

2010 年 11 月 28 日

电气设备

公司深度报告

收盘价(元): 38.62

目标价(元): 60.21

海通集团(600537)

完整产业链成为决定性优势

投资评级: 买入(维持)

装备制造: 陈亮

执业证书编号: S0890210060003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

联系人:

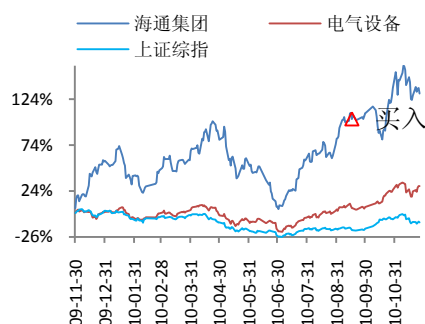
电话:

邮箱:

公司基本数据

总股本(万股)	23003.40
流通 A 股/B 股(万股)	23003.40/0.00
资产负债率(%)	41.31
每股净资产(元)	2.06
市净率(倍)	18.75
净资产收益率(加权)	-3.65
12 个月内最高/最低价	44.5/16.86

股价走势图



相关研究报告

1 《垂直一体化和品牌优势成为制胜关键》，2010.9

◎独到见解:

具有完整中下游产业链的光伏企业，其盈利能力更容易保持稳定，而产业链相对较为单一的企业则波动较大。无锡尚德、江西赛维和河北晶澳都有过 2009 年单季度毛利率几乎为零甚至于为负值的极度恶劣现象，而英利新能源、天合光能和亿晶光电则从未发生这种现象。

◎投资要点:

◆海通集团资产置换方案已获得商务部原则上同意，等待证监会对其进行审核。资产置换完成后，原亿晶光电光伏业务将成为海通集团的主营业务，公司也从果蔬加工企业转化为光伏电池组件一体化加工企业。

◆在考虑产业链完整度情况下，亿晶光电在全球光伏产业竞争格局中的位置将大幅提升。具备完整中下游产业链的光伏企业较之仅具有电池片+组件下游产业链的企业应有相当于翻倍的盈利能力和企业价值。我们预计 2011 年公司将进一步扩大全产业链产能至 1GW。

◆深厚产业积累使得公司在生产成本、质量控制上优势明显。公司硅片切割的厚度控制在 160-180um，硅片切割的损失为 30%，每瓦电池片所需的多晶硅已可降至 7 克左右，上述指标已经完全达到先进企业水平，而大幅度领先行业新兴企业。

◆未来光伏市场预期乐观。欧盟最新观点为 2050 年可再生能源将占总能源构成的 80% 以上，其中太阳能在能源总构成中占据 19% 左右的比例。未来十年全球光伏市场复合增长率预计在 35% 以上。国内光伏市场正处于爆发前夕。最新预测 2020 年光伏累计装机容量将达到 50GW，高于此前预期。

◆预测公司 2010、2011、2012 年 eps 分别为 1.56、2.23、3.38 元。考虑到目前资产置换并未完成的风险折价因素，我们给予公司按照 2011 年 eps 的 27 倍估值，则目标价位为 60.21 元。给予“买入”评级。

◎风险提示:

公司资产置换进程未如预期。

2011 年光伏市场景气度低于预期。

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	387.76	4000.00	6050.00	9000.59
同比增速(%)	-2.03%	931.57%	51.25%	48.77%
净利润(百万)	2.38	756.80	1081.81	1643.43
同比增速(%)	-59.28%	31711.03%	42.94%	51.91%
每股盈利(元)	0.01	1.56	2.23	3.38
市盈率(倍)	2957.21	24.79	17.35	11.42

目 录

1. 资产置换概述	4
2. 完整的光伏产业链	4
2.1 国内电池片制造领先企业的产业链分布	5
2.2 产业链优势具体分析	6
2.2.1 盈利能力和抗风险能力	6
2.2.2 发展趋向之辩：产业链一体化与专业化分工	7
2.2.3 上游原材料供应和品质控制	7
2.2.4 辅料生产	9
3. 深厚的产业积累	9
3.1 亿晶光电是国内最早的光伏企业之一	9
3.2 产业积累带来的优势	10
3.2.1 生产成本、质量控制	10
3.2.2 品牌认可	10
4. 未来光伏行业走势判断	10
4.1 2009 和 2010 年光伏市场分布	10
4.2 未来全球光伏市场发展预期	11
5. 同类公司估值水平	13
6. 公司盈利预测与估值	14

图表目录

图 1 资产置换方案图示	4
图 2 全球领先光伏企业毛利率季度变化（亿晶光电 2010 年毛利率为估计值）	6
图 3 硅片切割领域 2009 年市占率排名	8
图 4 全球传统及新兴多晶硅厂商产能变化对比	8
图 5 国内光伏领先企业进入光伏行业的时间排序	9
图 6 全球主要国家装机容量的未来增长预期（MW）	11
图 7 全球主要国家每年新增装机容量未来增长的保守预期（MW）	13
表 1 国内主要晶硅电池片制造商的产业链分布	5
表 2 国内电池片厂商逐年产能变化和扩产预测	5
表 3 硅片切割相关技术指标对比	10
表 4 新能源路线分布（2020 或 2050）	12
表 5 A 股光伏电池片及组件制造企业盈利能力和估值水平对比	13
表 6 亿晶光电生产和盈利指标假设	14

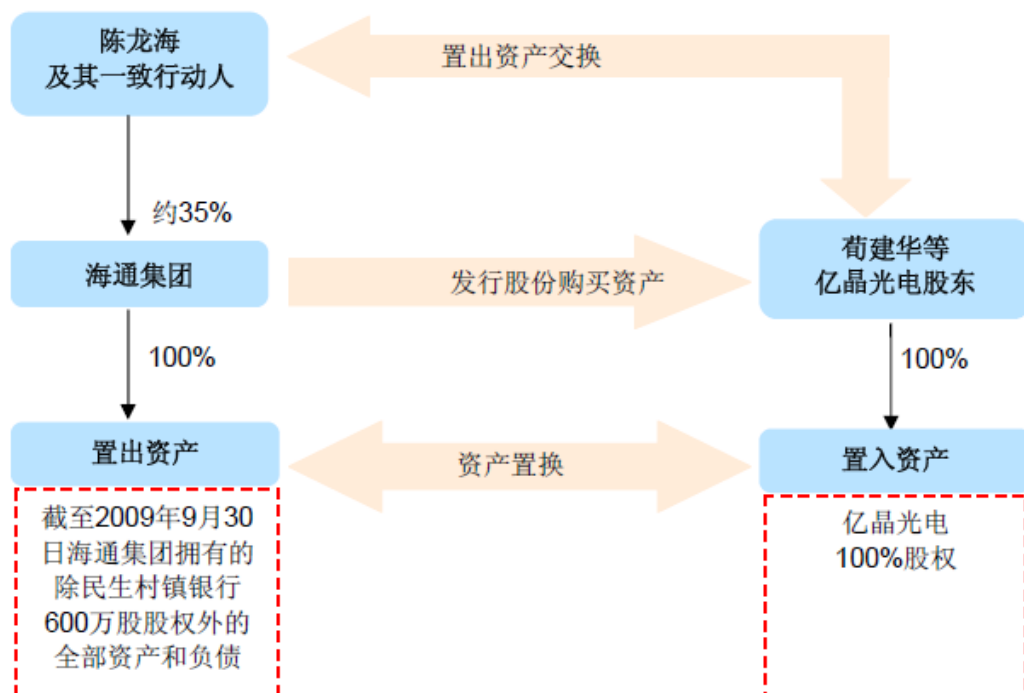
1. 资产置换概述

海通集团原有主营业务为果蔬加工和出口，行业利润率一直较低。近年来，受全球金融危机及其他一系列突发事件的影响，公司经营环境发生了重大不利变化，这给公司经营带来了巨大压力。2007-2009 年，公司销售净利率由 5.44% 下降至 1.62%，归属于母公司的净利润由 2,049.15 万元下降至 237.91 万元，每股收益由 0.09 元下降至 0.01 元。面对以上现实经营环境，公司认为若继续经营现有业务，在未来较长一段时间内，公司业绩难以有较大幅度的实质性提升。因此，公司拟通过重大资产重组的方式来实现公司业务的转型与公司价值和股东回报的提升。

海通集团拟以拥有的除民生村镇银行 600 万股股份外的所有资产及负债（作为置出资产），与亿晶光电股东持有的亿晶光电 100% 股权（作为置入资产）中相应等值部分进行置换，以 2009 年 9 月 30 日为评估基准日，置出资产评估价值为 69,780.52 万元，置入资产评估价值为 282,381.32 万元。就置入资产评估价值超过置出资产评估价值的 212,600.80 万元，公司将以 8.31 元/股的价格向亿晶光电股东非公开发行 255,837,301 股股份作为受让该部分资产的对价。

本次交易完成后，除民生村镇银行 600 万股股份外，海通集团现有资产、负债、业务、人员均被剥离出上市公司，由公司现大股东陈龙海及其一致行动人承接和安置；同时，亿晶光电股东将其持有的优质光伏业务和资产注入上市公司，公司将转变为一家规模较大、技术领先、产业链完整、具备较高市场份额和较强竞争力的光伏发电设备供应商，公司的资产质量和盈利能力将得到明显提高，广大中小股东的利益将得到充分保障。

图 1 资产置换方案图示



资料来源：公司公告 华宝证券研究所

目前资产置换方案已获得商务部原则上同意，等待证监会对其进行审核。

2. 完整的光伏产业链

2.1 国内电池片制造领先企业的产业链分布

目前，亿晶光电具有 500MW 单晶硅硅片——电池片——组件整体产能。按照 2009 年全球光伏电池片产量排行，亿晶光电排名全球第 22，在国内企业中位列第 9，实际产量与排名第七的中电光伏、排名第八的宁波太阳能相差无几。从产量排名中可以看出，目前公司基本上位列全球光伏产业第二方阵的中游水平。

表 1 国内主要晶硅电池片制造商的产业链分布

	2009全球电池片产量排名	纳斯达克市值（亿美元）	晶硅	硅片	电池片	组件
无锡尚德	2	13.4				
英利新能源	5	16.5				
河北晶澳	6	12.9				
天合光能	8	16.7				
阿特斯	12	6.23				
林洋新能源	15	5.06				
中电光伏	19	1.97				
宁波太阳能	21					
亿晶光电	22					
向日葵	25					

资料来源：华宝证券研究所

但是，如果将产业链完整度包含考虑的话，公司在全球光伏产业竞争格局中的位置将发生有利变化。国内前十位光伏电池片制造企业中，产业链集中于下游电池片+组件的有无锡尚德、阿特斯（其硅片产能较小）、中电光伏、宁波太阳能和向日葵五家，河北晶澳虽具备硅片切割产能但缺乏组件产能，主要依靠国内组件商提供组件加工，因此真正具备完整匹配的硅片+电池片+组件中下游产业链的国内电池片企业仅英利新能源、天合光能、林洋新能源和亿晶光电四家。考虑到硅片切割的高毛利率因素，在光伏产业链中该环节的价值基本与电池片+组件大致相当，因此具备完整中下游产业链的光伏企业较之仅具有电池片+组件下游产业链的企业应有相当于翻倍的盈利能力和企业价值。这一点从上述公司在纳斯达克的市值对比中也可以得到验证：具有完整光伏产业链的企业具有明显较大的市值。

另外，我们预计亿晶光电将在未来积极扩大产能。预期 2011 年将扩产至 800MW 以上，2012 年超过 1GW，进入国内电池片厂商第一方阵。

表 2 国内电池片厂商逐年产能变化和扩产预测

	2006	2007	2008	2009	2010(e)	2011(e)
无锡尚德	270	540	1000	1100	1800	——
天威英利	100	200	400	600	1000	1700
河北晶澳	50	225	400	800	1800	——
苏州阿特斯		100	270	420	800	1300
天合光能	0	150	250	350	500	1500
林洋新能源	80	180	300	360	500	1300
中电光伏	100	200	320	400	——	——
横店东磁	0	0	0	25	350	650
亿晶光电	0	20	100	200	500	1000
东方日升	0	18	50	110	200	350
向日葵	0	25	58	133	200	300

资料来源：华宝证券研究所

2.2 产业链优势具体分析

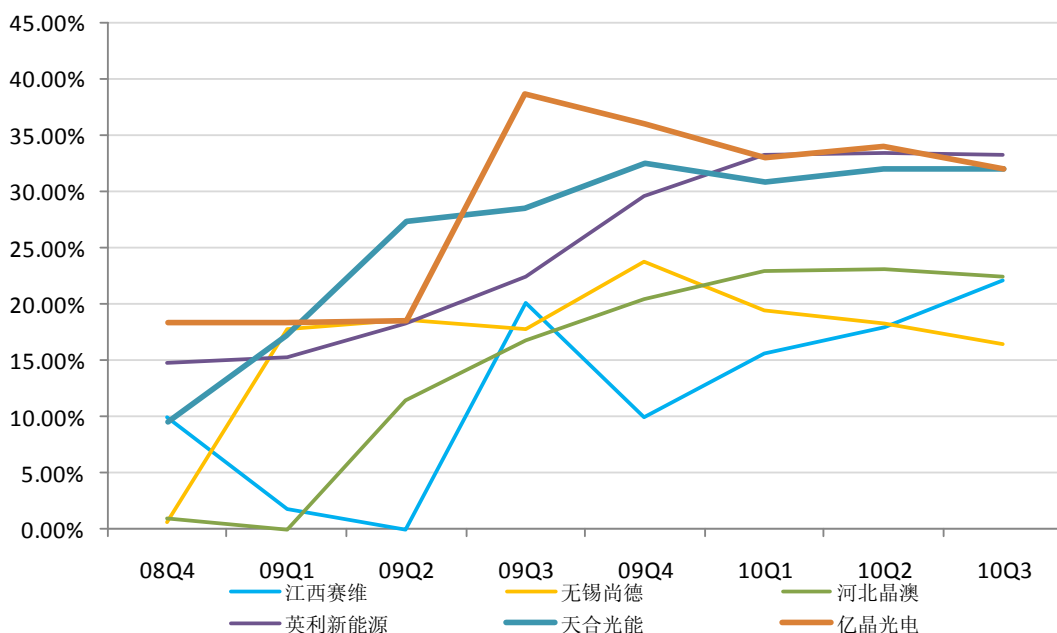
如果加上产能完整匹配这一限制条件，则亿晶光电是 A 股市场中目前唯一具备硅片切割——电池片——组件完整产业链的公司。

具备完整光伏产业链的公司，在盈利能力、抗风险能力和上游原材料控制方面都具有优势，从而在价格起伏较大、整体成熟度较低的光伏产业处于较为有利的位置。

2.2.1 盈利能力和抗风险能力

由于硅片切割环节技术含量较下游电池片&组件制造为高，进入门槛相对也较高，硅片切割环节自身的毛利率和净利率等盈利指标均高于下游电池片&组件制造环节。因此，将硅片切割环节与下游电池片&组件制造环节合并而形成完整的光伏中下游产业链，将大大提升公司的毛利率水平。这一点，从光伏行业领先企业的毛利率水平对比中反映的十分明显。另外，由于产业链整合后硅片销售和运输等中介过程由对外转为对内，因此企业的总体费用水平也将得到改善，这在相同毛利率的情况下进一步改善了企业的净利润水平。

图 2 全球领先光伏企业毛利率季度变化（亿晶光电 2010 年毛利率为估计值）



资料来源：Bloomberg 华宝证券研究所

从 2008 年四季度到今年三季度的对比来看，具有完整中下游产业链的英利新能源和天合光能，其毛利率始终保持在一个相对较好的水平，经营十分稳定，而反观产业链相对较为单一的无锡尚德、江西赛维、河北晶澳，其毛利率不但始终较低，而且波动较大。亿晶光电自 2009 年下半年电池片和组件业务逐渐放量之后，毛利率即大幅提升并始终保持在单季度 30% 以上的水平。无锡尚德、江西赛维和河北晶澳都有过单季度毛利率几乎为零甚至于为负值的极度恶劣现象，显示企业经营曾经面临十分危险的状况，而英利新能源、天合光能和亿晶光电则从未发生这种现象。

2.2.2 发展趋向之辩：产业链一体化与专业化分工

在生产环节较多的产业链之中，通常存在产业链一体化与专业化分工这两种生产模式。前者由于跨越更多的生产环节而具备更强的品质控制能力，中间环节费用也有所缩减，而后者由于更大的生产规模而更容易获得规模优势和行业品牌。

在光伏行业发展早期，无锡尚德、江西赛维等公司致力于电池片&组件和硅片切割环节的专业化生产，单环节规模快速扩大，行业地位随之飙升。这类公司往往以战略盟友的方式锁定上游供应和下游市场，例如无锡尚德先后以亿晶光电、辉煌太阳能为硅片供应商，而以东方日升（光伏灯具厂商）等为下游市场支持等。事实上，与无锡尚德的合作对亿晶光电、东方日升等厂商介入光伏行业也起到重要的作用。

但光伏行业始终还处于不成熟的状态。2008 年以来的多晶硅价格剧变和 2009 年光伏市场增速猛然下降让无锡尚德、江西赛维等专业化厂商面临极度窘境，而英利新能源、天合光能等一体化厂商相对表现较好的表现也让光伏业者对垂直一体化有了更深的认识。东方日升、向日葵等行业新进者在电池片产能基础上纷纷计划向硅片切割扩展，而无锡尚德也以取得辉煌太阳能 50% 产能和江苏顺大股权等方式向硅片切割甚至于多晶硅料生产等环节进军。江西赛维亦积极进入上游多晶硅料和下游电池片制造。当然，与此同时英利新能源等一体化厂商也在积极扩大产能以获得规模效应。

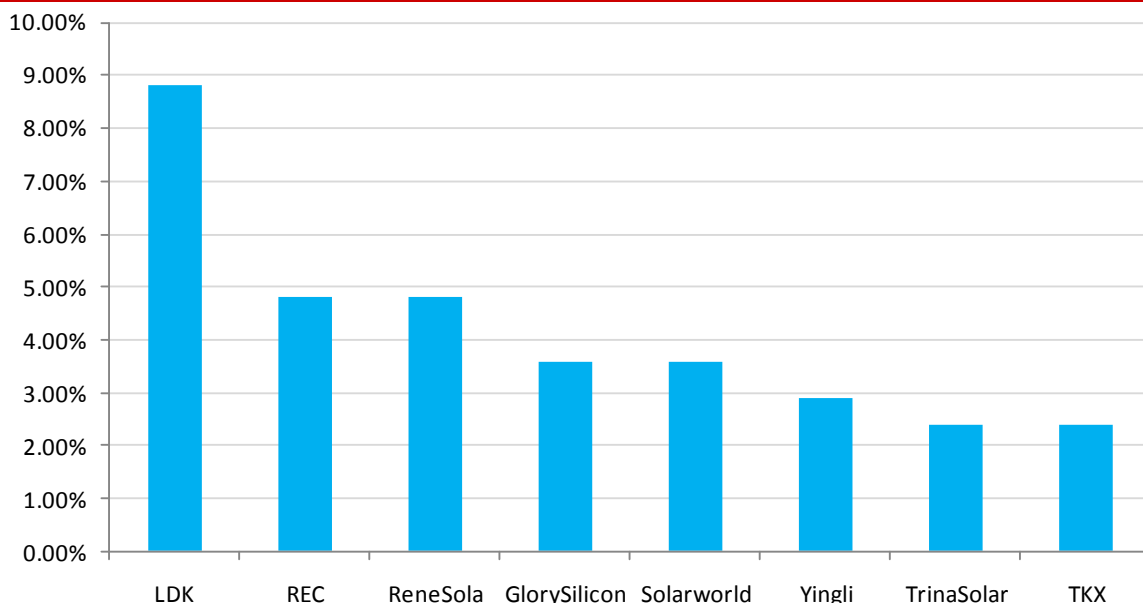
由于光伏电池组件价格不断下降的趋势已成定局，整条光伏产业链的盈利必然随之不断相对压缩。因此，延伸产业链以获得更大盈利基础在未来应为大势所趋。

2.2.3 上游原材料供应和品质控制

将产业链从电池片制造延伸至硅片制造，即将上游原材料供应从硅片变换为多晶硅材料。这个变换本身对企业也会带来相当的正面效应。

从 2009 年的全球硅片产量布局来看，江西赛维一家独大的局面并没有改变，其全球市占率达到 8.8%，遥遥领先于第二名 REC，目前产能已经达到 2.6GW，前三季度出货量 1.51GW。硅片制造的全球前八位企业合计市占率为 33.3%，较 2008 年的 37% 明显下降。在前八位企业中，REC、英利、天合光能、Solarworld 均属于光伏一体化企业，硅片产品以自供为主；GlorySilicon 公司震动后一半以上产能已经归于无锡尚德；TKX 主要供应日本市场，Renesolar 虽之前以硅片制造为主，但今年亦积极向下游电池片和组件扩张。

图 3 硅片切割领域 2009 年市占率排名

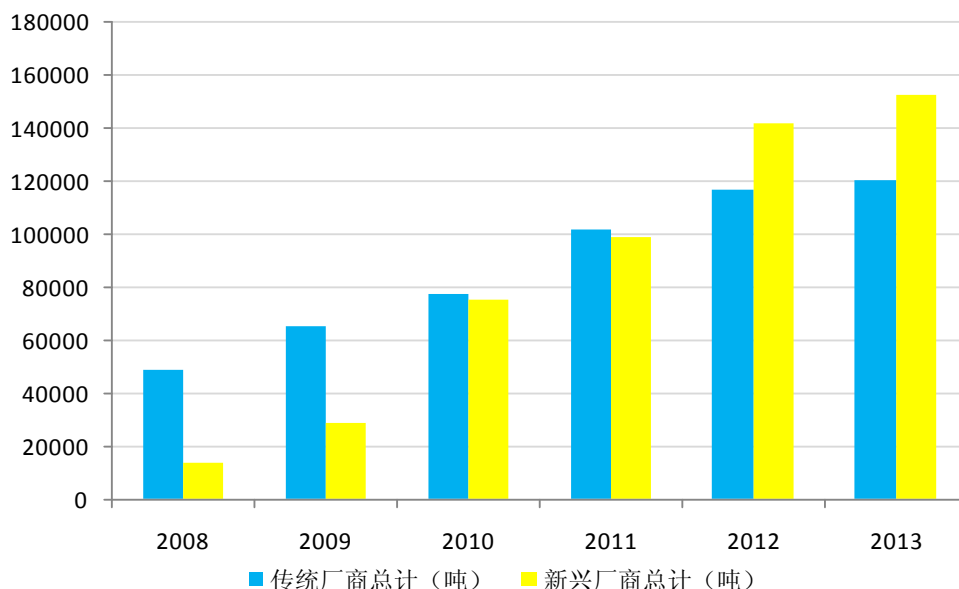


资料来源：华宝证券研究所

从上述分析中可以看出，硅片切割领域中具有成熟工艺的大型厂商中唯 LDK 专注于对外供应，但其行业地位超然，在与下游供应商的相互关系中优势十分明显。获得硅片供应的另一选择是寻找新兴的中小型硅片制造商，这类企业国内目前为数不少，但一方面其产能尚不稳定，另一方面其生产工艺和品质控制尚不成熟，直接影响下游电池片和组件制造良品率。由此可见，作为电池片制造上游的硅片切割环节，其供应情况并不十分理想。今年下半年的硅片价格暴涨即说明了这个问题。

而作为硅片切割上游的多晶硅料市场，正处于由紧向松的转化。2008 年全球多晶硅供应依然被以 Hemlock、Wacker 等为代表的七大传统厂商所垄断，其占据全球总产能的 78% 和产量的 90% 左右，但 2009 年韩国 Oriental Chemical、日本 M Setek 和国内众多多晶硅厂商纷纷实现和扩大前期投入的多晶硅产能，新兴厂商多晶硅产能总计达到 2.83 万吨。2010 年是国内多晶硅厂商产能实现的大年，至年底保利协鑫产能达到 1.8 万吨、江西赛维产能达到 1.1 万吨，韩国 Oriental Chemical 产能亦将达到 1.65 万吨，带动新兴厂商产能总计达到 7.54 万吨。

图 4 全球传统及新兴多晶硅厂商产能变化对比



资料来源：华宝证券研究所

新兴厂商的产能扩大打破了之前多晶硅供应的传统厂商垄断局面。多晶硅供应进入了较为均衡的局面，对下游硅片制造商的压制相对减轻。预计 2011 年全球多晶硅产量可达到 17 亿吨左右。以目前晶硅电池每瓦消耗 8 克左右多晶硅的水平预计，可支持电池产量 21.25GW，与目前乐观预期相当。可见，多晶硅供应水平未来处于谨慎乐观状态。下游硅片厂商相对较为轻松。

2.2.4 辅料生产

银浆是电池片制造的重要辅助材料。每瓦电池片需消耗银浆 0.12 克，占据电池组件总成本的 3%以上。

公司目前已形成银浆产能 80 吨，在满足自身需要的同时可以形成一定的销售收入，并对于电池片质量的提升有良好的促进作用。预计银浆销售价格在 6000 元/公斤左右。

3. 深厚的产业积累

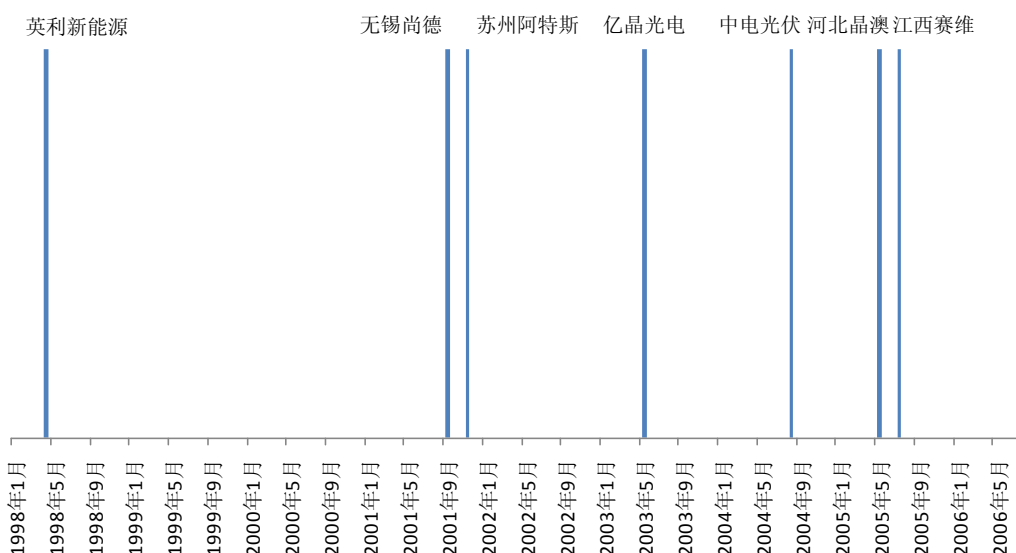
3.1 亿晶光电是国内最早的光伏企业之一

在国内光伏领先企业中，除英利新能源成立较早之外，大部分企业都成立于 2001 年至 2005 年之间。在这个时间段，全球范围内硅基光伏发电技术已经比较成熟，但电池片和组件生产成本过高，严重抬升光伏发电的每度成本，因此电池片和组件产能逐渐向人力、土地等资源成本低下的国内转移，无锡尚德和英利新能源就是抓住这个机会崛起。

2003 年之后，光伏行业开始出现明显的上下游分工。亿晶光电就是抓住这个机会进入硅片制造行业，成为无锡尚德等电池片制造上的硅片供应商。其后进入行业的中电光伏（组件）、河北晶澳（电池片）和江西赛维（硅片切割）也都是遵循这个模式。2005 年之后，亿晶光电开始进入下游电池片和组件行业，形成一体化的光伏产业链。

总体来看，亿晶光电是国内较早介入光伏行业并出口电池组件形成自身品牌的企业之一。

图 5 国内光伏领先企业进入光伏行业的时间排序



资料来源：华宝证券研究所

3.2 产业积累带来的优势

深厚产业积累带来的优势，主要体现在生产成本、质量控制和品牌认可。

3.2.1 生产成本、质量控制

公司的光伏生产线，特别是硅片切割环节，已经经历连续八年的生产，生产线的成熟和稳定程度在国内处于较高水平。生产线的完善可以用良好的技术指标来体现：公司硅片切割的厚度控制在 160-180um，硅片切割的损失为 30%，每瓦电池片所需的多晶硅已可降至 7 克左右，上述指标已经完全达到先进企业水平，而大幅度领先行业新兴企业。

表 3 硅片切割相关技术指标对比

	亿晶光电	行业平均水平
硅片厚度 (um)	160~180	180
硅料切割损失	30%	40%
每瓦电池所需多晶硅 (克)	7	8

资料来源：华宝证券研究所

公司电池片转换效率达到 17.5%，硅片碎片率低于 1%，在业界亦属于领先水平。

目前光伏行业的下游市场主要集中在欧洲等发达国家和地区。由于光伏电站的使用寿命预设和成本估算年龄都在 20 年以上，因此对电池组件和其他配件材料产品质量和使用稳定性的要求很高。但目前光伏行业在高速扩产之后，新进入者在产业链的各环节，特别是电池片制造和组件制造行业都特别活跃。由于缺乏生产经验的积累，这些新兴企业的电池片和组件产品在质量控制上还存在一定缺陷，造成电池片产品的发电并不稳定，甚至已经出现一定程度的衰退。亿晶光电等大中型光伏企业普遍在质量控制上具有一定的优势，这在未来发生的产业整合中必然体现出来。

3.2.2 品牌认可

由于在光伏行业的长期积累，公司在光伏同业中获得了较高的认可。公司组件产品目前的销售价格为 1.35-1.4 欧元左右，位于国内企业的第二方阵领先地位，仅次于无锡尚德、天合光能等。

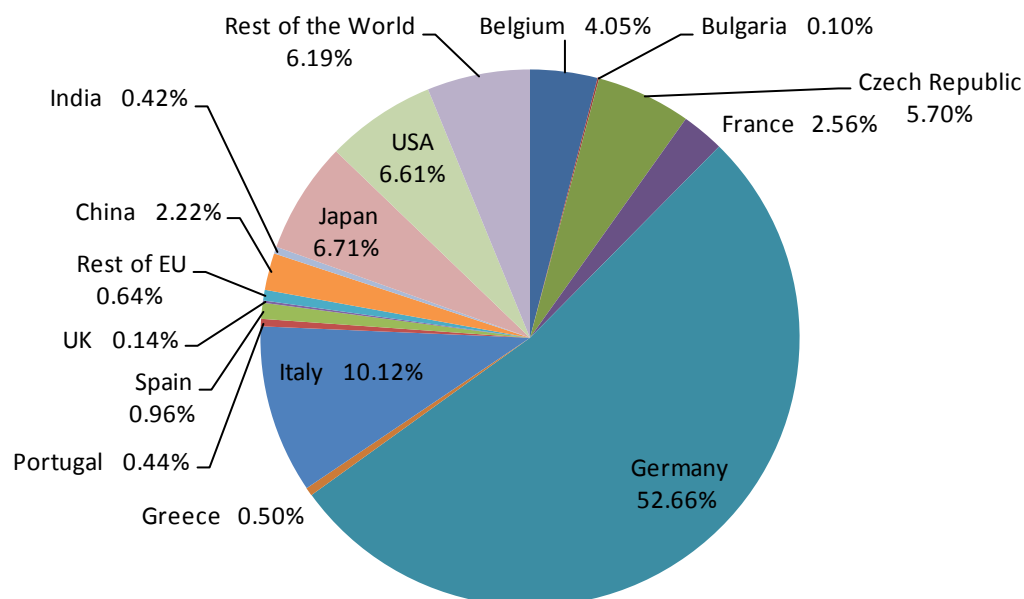
在 2008 年，公司获得了 REC 在美国新建工厂的长单供应，该长单持续至 2015 年。预计 2011 年的供应量在 1500 吨左右，预计占据明年多晶硅需求的 1/3 至 1/2 之间。长单价格一年一调，但价格总体上大大低于现货价格。长单的获得说明了海外厂商对于公司品牌和持续经营能力的认可。

4. 未来光伏行业走势判断

4.1 2009 和 2010 年光伏市场分布

2009 年全球新增光伏装机容量为 7.2GW。其中德国新增装机容量为 3.8GW，占比为 52.66%，意大利新增装机容量为 730MW，占比为 10.12%。其余新增装机容量在 300M 以上的国家有日本、美国、捷克、比利时等。

图 6 全球主要国家装机容量的未来增长预期 (MW)



资料来源: EPIA 华宝证券研究所

从目前的趋势上看, 2010 年全球新增光伏装机容量预计超过 16GW, 同比增幅超过 120%。从新增光伏装机容量分布来看, 预计德国将维持压倒性的优势, 预计全年装机量达到 8GW 以上, 依然占据全球光伏装机容量的 50%左右。其余主要光伏大国的新增装机容量也都维持了 100%左右的增幅, 其中法国增幅较大, 预计装机将达到 850M, 在全球新增装机容量的占比超过 5%。

4.2 未来全球光伏市场发展预期

从目前的了解来看, 近期全球主要电池片制造企业订单皆爆满, 如英利明年订单量已超过其现有产能、晶澳太阳能仅 9 月份即斩获明年订单 500M、无锡尚德订单量为现有产能两倍等。总体而言我们对明年的光伏市场十分乐观。

欧盟在 2010 年三季度最新出炉的“2050 年能源发展路线图”中明确提出, 乐观情况下 2050 年可再生能源将占总能源构成的 80%以上, 其中太阳能将成为可再生能源中最大的部分, 在能源总构成中占据 19%左右的比例。即使按照略微保守的估计, 光伏依然必须占据 12%的比例。该路线图的结论还包括: 低碳电力成本比先有富碳电力成本更具竞争力; 低碳路线所带来的经济利益远超过低碳路线经济负担所带来的挑战; 低碳路线将使欧洲最终赢得经济竞争力, 从而在全球竞争格局中赢得战略性的胜利。

表 4 新能源路线分布（2020 或 2050）

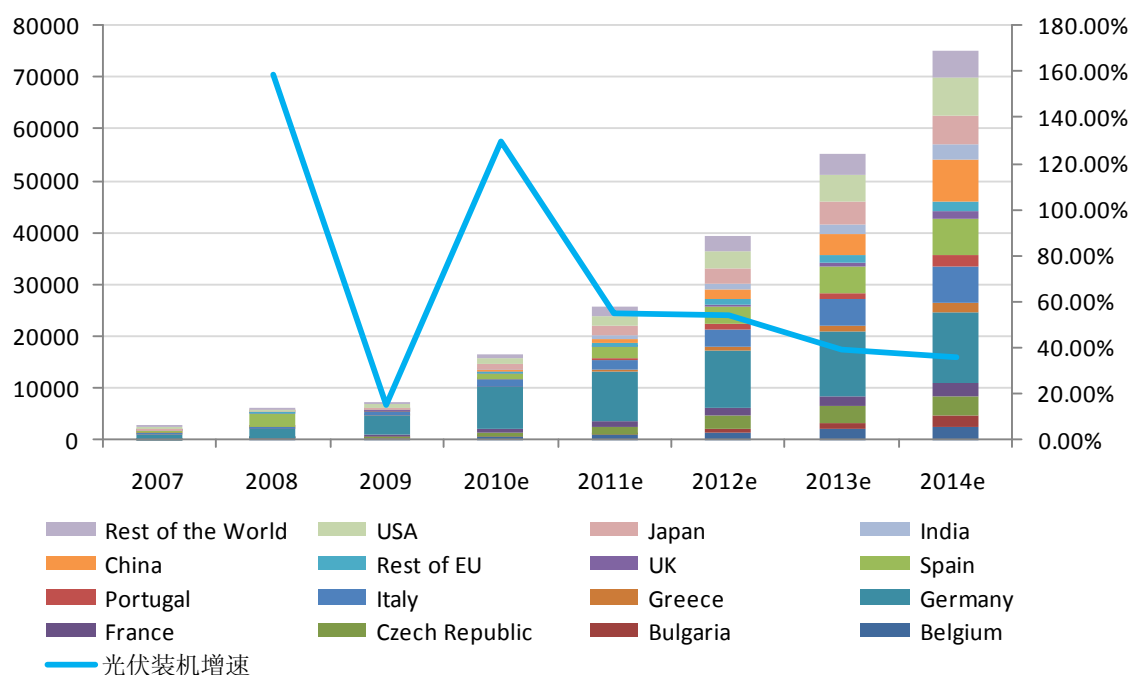
	Coal	Coal CCS	Coal CCS retrofit ¹	Gas	Gas CCS	Gas CCS retrofit	Nu-clear	Wind		Solar		Bio-mass	Geo-thermal	Large Hydro
								On-shore	Off-shore	PV	CSP			
80% RES 10% CCS 10% nuclear	0	3	2	0	5	0	10	15	15	19	5	12	2	12
60% RES 20% CCS 20% nuclear	0	7	3	0	10	0	20	11	10	12	5	8	2	12
40% RES 30% CCS 30% nuclear	0	7	3	0	10	0	20	11	10	12	5	8	2	12
Baseline: 34% RES 49% coal/gas 17% nuclear	21	0	0	28	0	0	17	9	2	1	1	8	1	12

资料来源：华宝证券研究所

以保守估计，上述规划将在 2050 年实现，但乐观预计 2020 年即将实现上述规划。近期欧盟的计划正向乐观方向移动，即在为了达到上述目标，预计 2020 年欧洲累计光伏装机容量将达到 400G，美国累计装机容量达到 350GW，全球累计光伏装机容量则达到 1000GW 左右，预计年复合增速超过 56%。即使按照保守预计 2050 年实现，则预计 2020 年全球累计装机容量达到 200G，则年复合增速在 35%左右。

从微观角度分析，随着光伏电池组件和逆变器、追日系统、超白玻璃、银铝浆等辅助器件的制造成本和销售价格的不降低，光伏产品在欧洲和世界其他地区将的装机盈利能力不断提高，从而逐渐摆脱德国单一市场占比过大的不成熟状态。我们预计 2011 年德国市场的新增装机容量增速将下降至 30%左右，但欧洲其他国家和美国、日本、中国等国的高速发展状态将继续维持，从而使得全球新增光伏装机容量的增速维持在 50%以上。

图 7 全球主要国家每年新增装机容量未来增长的保守预期 (MW)



资料来源: EPIA 华宝证券研究所

光伏市场在全球各国间分布的分散化,将使得整体市场摆脱受单一政府政策影响过于强烈的状态,市场变化和发展将逐渐更为稳定和成熟。市场体量的扩大也使得原材料、各环节中间产品和电池组件产品的价格更为稳定,巨幅波动出现的概率将会降低,有利于产业的持续发展。

对于光伏产业具有极大正面推动作用的是平价上网的逼近乃至实现。随着光伏发电成本的不断下降,目前部分高电价国家和地区已经率先实现平价上网,例如意大利光伏系统全生命周期发电成本为 0.24 欧元/度,而 2009 年意大利民用零售平均电价为 0.26 欧元,意大利事实上已经实现平价上网。美国、日本、西班牙等国也已接近平价上网水平。平价上网的实现意味着光伏产业逐渐摆脱政策补贴依赖,而实现完全市场化。

对于国内光伏市场,根据发改委相关研究部门的观点,至 2020 年光伏累计装机容量的合适目标应为 50GW,乐观估计为 100GW。由此,我们可以预计国内新增光伏装机容量在 10 年内的复合增长速度为 50%-60%之间,至 2015 年左右可以形成 6-7G 的国内需求,从而消化国内 30%左右的生产能力。

5. 同类公司估值水平

为了说明公司目前的估值水平,我们选取了 A 股市场上同样以电池片及组件为主营业务的上市公司东方日升和向日葵作为对比。

表 5 A 股光伏电池片及组件制造企业盈利能力和估值水平对比

公司名	股价	PE (11E)	PB	ROE (%)	毛利率 (%)
海通集团	38.620	17.35	18.7539		33.0000
东方日升	70.500	31.47	5.1900	12.1700	22.1862
向日葵	25.630	28.48	8.1422	13.9500	21.9460

资料来源: wind 华宝证券研究所

从盈利能力上看,海通集团毛利率超过 30% (估测),明显高于东方日升和向日葵。这充分显示了公司产业链一体化程度较好所带来的盈利能力增强。

从估值比较中可以看出,海通集团 PE 估值水平大大低于东方日升和向日葵。考虑到亿晶光电正处于从行业第二方阵向第一方阵进军的快速发展阶段,扩张速度高于行业平均水平,加之品牌影响力、产业链完整度和上游原材料获取能力均强于东方日升和向日葵,即使考虑到资产置换并未完成的折价因素,PE 估值水平也不应当明显低于同类公司。我们认为海通集团已被低估。

6. 公司盈利预测与估值

我们预计 2010、2011、2012 年末公司产能达到 500、800、1200MW,对应年份产量分别为 320、550、900MW。电池片组件价格则大致以每年 10%左右的幅度下降,引导公司毛利率随之下降,但多晶硅料成本价格下降和产能扩大带来的规模效应是毛利率下降的幅度有所减缓。

表 6 亿晶光电生产和盈利指标假设

	2009	2010	2011	2012
产能 (MW)	200	500	800	1200
产量 (MW)	135	320	550	900
价格 (元/瓦)	12.4	12.5	11	10
销售收入 (百万元)	1674	4000	6050	9000
毛利率	33%	30%	30%	29%

资料来源: wind 华宝证券研究所

预测公司 2010、2011、2012 年 eps 分别为 1.56、2.23、3.38 元。考虑到目前资产置换并未完成的风险折价因素,我们给予公司按照 2011 年 eps 的 27 倍估值,则目标价位为 60.21 元。给予“买入”评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	319.42	3660.56	3199.12	7059.73
现金	68.08	344.78	601.72	1083.72
应收账款	29.22	481.64	263.20	870.56
其它应收款	7.30	114.62	34.06	217.31
预付账款	6.40	44.22	37.16	96.02
存货	135.73	2450.16	1595.33	4468.05
其他	72.71	225.14	667.65	324.08
非流动资产	560.93	4250.77	5949.49	8373.95
长期投资	142.43	142.43	142.43	142.43
固定资产	374.35	3549.93	5012.82	7128.01
无形资产	34.64	487.11	714.39	1018.89
其他	9.50	71.30	79.85	84.62
资产总计	880.35	7911.33	9148.61	15433.68
流动负债	361.12	6580.46	6870.71	11575.75
短期借款	312.01	5446.10	4763.91	9656.32
应付账款	32.74	508.12	350.88	951.36
其他	16.38	626.24	1755.92	968.07
非流动负债	2.22	57.05	63.86	67.94
长期借款	0.00	56.11	62.71	66.50
其他	2.22	0.94	1.15	1.44
负债合计	363.34	6637.51	6934.57	11643.68
少数股东权益	25.67	25.67	25.67	25.67
归属母公司股东权益	491.34	1248.14	2188.36	3764.32
负债和股东权益	880.35	7911.33	9148.61	15433.68

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-2.50	-860.81	3324.98	-1098.99
净利润	6.27	756.80	1081.81	1643.43
折旧摊销	36.12	343.58	516.61	767.89
财务费用	20.27	30.00	45.38	67.50
投资损失	2.93	-3.36	-4.48	-6.07
营运资金变动	-68.12	-1987.84	1685.67	-3571.74
其它	0.03	0.00	-0.01	0.01
投资活动现金流	54.23	-4030.06	-2210.84	-3186.28
资本支出	-5.26	3652.46	1699.17	2436.61
长期投资	14.64	0.00	0.00	0.00
其他	63.62	-377.60	-511.67	-749.66
筹资活动现金流	-12.78	11.71	-174.82	-118.01
短期借款	43.01	-21.77	0.18	7.14
长期借款	-5.38	56.11	6.60	3.79
其他	-50.40	-22.63	-181.60	-128.94
现金净增加额	38.95	-4879.17	939.32	-4403.28

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	387.76	4000.00	6050.00	9000.59
营业成本	281.79	2680.00	4235.00	6300.41
营业税金及附加	2.38	20.00	30.07	45.00
营业费用	36.78	124.00	181.50	261.02
管理费用	47.59	244.00	272.25	378.02
财务费用	20.27	30.00	45.38	67.50
资产减值损失	1.13	12.00	18.15	27.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.93	3.36	4.48	6.07
营业利润	-5.10	893.36	1272.13	1927.70
营业外收入	13.29	7.00	10.59	15.75
营业外支出	0.26	10.00	10.00	10.00
利润总额	7.93	890.36	1272.72	1933.45
所得税	1.65	133.55	190.91	290.02
净利润	6.27	756.80	1081.81	1643.43
少数股东损益	3.89	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2.38	756.80	1081.81	1643.43
EBITDA	44.05	1259.93	1828.65	2759.84
EPS (元)	0.01	1.56	2.23	3.38

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.03%	931.57%	51.25%	48.77%
营业利润	25.86%	17613.25%	42.40%	51.53%
归属母公司净利润	-59.28%	31711.03%	42.94%	51.91%
获利能力				
毛利率	27.33%	33.00%	30.00%	30.00%
净利率	1.62%	18.92%	17.88%	18.26%
ROE	1.21%	59.41%	48.86%	43.36%
ROIC	0.77%	11.51%	15.85%	12.53%
偿债能力				
资产负债率	41.27%	83.90%	75.80%	75.44%
净负债比率	87.35%	83.11%	69.88%	83.72%
流动比率	0.88	0.56	0.47	0.61
速动比率	0.51	0.18	0.23	0.22
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.91	0.71	0.73
应收账款周转率	15.73	15.66	16.25	15.88
应付帐款周转率	9.26	9.91	9.86	9.68
每股指标(元)				
每股收益	0.01	1.56	2.23	3.38
每股经营现金	-0.01	-1.77	6.84	-2.26
每股净资产	2.14	2.57	4.50	7.75
估值比率				
P/E	2957.21	24.79	17.35	11.42
P/B	14.32	15.03	8.57	4.98
EV/EBITDA	166.01	19.02	12.60	9.95

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上；

- 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。