

湘财证券研究所

有色钢铁研究小组

叶鑫

Tel: 021-68634510-8708

email: yx2893@xcsc.com

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

email: ycx3112@xcsc.com

刘金钟

Tel: 021-68634510-8193

email: ljb2861@xcsc.com

相关研究

湘财证券-公司点评报告-横店东磁 (002056): 磁性材料需求旺盛, 太阳能电池片投产顺利 20100706

湘财证券_行业深度报告_有色金属行业 2010 年中期投资策略: 迎接“新金属”投资浪潮 20100626

事件:

公司于 2011 年 11 月 3 日晚公告拟加大对光伏产业的投入, 新增:

- 1、公司拟在河南省杞县太阳能光伏工业功能区投资建设100MW太阳能多晶硅片及13 万只坩锅投资项目。项目总投资为35355 万元, 项目全部投产后将可实现每年生产100MW 太阳能多晶硅片及13 万只坩锅投资项目的生产能力, 年实现销售收入110500 万元, 年利润总额15112 万元。
- 2、公司拟在横店西环路西侧新征土地构建东磁光伏园区并投资建设500MW大规模晶体硅太阳能电池片及250MW 组件项目。项目报批总投资109711 万元, 项目全部投产后将可达到每年生产500MW大规模晶体硅太阳能电池片及250MW太阳能电池组件的生产能力, 年实现销售收入662500 万元, 年利润总额58403万元。

投资要点:

公司第四次宣布光伏领域的投资, 总产能突破 GW 级

公司从 2009 年开始进军光伏产业以来, 先后四次宣布了光伏领域的投资, 总产能将突破吉瓦级别, 分别是: (1) 东磁光伏园区 100MW 太阳能电池片产能; (2) 河南杞县 100MW 太阳能单晶硅片产能; (3) 东磁光伏园区 300MW 太阳能电池片和 50MW 组件产能; (4) 东磁光伏园区 500MW 太阳能电池片和 250MW 组件产能, 以及河南杞县 100MW 太阳能多晶硅片和 13 万只坩锅产能。以上四个光伏投资项目都将在 2012 年底前完成建设, 届时公司的光伏产能将达到: 单晶硅片 100MW、多晶硅片 100MW、太阳能电池片 900MW、组件 300MW、坩锅 13 万只。

发挥后发优势, 迅速实现“品质+规模+产业链”的突破

公司的光伏投资项目于今年 3 月份才开始逐步投产, 属于光伏领域的新进入者, 公司充分发挥后发优势, 迅速实现“品质+规模+产业链”的突破。(1) 在产品品质方面, 公司采购先进设备和引进高水平技术人员使产品品质得以保证。根据公司的公告, 截止到 2010 年上半年, 已建成投产两条生产线, 产品成品率稳定在 97%以上, 平均转换效率达到 17.4%, 平均功率 2.68W。(2) 在规模扩张上, 公司适时抓住市场爆发性增长的机遇, 在短时间内从无到有, 迅速实现 GW 级别的产能扩张。(3) 在光伏产业链方面, 公司不断进行延伸, 在光伏产业链“硅料—硅片—电池片—组件—应用系统”5 个环节中布局了“硅片—电池片—组件”3 个环节, 增强了一体化的竞争优势。

从公司以往的市场策略来看, 公司依靠自身民营企业的决策灵活性和强大的执行力, 投产新项目一般会选择较为成熟的市场时机迅速投产, 此次光伏产业的投资也印证了公司的市场策略, 不排除公司进行进一步的产业链延伸的可能性。公司接二连三的加大光伏产业投资, 也表明公司的产品和经营已趋于稳定, 具备大规模的能力。

未来光伏市场具备持续扩张的潜力

欧洲尤其德国的大幅补贴政策使得太阳能在近几年实现了突破式的发展, 尽

管市场担忧德国政府补贴政策的调整对 2011 年及 2012 年的需求造成很大影响，但我们认为随着光伏产业的发展，自身价格竞争力的加强，光伏市场仍将保持增长。此外，一些光伏行业的新兴市场正在崛起，根据奥巴马总统的新能源计划，美国将加大太阳能的安装。中国也将新能源作为未来的战略性行业来发展，尤其重点发展核能、光能、风能等。其它新兴市场国家也都将太阳能作为绿色环保的替代能源重点发展，未来需求将继续保持强劲。根据 iSuppli 的预测，2011 年全球 PV 装机容量将达到 20.2GW，同比增长 42.7%，到 2014 年，装机容量将达到 40GW 左右，未来 5 年将保持 30% 左右的复合增长率，随着价格下降带来的竞争力，未来的市场空间值得期待。

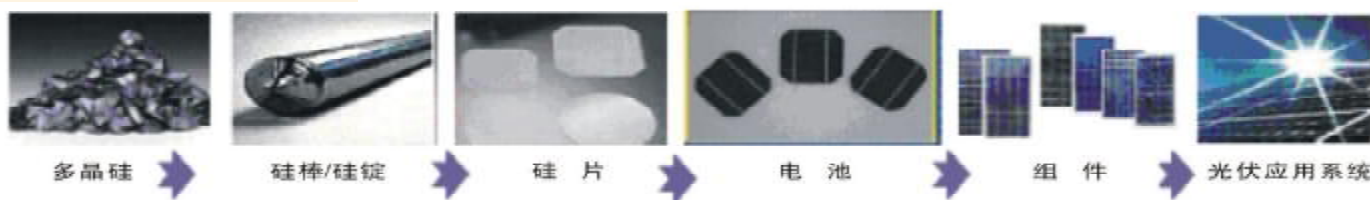
r 大幅调高公司盈利预测，维持“买入”评级

鉴于公司太阳能扩产提速带来公司持续的竞争力和盈利能力的提升，我们调高公司 2010-2012 年的每股盈利预测至 0.96 元、1.83 元和 2.20 元，分别比上期预测提高了 0.34 元、0.91 元和 1.00 元，维持“买入”评级。

r 风险提示：下游需求放缓，原材料价格波动。

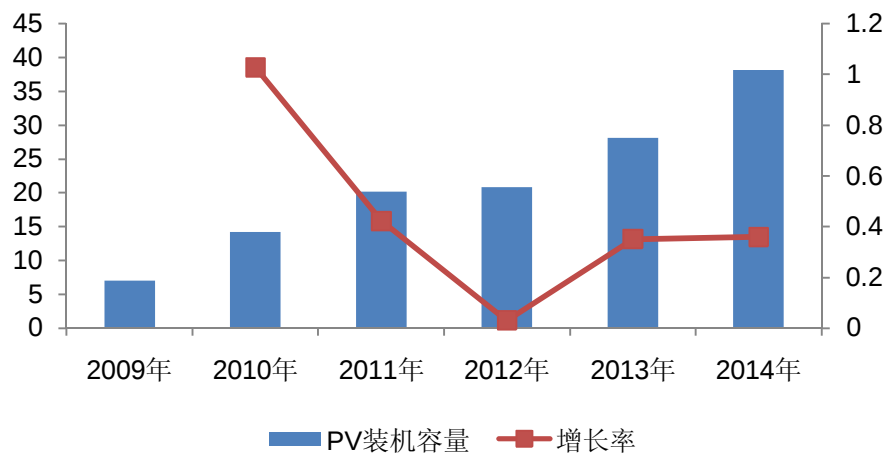
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1350	2988	8099	10390
收入同比(%)	-15%	121%	171%	28%
归属母公司净利润	162	394	750	906
净利润同比(%)	9%	142%	91%	21%
毛利率(%)	27.9%	25.5%	21.2%	20.3%
ROE(%)	6.7%	14.2%	21.6%	21.3%
每股收益(元)	0.40	0.96	1.83	2.20
P/E	98.66	40.70	21.35	17.69
P/B	6.64	5.76	4.62	3.77

表 2 光伏产业链



来源：湘财证券研究所

图 1 光伏装机容量预测



来源：iSuppli，湘财证券研究所

表 3 公司光伏产能产量预测

	2013 年		2012 年		2011 年		2010 年	
	产能(MW)	产量(MW)	产能(MW)	产量(MW)	产能(MW)	产量(MW)	产能(MW)	产量(MW)
电池片	900	900	900	750	700	550	300	165
硅片	200	200	200	150	150	125	100	50
组件	300	300	300	200	200	125	50	0

来源：湘财证券研究所

表 4 公司盈利预测

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	1709	2314	5486	4436	营业收入	1350	2988	8099	10390
现金	1111	500	500	500	营业成本	973	2227	6379	8284
应收账款	344	913	2520	1925	营业税金及附加	9	18	51	64
其他应收款	8	21	55	70	营业费用	67	99	243	312
预付账款	25	57	162	211	管理费用	116	179	405	520
存货	209	786	2173	1633	财务费用	-13	7	149	154
其他流动资产	13	37	75	98	资产减值损失	13	3	5	5
非流动资产	1064	1917	2736	2670	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	766	1668	2514	2462	营业利润	181	455	867	1051
无形资产	187	187	187	187	营业外收入	11	9	10	10
其他非流动资产	110	61	34	21	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2773	4231	8222	7106	利润总额	188	461	873	1057

流动负债	331	1427	4731	2841	所得税	26	69	126	156
短期借款	23	975	3481	1120	净利润	162	391	747	901
应付账款	189	351	1007	1406	少数股东损益	-0	-2	-3	-5
其他流动负债	119	101	243	314	归属母公司净利润	162	394	750	906
非流动负债	24	23	25	24	EBITDA	264	615	1297	1571
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.96	1.83	2.20
其他非流动负债	24	23	25	24	主要财务比率				
负债合计	355	1451	4756	2865	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5	2	-1	-5	成长能力				
股本	411	411	411	411	营业收入	-15.1%	121.3%	171.1%	28.3%
资本公积	1280	1280	1280	1280	营业利润	4.7%	151.6%	90.5%	21.2%
留存收益	723	1087	1776	2556	归属于母公司净利润	8.6%	142.4%	90.7%	20.7%
归属母公司股东权益	2414	2778	3467	4247	获利能力				
负债和股东权益	2773	4231	8222	7106	毛利率(%)	27.9%	25.5%	21.2%	20.3%
现金流量表					净利率(%)	12.0%	13.2%	9.3%	8.7%
单位:百万元					ROE(%)	6.7%	14.2%	21.6%	21.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	10.5%	12.0%	13.4%	21.0%
经营活动现金流	274	-491	-1195	2940	偿债能力				
净利润	162	391	747	901	资产负债率(%)	12.8%	34.3%	57.8%	40.3%
折旧摊销	95	152	281	366	净负债比率(%)	17.9%	67.2%	73.2%	39.1%
财务费用	-13	7	149	154	流动比率	5.16	1.62	1.16	1.56
投资损失	1	0	0	0	速动比率	4.50	1.07	0.70	0.99
营运资金变动	12	-1069	-2484	1558	营运能力				
其他经营现金流	17	28	113	-39	总资产周转率	0.50	0.85	1.30	1.36
投资活动现金流	-132	-996	-1100	-300	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	152	1000	1100	300	应付账款周转率	5.85	8.25	9.39	6.87
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	20	4	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.96	1.83	2.20
筹资活动现金流	-99	875	2295	-2640	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	-1.19	-2.91	7.15
短期借款	-46	951	2506	-2360	每股净资产(最新摊薄)	5.87	6.76	8.44	10.34
长期借款	-40	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	98.66	40.70	21.35	17.69
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	6.64	5.76	4.62	3.77
其他筹资现金流	-14	-76	-211	-280	EV/EBITDA	57	24	12	10
现金净增加额	44	-611	0	0					

来源: 湘财证券研究所

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。

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。