

2011 年 02 月 23 日

电气设备

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 72.77

目标价(元): 100.1

东方日升(300118)

年报业绩出色 持续增长可期

投资评级: A--买入(持续)

装备制造: 陈亮

执业证书编号: S0890510120003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

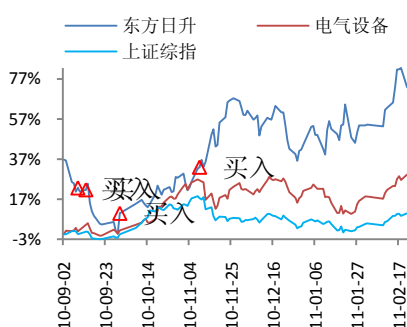
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	17500.00
流通 A 股/B 股(万股)	4500.00/0.00
资产负债率(%)	22.60
每股净资产(元)	14.19
市净率(倍)	5.13
净资产收益率(加权)	24.55
12 个月内最高/最低价	80.2/42.05

股价走势图



相关研究报告

- 1 《产能扩张是竞争力提升的必由之路》，2010.11
- 2 《产能扩张和财务费用改善拉升盈利水平》，2010.9
- 3 《竞争优势源于对设备的深刻把握》，2010.9
- 4 《东方日升 (300118): 产业链延伸和产能扩张是未来发展方向》，2010.9

◎事项:

东方日升 2 月 23 日发布 2010 年年报, 公司 2010 年度完成销售收入 23.75 亿, 同比增长 182.13%, 实现净利润 2.75 亿, 同比增长 136.92%。

◎主要观点:

◆**经营规模成长迅速。**公司电池片及组件产能从 2010 年初的 100MW 左右扩张至目前的 200MW 以上, 是公司销售收入迅速成长的主要原因。预计至 2011 年底公司电池片及组件产能将进一步扩张至 500MW 以上, 全年实现有效产能 350-400MW 之间。

◆**产品价格短期回升中期下行。**光伏产业链产品价格自 2 月份以来回升明显, 多晶硅国内平均价格升至 80 美元/公斤以上, 现货价格以攀升至 110 美元/公斤, 欧洲市场电池组件价格则回复至 1.8 美元/瓦水平。我们认为下游需求回暖和补贴“末班车”行为导致的需求旺盛是目前价格回升为其主要原因。从 2-3 年的时间段看, 随着各国 FIT 持续下调和以多晶硅为主的原材料制造成本不断下降, 光伏产业链各段产品价格均应呈稳步下降趋势。

◆**产业链扩张稳步进行。**目前公司的光伏电站建设已经初见成效, 位于意大利南部的光伏电站预计在 7 月份发点上网, 预计 2011、2012 年贡献净利润 3500、7000 万左右。上游硅片产能的获取亦在进行中。

◆**费用控制水平良好。**在海外业务放量的情况下, 公司销售费用上升 0.4 个百分点, 而管理费用大幅下降 2.7 个百分点至 2.76%。预计在规模效应下费用占比将进一步降低。欧元汇率大幅波动导致公司在 2010 上半年出现大额汇兑损失, 下半年公司通过远期结汇等手段有效降低了汇率波动的冲击。预计今年电站建设和产业链延伸将形成一定财务费用, 但汇兑损失则可有效控制。

◆**灯具产品预期乐观。**2011 年在巩固原有欧洲市场的基础上, 计划在美国市场取得突破。预计销售收入可达 2 亿元。盈利能力进一步提高。

◆**我们预测公司 2011、2012、2013 年 eps 达到 1.43、2.06、2.89 元。**eps 预测基于调整后股本, 与之前预测基本吻合。鉴于公司已经显示的产业链扩张能力和成本控制能力, 我们给予 2011 年 35 倍估值, 目标价位为 100.1 元 (除权后为 50.05 元)。公司股价近期攀升迅速, 敬请注意短期回调风险。

	2009A	2010A	2010Q4	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	841.76	2374.86	722.58	3667.25	5333.08	7513.73
同比增速(%)	-5.59	182.13	8.56	54.42	45.42	40.89
净利润(百万)	116.13	275.13	108.01	499.24	721.77	1013.22
同比增速(%)	65.50	136.92	21.40	81.46	44.57	40.38
毛利率(%)	25.85	22.13	22.00	22.90	22.60	22.34
每股盈利(元)	0.89	1.57	0.62	1.43	2.06	2.89
ROE(%)	31.34	11.08	4.35	17.25	20.25	22.64
PE(倍)	22.73	9.21		25.51	17.64	12.57

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2781.38	3161.51	4940.41	5505.87
现金	1409.67	2179.77	2059.53	3271.90
应收账款	299.18	423.64	895.53	761.72
其它应收款	111.34	0.00	15.39	4.96
预付账款	584.24	171.63	1099.48	715.76
存货	335.37	372.61	852.00	726.91
其他	41.57	13.86	18.47	24.63
非流动资产	426.94	582.24	785.71	1043.63
长期投资	50.00	50.00	50.00	50.00
固定资产	331.86	465.35	644.13	870.71
无形资产	11.70	25.29	41.08	58.59
其他	33.38	41.60	50.50	64.32
资产总计	3208.31	3743.74	5726.11	6549.50
流动负债	709.56	843.59	2155.39	2065.27
短期借款	355.00	232.76	1104.53	1017.24
应付账款	267.20	417.39	734.24	728.04
其他	87.36	193.43	316.62	320.00
非流动负债	15.52	5.17	6.90	9.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.52	5.17	6.90	9.19
负债合计	725.07	848.76	2162.28	2074.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2483.24	2894.99	3563.83	4475.03
负债和股东权益	3208.31	3743.74	5726.11	6549.50

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-393.58	1214.67	-587.56	1868.63
净利润	275.13	499.24	721.77	1013.22
折旧摊销	22.99	38.16	56.00	79.16
财务费用	99.08	61.17	88.96	125.33
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-753.48	618.52	-1454.48	650.23
其它	-37.30	-2.43	0.20	0.68
投资活动现金流	-312.27	-167.47	-263.59	-342.99
资本支出	223.77	167.37	201.25	255.38
长期投资	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他	-138.50	-0.10	-62.34	-87.62
筹资活动现金流	1914.89	-277.09	-115.06	-202.43
短期借款	167.11	-122.24	25.79	23.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1747.78	-154.86	-140.85	-225.98
现金净增加额	1209.03	770.10	-966.21	1323.21

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2374.86	3667.25	5333.08	7513.73
营业成本	1849.28	2827.30	4127.79	5835.44
营业税金及附加	4.60	7.10	10.33	14.55
营业费用	82.35	113.68	159.99	217.90
管理费用	65.46	84.35	117.33	157.79
财务费用	99.08	61.17	88.96	125.33
资产减值损失	3.86	5.96	8.67	12.21
公允价值变动收益	41.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	311.80	567.69	820.02	1150.52
营业外收入	10.87	16.79	24.41	34.39
营业外支出	1.26	1.26	1.26	1.26
利润总额	321.41	583.21	843.17	1183.65
所得税	46.28	83.97	121.40	170.42
净利润	275.13	499.24	721.77	1013.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	275.13	499.24	721.77	1013.22
EBITDA	344.39	651.37	942.80	1324.27
EPS (元)	1.57	1.43	2.06	2.89

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	182.13%	54.42%	45.42%	40.89%
营业利润	144.94%	82.07%	44.45%	40.30%
归属母公司净利润	136.92%	81.46%	44.57%	40.38%
获利能力				
毛利率	22.13%	22.90%	22.60%	22.34%
净利率	11.59%	13.61%	13.53%	13.48%
ROE	11.08%	17.25%	20.25%	22.64%
ROIC	9.66%	16.77%	16.25%	19.39%
偿债能力				
资产负债率	22.60%	22.67%	37.76%	31.67%
净负债比率	48.96%	27.42%	51.08%	49.04%
流动比率	3.92	3.75	2.29	2.67
速动比率	3.45	3.31	1.90	2.31
营运能力				
总资产周转率	1.17	1.06	1.13	1.22
应收账款周转率	8.97	10.15	8.09	9.07
应付账款周转率	8.52	8.26	7.17	7.98
每股指标(元)				
每股收益	1.57	1.43	2.06	2.89
每股经营现金	-2.25	3.47	-1.68	5.34
每股净资产	14.19	8.27	10.18	12.79
估值比率				
P/E	9.21	25.51	17.64	12.57
P/B	1.02	4.40	3.57	2.85
EV/EBITDA	4.20	36.10	25.99	17.52

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

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

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

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本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承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。