生产方面所取得的专利优势和技术攻关成果，实现 180⁺ 正方单晶硅组件的常规销售，处于行业领先水平，募投项目已向着转化率 18%以上、200 瓦以上的大输出功率太阳能电池组件迈进。
- **存在产能扩张和产业链延伸的可能。**公司 IPO 超募资金 13 亿，上游硅片生产，横向电池片及组件扩产、下游电站市场都有可能是公司超募资金的投向。公司已经获得中国的金太阳认证证书，在国内的光伏电站建设方面积累一定经验，新成立的香港子公司将为进军国外光伏电站市场提供一条便利通道。

- **合理价格区间 65.36-68.8 元，给予“推荐”评级。**鉴于公司募投的“75mw 的光伏产品”项目中有 50mw 于今年 8 月份实现投产，另外 25mw 明年上半年投产，且该三条生产线产能可以实现两倍于预计产能的目标。不考虑超募资金用途，我们预计公司 2010-2012 年的光伏组件实际产能分别达到 178mw、248mw 和 285mw，鉴于以上假设，预计其 EPS 分别为 1.05 元、1.72 元、1.97 元。我们选择七家同行业公司进行比较，2011 平均市盈率为 39.11 倍，考虑到公司超募资金尚未使用，我们给予 2011 年 38-40 倍 PE，目标价为 65.36-68.8 元，给予公司“推荐”评级。

图表 1 A 股可比公司估值

证券 代码	公司简称	最新价 2010-10-27	EPS				EPS			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
600151	航天机电	14.66	0.10	0.27	0.23	0.39	146.60	55.22	62.70	37.98
300080	新大新材	51.09	0.93	1.14	1.70	2.29	54.94	44.82	30.05	22.31
002371	七星电子	79.50	1.02	1.18	1.67	2.18	77.94	67.61	47.68	36.43
600206	有研硅股	17.78	-	-	0.43	0.41	-	-	41.32	43.45
300111	向日葵	23.78	0.25	0.35	0.56	0.74	95.12	67.94	42.46	32.14
002129	中环股份	17.20	-	0.15	0.51	0.78	-	115.44	34.06	22.05
600537	海通集团	37.00	0.89	1.63	2.38	5.03	41.57	22.68	15.53	7.35

数据来源：国联证券研究所、WIND

附表：盈利预测表

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10-10-27					
单位: 百万											
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	891.59	841.76	2,256.45	2,738.57	2,957.86	现金	131.85	200.64	1,779.22	1,848.32	2,069.43
YOY(%)	220.4%	-5.6%	168.1%	21.4%	8.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	774.62	624.17	1,768.34	2,155.34	2,305.78	应收款项净额	97.58	233.04	624.70	758.18	818.89
营业税金及附加	3.49	2.83	7.67	9.31	10.06	存货	99.31	161.29	459.95	556.06	592.40
销售费用	3.91	25.77	69.08	83.83	90.55	其他流动资产	72.49	120.37	322.66	391.60	422.96
占营业收入比(%)	0.4%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	流动资产总额	401.24	715.33	3,186.54	3,554.15	3,903.67
管理费用	21.16	45.91	123.75	150.19	162.22	固定资产净值	95.21	122.20	360.23	497.05	511.96
占营业收入比(%)	2.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	减: 资产减值准备	(6.48)	(8.35)	(24.62)	(33.98)	(35.00)
EBIT	88.15	142.82	287.14	339.41	388.77	固定资产净额	88.73	113.85	335.60	463.07	476.99
财务费用	2.76	7.17	80.08	2.00	1.53	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.3%	0.9%	3.5%	0.1%	0.1%	在建工程	21.86	7.56	108.44	28.56	8.06
资产减值损失	(6.48)	(8.35)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	5.00	8.00	10.00	固定资产总额	110.59	121.41	444.04	491.63	485.04
营业利润	78.90	127.29	137.38	344.84	396.62	无形资产	12.20	11.95	11.47	10.99	10.52
营业外净收入	0.84	8.61	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.74	135.90	212.06	345.41	397.24	其他长期资产	1.07	2.32	2.32	2.32	2.32
所得税	9.57	19.77	27.57	44.90	51.64	资产总额	525.10	851.02	3,644.37	4,059.10	4,401.55

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。