

光伏电池新秀

谨慎推荐（首次）

调研简报

俞春燕

电话：0769-22119410

邮箱：ycy@dgzq.com.cn

2010 年 11 月 11 日

事件：

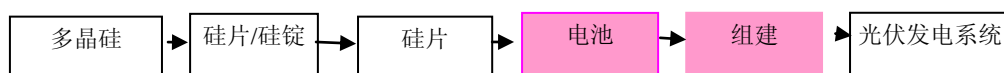
近日我们调研了东方日升，就公司目前发展状况和未来前景与公司董秘雪山行进行了交流。以下是本次调研的简要点评。

点评：

1、公司主营光伏电池及组建，2010 年分享全球光伏产业盛宴

东方日升主营业务为晶体硅太阳能电池、组建、太阳能灯具等光伏应用产品的研发、制造与销售。

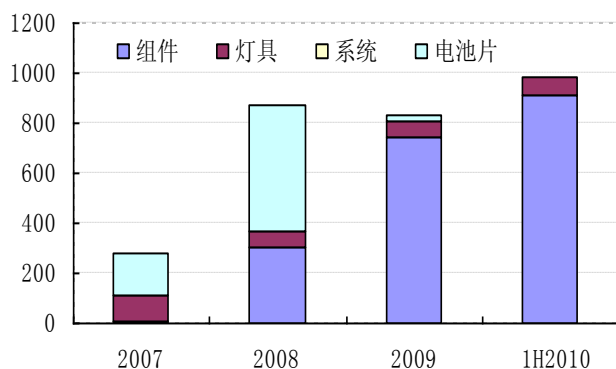
图 1：公司所处光伏产业链（红色）



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

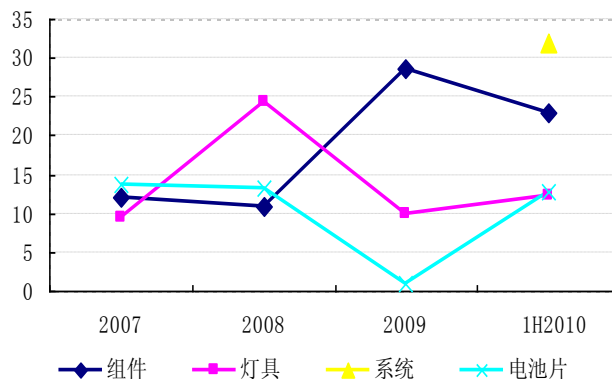
08 年、09 年和 10 年前三季度公司收入分别为 8.42 亿元、8.92 亿元、16.52 亿元，净利润分别为 0.7 亿元、1.16 亿元和 1.67 亿元。国内光伏电池及其组建在经历金融危机的影响后，量价齐升，2010 年国内光伏企业充分享受了全球光伏装机容量大幅增长带来的盛宴。截至前三季度，公司收入已经较 09 年翻番。

图 2：公司分产品收入



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：分产品毛利率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2、募投产能投产后公司产能将大幅提升，产能利用率高提升实际产能

公司原有 3 条电池片生产线，合计产能 75MW，募投项目共 3 条线，合计产能 75MW。募投项目投产后公司理论产能将达到 150MW。由于公司实际产能远大于理论产能，预计 2010 年和 2011 年公司产能将达到 180MW 和 400MW，11 年产能相对 10 年预计提升一倍以上。2010 年公司前三季度毛利率为 22%，处于行业中上游。主要得益于将废料作为光伏灯具使用，同时组件销售走中高价路线，公司销售均价处于行业中端，低于无锡尚德。

表 1：国内主要厂商产能及扩产计划

名称	主营	2009 年产能		扩产计划
		电池	组件	
尚德	电池、组件	1100	1100	2010 年将达 1400MW
晶澳	电池、组件	800	0	2010 年末电池 1100MW，组件 300MW
天合	拉晶切片、电池、组件	600	600	2010 年中电池、组件分部达到 850/950MW
英利	拉晶切片、电池、组件		600	2010 年末产业链均衡达到 1000MW
阿特斯	拉晶切片、电池、组件	420	420	2010 年中电池、组件各达 700MW
林洋	拉晶切片、电池、组件	360	550	2010 年末电池 480MW，组件 700MW
南京中电	电池	320	0	
东方日升	电池、组件、灯具	75	75	2010 年末电池、组件各达 150MW

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3、喇叭型战略：适当向上游延伸，加大对下游的扩展

公司的战略是在发展组件和电池等中游产品的同时，适当的进入上游拉晶切片领域以增强原材料供给的安全性和稳定性，稳定毛利率，预计未来硅片将有 30%左右自给。同时加大下游行业的扩展，公司拟在德国进行光伏电站的建设，建设完工后销售给当地的运营商。光伏电站在德国具有稳定的收益，预计公司在海外建设电站的毛利率将高于销售组件的毛利率。

4、给予“谨慎推荐”的投资评级

公司通过技术改造和工艺改进，产能利用要大幅高于其理论产能。我们预计 2010 年/2011 年每股收益分别为 1.39 元/2.22 元，对应 2010 年/2011 年 pe 分别为 41 倍和 26 倍，整体估值低于创业板板块估值，也低于光伏板块整体估值（2010 年/2011 年 pe 分别为 42 倍和 31 倍）。光伏电池行业 2010 年迎来了需求的爆发，首次给予东方日升“谨慎推荐”的投资评级。

5、主要风险

光伏电池行业扩产较为容易，各大厂商纷纷扩产加大供给，2010 年经历了国外市场的大爆发，2011 年预计需求增速将放缓。国内光伏电池占全球市场供给的 30%以上，95%国内生产的光伏电池出口，因此国际市场的需求波动对国内光伏电池行业影响很大。

表 2：盈利预测

科目(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	278.30	891.59	841.76	2,230.66	3,351.12
营业总收入—YOY		220.37%	-5.59%	165.00%	50.23%
营业总成本	258.44	812.68	714.47	1,954.73	2,909.78
营业成本	245.31	774.62	624.17	1,739.92	2,647.39
营业成本—YOY		215.77%	-19.42%	178.76%	52.16%
综合毛利率	11.85%	13.12%	25.85%	22.00%	21.00%
营业税金及附加	1.05	3.49	2.83	7.36	11.06
营业税金及附加率	0.38%	0.39%	0.34%	0.33%	0.33%
销售费用	3.48	3.91	25.77	78.07	117.29
销售费用率	1.25%	0.44%	3.06%	3.50%	3.50%
管理费用	6.09	21.41	46.16	100.38	150.80
管理费用率	2.19%	2.40%	5.48%	4.50%	4.50%
EBIT	22.37	88.15	142.82	304.93	424.59
EBITDA	25.49	101.75	163.10	317.03	555.26
财务费用	3.19	2.76	7.17	29.00	-16.76
财务费用率	1.15%	0.31%	0.85%	1.30%	-0.50%
期间费用	12.76	28.09	79.11	207.45	251.33
期间费用率	4.59%	3.15%	9.40%	9.30%	7.50%
资产减值损失	-0.68	6.48	8.35	0.00	0.00
资产减值损失率	-0.24%	0.73%	0.99%	0.00%	0.00%
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	10.00	15.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	10.00	15.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	19.85	78.90	127.29	285.93	456.34
营业利润率	7.13%	8.85%	15.12%	12.82%	13.62%
加 营业外收入	0.51	1.22	9.00	0.00	0.00
减 营业外支出	0.19	0.39	0.40	0.00	0.00
利润总额	20.18	79.74	135.90	285.93	456.34
减 所得税	-0.34	9.57	19.77	42.89	68.45
实际所得税率	-1.69%	12.00%	14.55%	15.00%	15.00%
加 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20.52	70.17	116.13	243.04	387.89
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益/利润总额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母公司所有者的净利润	20.52	70.17	116.13	243.04	387.89
销售净利率	7.37%	7.87%	13.80%	10.90%	11.57%
YOY - 归属母公司净利润		241.94%	65.50%	109.29%	59.60%
总股本(万)	17,500.00	17,500.00	17,500.00	17,500.00	17,500.00
基本每股收益(元)	0.12	0.40	0.66	1.39	2.22

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究发展中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn