

携工艺改进和装备改造优势，产能快速扩张

报告关键点：

- 通过工艺改进和装备改造后，各项目产能大大超过设计产能
- 上调公司盈利预测，2010-2012年EPS分别为1.35元、2.15元、3.72元，按照2011年40倍市盈率估值，上调目标价位至86元，给予“买入-A”投资评级

报告摘要：

- 具备工艺改进和装备改造优势是公司显著特点：公司在太阳能电池片生产工艺、组件生产改进、和装备技术改造上形成优势，提高光伏产品转换效率和生产产能。公司的这个优势在老生产线，募集资金项目和超募资金项目都得到充分发挥。
- 光伏产品产能快速扩张：在原有75MW生产线基础上，募集资金项目扩产75MW，超募资金项目扩产300MW。通过公司对工艺进行和装备改进，每个项目的实际产能都将或已经大大超过设计产能，不考虑任何停产的情况，预计2010-2012年电池片满负荷理论产能分别为192.6MW，468MW，822.24MW。
- 延伸产业链：公司的太阳能灯具提高了原材料的利用率，公司在香港设立子公司将经营太阳能电站项目投资业务，也不排除公司向上游拓展业务的可能，进一步提升盈利空间。
- 拟签订硅片长单保原材料供给：公司拟与三家公司订购的太阳能晶硅片合计7200万片，我们测算可以保障公司约184MW（单晶125硅片）-290MW（多晶156硅片）的电池片原材料。将规避由于太阳能晶硅片货源的不稳定而产生的风险，为公司2011年业务发展奠定基础，确保公司原材料的供给。
- 盈利预测与公司评级：公司三季报盈利超预期，11月5日发布业绩预增公告，预测2010年业绩增长67.92%-106.67%，对应EPS为1.11元-1.37元。我们上调公司盈利预测，2010-2012年EPS分别为1.35元、2.15元、3.72元，按照2011年40倍市盈率估值，上调目标价位至86元，给予“买入-A”投资评级。
- 风险提示：公司产能扩张进度受到设备订货交付、建设、调试等因素的影响。我们预测2010年全球光伏安装量14-15GW，2011年全球光伏安装量增长20%-30%，公司产能扩张的同时，其他厂商的产能也在扩张，在经历了2010年供不应求之后，公司未来将面对产能过剩的全球供给和增速下降的需求。

评级：
买入-A

上次评级：

目标价格：86.00 元

期限：6 个月 上次预测：

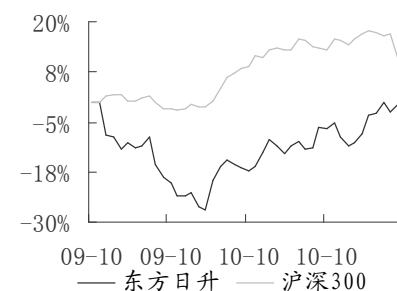
现价：57.20 元

报告日期：2010-11-14

市场数据

总市值(百万元)	10,010.00
流通市值(百万元)	2,059.20
总股本(百万股)	175.00
流通股本(百万股)	36.00
12 个月最高/最低	42.05/60.00 元
十大流通股股东(%)	3.97%
股东户数	24,384

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.97	(16.01)	5.72
绝对收益	20.07	(0.73)	(0.73)

研究员

黄守宏	高级行业分析师
010-66581627	huangsh@essence.com.cn
证书编号	S1450210030003
汲亚飞	行业分析师
010-66581629	jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	891.6	841.8	2,156.4	2,988.5	5,093.6
Growth(%)	220.4%	-5.6%	156.2%	38.6%	70.4%
净利润	70.2	116.1	236.8	376.1	651.5
Growth(%)	241.9%	65.5%	104.0%	58.8%	73.2%
毛利率(%)	13.1%	25.8%	22.1%	21.0%	21.6%
净利润率(%)	7.9%	13.8%	11.0%	12.6%	12.8%
每股收益(元)	0.40	0.66	1.35	2.15	3.72
每股净资产(元)	1.45	2.12	13.57	15.07	17.68
市盈率	142.7	86.2	42.3	26.6	15.4
市净率	39.3	27.0	4.2	3.8	3.2
净资产收益率(%)	27.6%	31.3%	10.0%	14.3%	21.1%
ROIC(%)	128.9%	44.4%	79.4%	41.9%	35.5%
EV/EBITDA	4.5	50.8	24.0	17.0	10.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.1%	2.0%

前期研究成果

旭日东升，后起之秀（2010-08-10）

1. 具备工艺技术创新和装备改造优势是东方日升显著特点

东方日升非常重视对技术研发的投入和自主创新能力的提高，通过引进人才，联合高校等方式形成了专业稳定的科研队伍。近年来，通过不断地技术攻关，形成了多项专利技术。公司的技术优势主要体现在太阳能电池片生产工艺改造和完善上，实现了国内第一条全国产化太阳能电池片整体生产线的产业化生产，并在规模化生产过程中，对生产工艺进行了多项技术革新和改造，使该生产线生产的电池片光电转换效率达到了同类进口设备水平，生产能力超过了同类进口设备生产线的实际产能比设计产能提高 20% 以上。目前公司老生产线生产 125mm x 125mm 单晶硅电池片月产能约 40 万片。相关的重大工艺技术创新主要有：

1.1. 电池片生产工艺改进技术

(1) 清洗工艺：采用硅片表面大面积织构化技术，增大了太阳能电池片的吸收面积，减少了对太阳光的反射，提高了对太阳光的吸收率，从而提高了转换率。

(2) 扩散工艺：采用高浓度浅结扩散工艺技术，有效改善了 P-N 结（电池正负极），提高了太阳能电池片对太阳光的吸收率，从而提高了转换率；采用磷吸杂技术，增强了太阳能电池片对蓝光的响应，使硅片表面易于钝化，提高了对太阳光的吸收率，从而进一步提高了转换率；采用高低结结构工艺技术，有效减少电池接触电极的串联电阻，减少输出功率的损耗。

(3) 等离子增强化学气相沉积工艺：采用表面钝化技术，提高了太阳能电池片的填充因子，从而提高了转换效果。

1.2. 组件生产技术创新

(1) 材料匹配技术：通过比对不同材料厂家的材料性能和公司自产电池片的光谱响应情况，进行反复试验，形成“高效单晶硅太阳能电池组件”、“大面积多晶硅太阳能电池组件”生产技术，采用先进的透光玻璃及高品质 EVA，配合变温调节层压工艺，做出高效率组件。

(2) 质量控制技术：在焊接工艺、检测工艺、层压工艺中使用多项技术保证产品质量。焊接工艺采用“多二极管或二极管管芯压焊技术”，可抑制太阳能组件的热斑效应，保证组件质量的可靠性；检测工艺中使用盐雾腐蚀试验箱、拉力试验、光伏组件紫外光试验机、高低温交变湿热试验箱、冰雹试验箱进行测试，达到 IEC61215 检测标准；层压工艺中采用自主创新的“太阳能电池板组件的叠层结构及其层压工艺”，通过层压工艺使叠层好的太阳能组件成型，可以节约原材料、节约生产时间，提高工作效率，彻底解决胶带给组件带来的安全隐患，提高组件的品质和寿命。此外，公司还采用“长寿命防腐边框处理工艺”，通过氧化处理，保证组件的长期使用。

(3) 产能提升技术：公司采用“快速 EVA 固化工艺”，缩短层压时间，提高组件产能，层压时间从 21 分钟降至 18 分钟，产能提高 14.3%；采用“快速防水防漏电连接器技术”，提高组件安装工作效率；采用“快速全密封、一体化连接技术”，保证产品质量的前提下，提高组件生产效率。

1.3. 装备技术改造优势

我国太阳能光伏产品生产厂家的生产设备差异不大，但在对设备进行更新改造方面的能力差异很大。东方日升拥有一批经验丰富的生产技术人员，具备较强的设备更新改

造能力。电池片生产方面的重要装备改进有：

- (1) 硅片来料检测工序：将测试电阻率改为测试方块电阻，提高了测试速度。
- (2) 清洗制绒工序：增加了气沸，同时增加了喷淋的方位，改善了制绒效果，保证了硅片绒面效果的一致性。
- (3) 扩散工序：增加了独立、可调的排废系统，杜绝了扩散炉内的交叉污染。
- (4) 等离子增强化学气相淀积工序：将单机联控系统改为独立控制系统，减少了停机次数，增加了产量；增加了可控温的加热系统，使气体流量、温度稳定，工艺运行平稳；将高频放电控制由连续式改为间歇式，实现了镀膜的均匀性、一致性；增大了系统冷却水流量，保证设备不间断运行，提高设备产能；提高了工艺温度，减少工艺运行时间，提高了设备产能。
- (5) 丝网印刷工序：改变网框网版材料，同时增加栅线数量减少栅线宽度，实现栅线高、宽比例更合理化，提高了太阳能电池片的转换效率。
- (6) 高温烧结工序：将网带的宽度增加一倍，同时使用大功率加热器，提高了产能；改变了高温烧结炉内冷却系统的结构及分布，使得烧结银线和铝背场快速冷却定型，保证了片面平整度，提高了电池转换效率，大幅度提高了产能。

1.4. 产品通过系列认证

生产工艺改进和装备改进，使得东方日升整体生产技术和生产工艺得到较大提升，产品达到 IEC 标准和 EN 标准，太阳能电池组件通过了德国的 TUV 认证、美国 UL 认证、英国 MCS 认证和澳大利亚 CEC 认证等一系列认证，产品可以在欧盟、美国等地区销售。韩国 KC 认证也正在申请。

2. 募集资金项目实际产能大幅度提高

公司募集资金投向为年产 75MW 晶体硅光伏产品项目和光伏工程技术研发中心项目，项目建设期为一年。

表 1 募集资金项目情况

项目名称	建设投资 (万元)	铺底流动资金 (万元)	项目总投资 (万元)
年产 75MW 晶体硅光伏产品项目	36,165	9,068	45,233
光伏工程技术研发中心项目	4,736		4,736
合计	40,901	9,068	49,969

数据来源：招股说明书

年产 75MW 晶体硅光伏产品项目：本项目为充分发挥企业在原有单晶硅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，进一步发挥当前生产所取得的成功经验，并结合公司目前客户市场和潜在市场的需求，确定项目产品方案为太阳能电池组件和太阳能灯具两大类，其中：太阳能电池组件以 SYP200S-M 系列为主导产品，该产品系列是公司现有 SPY180S-M 系列的一次提升，组件功率从 180W 提升到 200W 以上，相同面积的功率输出提升了 10% 以上，转换效率达到 18% 以上；太阳能灯具以庭院灯和草坪灯为主导产品。项目建成后，公司太阳能电池组件的产能将扩大到 150MW，增幅为 100%；太阳能灯具的产能将 500 万套扩大到 1500 万套，增幅为 200%。

国内最先进的生产工艺：募投项目引入国内外先进的生产设备，同时采用单面制绒技术、二次扩散技术、背面刻蚀技术、二次印刷技术和二次烧结工艺技术，电池片转换效率提高到 18%以上，同时降低破损率。该生产线可以称得上是国内最先进的生产工艺，国内多家大厂到东方日升对该生产线考察学习。

实际产能大幅度提高：公司募集资金项目电池片生产线计划为 3 条，在 2010 年 8 月已经投产 2 条（公司在 2010 年 3 季报公告，“年产 75MW 晶体硅光伏产品项目”的其中 50MW 的建设项目于 8 月份达产），生产 156mm x 156mm 晶体硅太阳能电池片，目前月生产能力 36 万片，单片功率 3.9W，电池片满负荷理论年产能^{注 1}达到 168.48MW。

注 1：本报告中，“满负荷理论年产能”定义为不考虑残片，不考虑设备检修，不考虑节假日停产，不考虑原材料供应不足，不考虑订单不足等情况下的理论产能，实际生产产能将小于该数值。

3. 超募资金项目建设年产 300MW 太阳能电池生产线

公司在 2010 年 11 月 9 日公布超募资金使用计划，拟扩建 300MW 晶体硅太阳能电池生产线，新增 5 条晶体硅太阳能电池生产线，建设期一年。该计划将于 11 月 25 日的股东大会通过后实施。

进一步改进工艺提高单片功率：经过与公司高管交流，公司在新的生产线上将进一步改进工艺，单片电池片的实验室功率可以提高 0.3W，我们预计采用新的工艺后，批量生产的 156mm x 156mm 晶体硅太阳能电池片的单片功率可以提高到 4.1W。

实际产能有望再次超设计产能：按照目前已经投产的募集资金项目电池片生产线 18 万片/月的产能计算，该项目 5 条生产线的满负荷理论年产能预计达到 442.8MW。

募集资金项目尚未建设的 1 条电池片生产线将和本次超募资金的 5 条电池片生产线采用同样工艺同时建设，参考公司前期两条募集资金电池片生产线的建设进度，我们预计 2011 年 9 月这 6 条生产线将投产，**预计新增电池片满负荷理论年产能 531.36MW。**

4. 延伸产业链

太阳能灯具提高原材料利用率：东方日升是同时生产太阳能灯具和电池片及组件的企业，太阳能灯具是太阳能电池片的下游产品。公司使用在生产太阳能电池片过程中所产生的残次碎片生产太阳能灯具，做到了废料循环利用，大大提高了原材料的利用率，使企业的太阳能灯具生产具备同行业无法比拟的成本优势。

太阳能电站项目投资业务：东方日升 11 月 8 日公告子公司东方日升新能源（香港）有限公司完成注册，经营代理货物及技术进出口（国家限定经营或禁止进出口的货物及技术除外），太阳能电站项目投资业务。该公司的设立为东方日升进入太阳能电站投资业务提供了途径，调整进出口结构，增加现有业务的利润空间，规避由于人民币升值而产生的风险，为公司今后业务发展奠定基础，形成公司新的利润增长点。

以上两项业务都是向下游的产业链延伸，沿着太阳能产业的整个产业链，也不排除公司向上游拓展业务的可能，这样公司可以进一步提升盈利空间。

5. 拟签订硅片长单保原材料供给

公司 9 月 19 日发布公告，拟与常州华盛恒能光电有限公司订购 36000000 片太阳能晶硅片、衢州端东宇电子有限公司订购 26000000 片太阳能晶硅片、浙江硅宏电子科技

有限公司订购 10000000 片太阳能晶硅片，并签订太阳能晶硅片的长期采购合同。合同拟采用定量议价的方式，每月底进行下个月价格的调整议价，按目前市场价估算采购总金额约为 15 亿元人民币。合同的履行期限为 2011 年 1 月至 2011 年 11 月份按月分批交付。

与三家公司拟订购的太阳能晶硅片合计 7200 万片，我们测算可以保障公司约 184MW（单晶 125 硅片）-290MW（多晶 156 硅片）的电池片原材料。将规避由于太阳能晶硅片货源的不稳定而产生的风险，为公司 2011 年业务发展奠定基础，确保公司原材料的供给。

6. 盈利预测与投资评级

由于公司具备明显的工艺技术改造和装备技术改造的优势，公司实际产能大大超过设计产能，预计 2010-2012 年电池片满负荷理论产能分别为 192.6MW、468MW、822.24MW，考虑需求与供给，我们上调公司电池片产销量预测，预测 2010-2012 年电池片产销量分别为 172MW、300MW、550MW。

表 2 电池片满负荷理论年产能预测 (MW)

项目	2010E	2011E	2012E
老生产线	122.4	122.4	122.4
募集资金项目前 2 条生产线	70.2	168.48	168.48
超募资金项目 5 条+募集资金项目 1 条生产线		177.12	531.36
满负荷理论年产能预测合计	192.6	468	822.24
产销量预测	172	300	550

数据来源：安信证券研究中心

注：本报告中，“满负荷理论年产能”定义为不考虑残片，不考虑设备检修，不考虑节假日停产，不考虑原材料供应不足，不考虑订单不足等情况下的理论产能

盈利预测如表 3，主要假设：

- 1) 2010-2012 年组件销售 170MW、250MW、500MW，组件价格分别为 12 元/W、10 元/W、9.1 元/W；
- 2) 2010-2012 年电池片销售 2MW、50MW、50MW；电池片价格分别为 8.2 元/W、6.97 元/W、6.27 元/W；
- 3) 考虑转换效率提高和生产能力提高，及应对汇率变动采取的价格措施，太阳能电池组件，太阳能灯具和系统的毛利率维持稳定。

公司三季报盈利超预期，11 月 5 日发布业绩预增公告，预测 2010 年业绩增长 67.92%-106.67%，对应 EPS 为 1.11 元-1.37 元。我们上调公司盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 1.35 元、2.15 元、3.72 元，按照 2011 年 40 倍市盈率估值，上调目标价位至 86 元，给予“买入-A”投资评级。

风险提示：公司产能扩张进度受到设备订货交付、建设、调试等因素的影响。我们预测 2010 年全球光伏安装量 14-15GW，2011 年全球光伏安装量增长 20%-30%，公司产能扩张的同时，其他厂商的产能也在扩张，在经历了 2010 年供不应求之后，公司未来将面对产能过剩的全球供给和增速下降的需求。

表 3 东方日升盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (万元)	27,829.69	89,158.79	84,175.95	215,640	298,850	509,365
收入增长率		220%	-6%	156%	39%	70%
太阳能电池片	16,419.42	49,771.88	2,733.03	1640	34850	31365
电池片理论年产能	18.33	50	75	192	468	822
对外销量 (MW)	7.38	21.05	3.19	2	50	50
销售均价 (元/W)	22.26	23.64	8.57	8.2	6.97	6.27
太阳能电池组件	800.56	30,391.96	74,411.74	204000	250000	455000
组件设计产能 (MW)	0.83	36.67	64.58	200	300	600
销量 (MW)	0.29	10.97	51.9	170	250	500
销售均价 (元/W)	27.48	27.71	14.34	12	10	9.1
太阳能灯具和系统	10,405.16	6,644.90	6,379.87	10000	14000	23000
设计产能 (万套)	500	500	500	750	1500	2500
销量 (万套)	683.08	410.26	572.78	1000	1400	2300
销售均价 (元/套)	15.23	16.2	11.14	10	10	10
其他业务收入	204.54	2,350.04	651.3			
营业成本 (万元)	24,531.06	77,462.43	62,417.40	167,917	235,972	399,295
太阳能电池片	14,172.48	43,179.16	2,707.19	1,429	30,372	27,335
成本 (元/W)	19.21	20.51	8.49	7.15	6.07	5.47
太阳能电池组件	703.90	27071.85	53123.69	156277	187122	344930
成本 (元/W)	24.27	24.68	10.24	9.264	7.72	7.0252
太阳能灯具和系统	9,419.75	5,021.90	5,745.25	9000	12600	20700
成本 (元/套)	13.79	12.24	10.03	9	9	9
其他业务成本	234.93	2,189.52	841.27			
毛利 (万元)	3,298.63	11,696.36	21,758.55	47723	62878	110070
太阳能电池片	2,246.94	6,592.72	25.84	211	4478	4030
太阳能电池组件	96.66	3,320.11	21,288.05	46512	57000	103740
太阳能灯具和系统	985.41	1,623.00	634.62	1000	1400	2300
综合毛利率	11.85%	13.12%	25.85%	22.1%	21.0%	21.6%
太阳能电池片	13.68%	13.25%	0.95%	12.85%	12.85%	12.85%
太阳能电池组件	12.07%	10.92%	28.61%	22.8%	22.8%	22.8%
太阳能灯具系统	9.47%	24.42%	9.95%	10%	10%	10%
毛利占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
太阳能电池片	68.1%	56.4%	0.1%	0.4%	7.1%	3.7%
太阳能电池组件	2.9%	28.4%	97.8%	97.5%	90.7%	94.2%
太阳能灯具系统	29.9%	13.9%	2.9%	2.1%	2.2%	2.1%

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-14		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	891.6	841.8	2,156.4	2,988.5	5,093.6	成长性					
减: 营业成本	774.6	624.2	1,679.2	2,359.7	3,992.9	营业收入增长率	220.4%	-5.6%	156.2%	38.6%	70.4%
营业税费	3.5	2.8	6.5	9.0	15.3	营业利润增长率	297.4%	61.3%	115.3%	61.3%	73.3%
销售费用	3.9	25.8	64.7	89.7	152.8	净利润增长率	241.9%	65.5%	104.0%	58.8%	73.2%
管理费用	21.4	46.2	64.7	80.7	137.5	EBITDA 增长率	241.5%	65.8%	143.2%	52.2%	70.1%
财务费用	2.8	7.2	55.4	-9.5	1.8	EBIT 增长率	254.3%	64.7%	145.0%	31.3%	77.5%
资产减值损失	6.5	8.4	11.9	17.0	27.4	NOPLAT 增长率	207.5%	69.1%	130.3%	29.6%	77.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	391.2%	28.7%	145.3%	109.7%	34.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	643.0%	45.6%	540.7%	11.1%	17.3%
营业利润	78.9	127.3	274.0	441.9	765.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	8.6	4.6	0.6	0.6	毛利率	13.1%	25.8%	22.1%	21.0%	21.6%
利润总额	79.7	135.9	278.6	442.5	766.5	营业利润率	8.8%	15.1%	12.7%	14.8%	15.0%
减: 所得税	9.6	19.8	41.8	66.4	115.0	净利润率	7.9%	13.8%	11.0%	12.6%	12.8%
净利润	70.2	116.1	236.8	376.1	651.5	EBITDA/营业收入	9.9%	17.4%	16.5%	18.1%	18.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	9.2%	16.0%	15.3%	14.5%	15.1%
货币资金	131.9	200.6	1,668.6	1,239.1	1,426.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	43	25	42	39
应收帐款	97.6	233.0	584.8	798.0	1,353.1	流动营业资本周转天数	33	80	74	99	93
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	106	239	304	360	267
预付帐款	72.5	120.4	237.9	403.1	682.6	应收帐款周转天数	22	70	69	85	78
存货	99.3	161.3	437.0	614.2	1,039.3	存货周转天数	27	56	50	63	58
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	141	294	333	425	326
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	68	136	103	164	152
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.6%	31.3%	10.0%	14.3%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	13.6%	7.5%	9.6%	12.3%
固定资产	88.7	113.8	185.1	504.9	585.0	ROIC	128.9%	44.4%	79.4%	41.9%	35.5%
在建工程	21.9	7.6	10.8	284.3	153.7	费用率					
无形资产	12.2	12.0	14.6	73.0	74.3	销售费用率	0.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	1.1	2.3	2.0	2.0	2.0	管理费用率	2.4%	5.5%	3.0%	2.7%	2.7%
资产总额	525.1	851.0	3,140.8	3,918.5	5,316.4	财务费用率	0.3%	0.9%	2.6%	-0.3%	0.0%
短期债务	155.4	187.9	0.0	203.5	400.0	三费/营业收入	3.2%	9.4%	8.6%	5.4%	5.7%
应付帐款	96.8	167.1	450.8	633.6	1,072.1	偿债能力					
应付票据	20.0	116.0	312.8	439.6	743.9	资产负债率	51.6%	56.5%	24.4%	32.7%	41.8%
其他流动负债	-1.4	9.5	11.2	12.7	15.2	负债权益比	106.4%	129.7%	32.3%	48.6%	71.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.48	1.49	3.82	2.38	2.02
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.12	1.15	3.25	1.90	1.56
负债总额	270.7	480.5	766.8	1,281.3	2,223.2	利息保障倍数	29.54	18.74	5.95	-45.75	436.52
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	6.5	130.0	175.0	175.0	175.0	DPS(元)	-	-	0.41	0.64	1.12
留存收益	247.9	240.5	2,198.9	2,462.2	2,918.3	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	254.4	370.5	2,373.9	2,637.2	3,093.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.1%	2.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70.2	116.1	236.8	376.1	651.5	EPS(元)	0.40	0.66	1.35	2.15	3.72
加: 折旧和摊销	7.1	11.9	25.9	108.3	152.1	BVPS(元)	1.45	2.12	13.57	15.07	17.68
资产减值准备	6.5	8.4	11.9	17.0	27.4	PE(X)	142.7	86.2	42.3	26.6	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	39.3	27.0	4.2	3.8	3.2
财务费用	6.4	10.2	55.4	-9.5	1.8	P/FCF	-242.9	145.5	-21.2	-26.1	46.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.2	11.9	4.6	3.3	2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	4.5	50.8	24.0	17.0	10.2
营运资金的变动	-164.4	13.0	-274.4	-261.6	-541.8	CAGR(%)	75.0%	77.7%	52.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-74.2	159.6	55.7	230.4	291.1	PEG	1.9	1.1	0.8	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-71.8	-113.3	-103.0	-760.0	-103.0	ROIC/WACC	12.0	4.1	7.4	3.9	3.3
融资活动产生现金流量	256.0	-91.5	1,523.2	100.1	-0.7	REP	0.1	5.0	1.3	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏, 执业证书编号 S1450210030003, 电力设备与新能源行业高级分析师, 华中理工大学工学学士, 北京大学工商管理硕士。高级工程师, 16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞, 执业证书编号 S1450110040335, 电力设备与新能源行业分析师, 清华大学工学硕士, 3 年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

潘艳

021-68766516

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034