

调研报告

近看产能扩张，远看产业链延伸

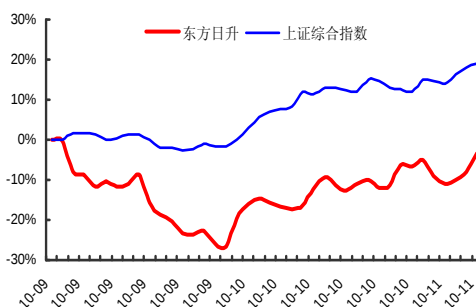
新能源行业

2010年11月09日

投资评级： 强烈推荐

合理价格： 63.3-73.9 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：

杨平

电话： 021-38991500

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）“建设年产 300mw 太阳能

电池生产线技术改造项目”点评

事件：

东方日升公司 IPO 共募集资金 18.9 亿元，超募金额为 13.38 亿元。11 月 9 日，公司公告称将使用超募资金的 8.25 亿元新增 5 条晶硅太阳能电池生产线，共 300mw；利用 2.5 亿元永久性补充流动资金。项目拟 2010 年 12 月开始洁净厂房施工，2012 年 1 月正式投产。

- **设计产能扩三倍，规模效应明显。**公司一直注重生产效率提升和工艺优化，原有生产线实际产能高于设计产能近 40%；IPO 募投项目产能有望实现设计产能的 2 倍。超募资金拟建设的 300mw 太阳能电池生产线，年设计产能将扩至 450mw，实际产能将远大于此，将体现公司的规模效应优势。
- **项目进度存在超预期的可能。**公司保守估计的 12 个月投建期中，包括 3-4 个月的试生产时期，作为设备安装和工艺改造的先行者，我们完全有理由相信公司超募资金投建的项目进度会超预期完成，预计 10-12 年的产能分别为 178mw、338mw 和 645mw。
- **打开美国市场，平滑欧洲市场回调风险。**公司的“日升”商标不仅通过了德国、意大利等欧洲国家的商标注册，保证原有市场销售。而且公司将目光投向美国、加拿大等产业新兴地区，已取得美国 UL 认证，拟定产品目标中 150mw 销往该地区，超过拟定项目的一半产能，我们看好此块市场的增长潜力。
- **产业链下游延伸，值得期待。**金太阳项目让公司在国内的光伏系统建设方面积累一定经验，在中游环节毛利率下滑的预期下，新成立的香港子公司不仅方便海外销售业务，而且为进军国外光伏电站建设提供一条便利通道，有望分享系统集成的丰厚回报。
- **合理价格区间 63.3-73.9 元，给予“强烈推荐”评级。**预计其 EPS 分别为 1.33 元、2.11 元、2.79 元。相比同行业公司，我们给予 2011 年 30-35 倍 PE，目标价为 63.3-73.9 元，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

附表：盈利预测表

财务报表预测与财务指标 单位：百万

更新日期： 10-11-09

利润表						资产负债表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	891.59	841.76	2,323.89	3,291.56	5,298.89	现金	131.85	200.64	1,829.72	1,234.86	1,162.36
YOY(%)	220.4%	-5.6%	176.1%	41.6%	61.0%	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	1,792.28	2,577.56	4,275.82	应收款项净额	97.58	233.04	643.37	911.27	1,467.01
营业税金及附加	3.49	2.83	7.82	11.07	17.83	存货	99.31	161.29	464.84	665.52	1,102.81
销售费用	3.91	25.77	71.14	100.76	162.21	其他流动资产	72.49	120.37	332.30	470.67	757.71
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	3,270.24	3,282.33	4,489.88
管理费用	21.16	45.91	116.19	164.58	264.94	固定资产净值	95.21	122.20	438.24	478.57	1,034.26
占营业收入比(%)	2.4%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	减：资产减值准备	6.48	8.35	29.96	32.71	70.70
EBIT	88.15	142.82	335.98	437.11	577.60	固定资产净额	88.73	113.85	408.29	445.86	963.56
财务费用	2.76	7.17	41.32	2.45	3.65	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.3%	0.9%	1.8%	0.1%	0.1%	在建工程	21.86	7.56	0.00	610.28	68.64
资产减值损失	6.48	8.35	25.00	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	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	110.59	121.41	408.29	1,056.14	1,032.20
营业利润	78.90	127.29	269.66	434.66	573.95	无形资产	12.20	11.95	11.47	10.99	10.52
营业外净收入	0.84	8.61	5.00	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	274.66	434.66	573.95	其他长期资产	1.07	2.32	2.32	2.32	2.32
所得税	9.57	19.77	41.20	65.20	86.09	资产总额	525.10	851.02	3,692.32	4,351.79	5,534.92
所得税率(%)	12.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	155.40	187.89	150.00	150.00	150.00
净利润	70.17	116.13	233.46	369.46	487.86	应付款项	116.73	283.13	816.00	1,168.28	1,935.91
占营业收入比(%)	7.9%	13.8%	10.0%	11.2%	9.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	(1.44)	9.46	27.01	38.64	63.85
归属母公司净利润	70.17	116.13	233.46	369.46	487.86	流动负债	270.69	480.48	993.01	1,356.91	2,149.76
YOY(%)	241.9%	65.5%	101.0%	58.3%	32.0%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	10.73	0.89	1.33	2.11	2.79	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						负债总额	270.69	480.48	993.01	1,356.91	2,149.76
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力						股东权益	254.41	370.54	2,699.31	2,994.87	3,385.16
营业收入	220.4%	-5.6%	176.1%	41.6%	61.0%	负债和股东权益	525.10	851.02	3,692.32	4,351.79	5,534.92
营业利润	297.4%	61.3%	111.8%	61.2%	32.0%						
净利润	241.9%	65.5%	101.0%	58.3%	32.0%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	13.1%	25.8%	22.9%	21.7%	19.3%	税后利润	70.17	116.13	233.46	369.46	487.86
净利率(%)	7.9%	13.8%	10.0%	11.2%	9.2%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	27.6%	31.3%	8.6%	12.3%	14.4%	公允价值变动	6.48	8.35	25.00	0.00	0.00
ROA(%)	13.4%	13.6%	6.3%	8.5%	8.8%	折旧和摊销	6.71	11.88	27.00	49.87	86.44
速动比率	1.12	1.15	2.83	1.93	1.58	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	51.6%	56.5%	26.9%	31.2%	38.8%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-15.97	-360.00	-700.00	-100.00
总资产周转率	169.8%	98.9%	62.9%	75.6%	95.7%	投资活动现金流	0.00	-15.97	-360.00	-700.00	-100.00
应收账款周转天数	39.95	101.05	101.05	101.05	101.05	股权融资	0.16	0.00	2,142.00	0.00	0.00
存货周转天数	46.98	95.66	95.66	95.66	95.66	长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	10.73	0.89	1.33	2.11	2.79	股利分配	-4.93	-8.59	-46.69	-73.89	-97.57
						计入循环贷款前融资活					
每股净资产	38.89	2.85	15.42	17.11	19.34	动产生的现金流量	-4.78	-8.59	2,095.31	-73.89	-97.57
估值比率						循环贷款的增加(减少)	173.16	32.96	-37.89	0.00	0.00
P/E	5.2	62.4	41.8	26.4	20.0	融资活动现金流	163.44	15.78	2,057.42	-73.89	-97.57
P/B	1.4	19.6	3.6	3.3	2.9	现金净变动额	109.19	68.78	1,629.09	-594.86	-72.50

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。