

评级：强烈推荐

电力设备及新能源行业

研究报告

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

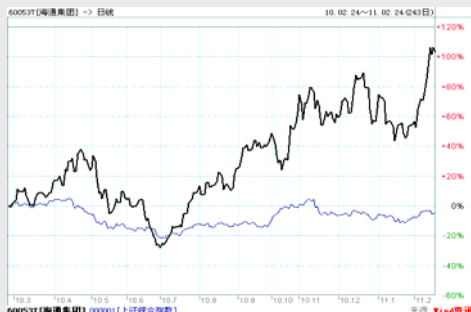
交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.30-51.16
总市值 (百万元)	11,550.01
流通股本 (百万股)	230.03
流通股比率 (%)	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	473.71
每股净资产	2.06
市净率	24.38
资产负债率	41.3%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

海通集团 (600537)

——看好行业，因此看好龙头，维持“强烈推荐”

摘要：

- **重组进入最后阶段。** 公司前身是果蔬加工和出口，属于农业板块。亿晶光电是国内规模处于前十的太阳能组件企业，即将完成借助海通集团实现借壳上市。
- **重申成本持续下降成为行业超预期的重要因素。** 对于太阳能行业的看法，我们属于卖方研究中较为激进的。其中，我们的核心理由是太阳能成本的持续下降趋势。
- **补贴力度下降不会影响行业发展。** 技术进步的速度超出了我们预期，也使得补贴力度下降的负面效应在减弱，补贴下降将成为行业发展中的一部分。
- **多晶硅现货价格上涨属于短期行为。** 我们认为，最近的多晶硅价格的上涨更多地属于部分企业的补库存行为，不会成为长期趋势。同时，也侧面反映企业对行业发展的乐观预期。
- **公司是 A 股市场毫无争议的龙头。** 从国内的规模统计数据看，公司一直排在第 8 名的位置。由于第一军团都在海外上市，也使得公司成为了 A 股市场毫无争议的龙头。
- **产业链完整，订单充足。** 公司选择了从硅锭到组件的完整产业链，是 LDK 和尚德产业链的联合体。公司选择符合自身优势的相对完整产业链，是具备较强抗风险能力的，也保证了高毛利率水平。公司 2011 年计划的 500 MW 的规模有订单保证，高增长较为确定。
- **给予“强烈推荐”评级。** 按照重组完成后的公司总股本 48587 万股计算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 2.40 元、3.45 元和 5.07 元。我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 30-35 倍和 20-25 倍，对应的价格区间为 70 元~85 元。距离目前股价有 40% 以上的上涨空间，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：** 1、原材料价格波动的风险；2、行业增长风险。



目 录

1、与大众不同的观点	3
2、公司简介.....	3
2.1、符合市场预期的产业转型	3
2.2、重组进程符合预期.....	4
3、行业发展.....	4
3.1、重申成本下降成为行业持续超预期的核心因素	4
3.2、补贴下降成为行业发展的重要组成部分.....	6
3.3、近期行业动向的几点看法	7
4、公司经营动态.....	8
4.1、国内A股的绝对龙头	8
4.2、处于行业前列的盈利水平	9
4.3、定单保证高增长	12
5、盈利预测、估值及投资建议	13
5.1、关键假设	13
5.2、盈利预测	13
5.3、估值及投资建议	14
6、催化剂	14
7、风险提示	14



1、与大众不同的观点

1、我们认为，虽然补贴政策存在持续下降可能，但太阳能的经济性的快速提高保证了行业存在持续超预期的可能性。近期市场虽然出现多晶硅价格上涨，但成本下降的背景决定了产品价格上涨属于短期行为。

2、公司是国内 A 股的绝对龙头，完整了产业链保证了产品的高盈利能力和抗风险能力。同时，规模优势也保证了客户优势。

在行业有望持续超预期的背景下，定单保障保证了快速扩张策略的稳健性和有效性。未来三年，有望维持 50%以上的高增长。

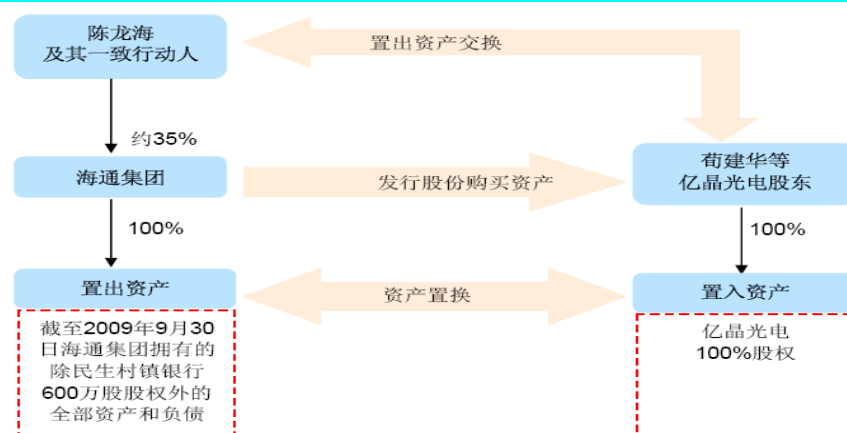
2、公司简介

2.1、符合市场预期的产业转型

海通集团的前身是果蔬加工和出口，属于农业板块。亿晶光电是国内规模处于前十的太阳能组件企业，即将借助海通集团实现借壳上市。

笔者就重组程序进行简单归纳，主要分为两步：（1）**资产置换**。置入资产评估值为 282381.32 万元，置出资产评估值为 69780.25 万元。差异 212600.80 万元以 8.31 元/股作为对价，折合股本为 25583.7301 万股。（2）**资产接管**。原有资产置出后，重新转让给公司原实际控制人陈龙海及其一致行动人。其中，3000 万现金和置出资产合计对应的股本为 5000 万股。

图表 1 资产重组股权关系结构图



数据来源：公司公告



2.2、重组进程进入最后阶段

2011年2月11日,公司董事会审议通过关于申请延长关于公司变更设立为中外合资股份有限公司原则性批复的有效期的议案,延长期限为6个月。2月17日,获得商务部通过。

虽然重组进程有波折,但总体符合预期,预计实现完整的借壳上市在未来的2~3个月有望完成。

3、行业发展

3.1、重申成本下降成为行业持续超预期的核心因素

成本下降是行业发展的核心因素

对于太阳能行业的看法,我们属于卖方研究中较为激进的。其中,我们的核心理由是太阳能成本的持续下降趋势。就这一点,在2月14日发布的《东方日升深度报告——产业链延伸提升价值》中做了较为详细的分析,在此不做赘述。

多晶硅成本进入20美元阶段

多晶硅作为组件的源头,目前仍是组件的最大组成部分,也是弹性最大的部分。

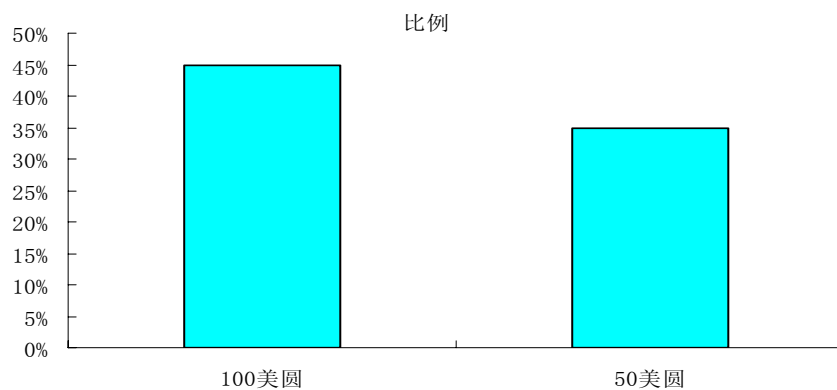
我们按照100美元/公斤的多晶硅的成本假设,对应的每瓦成本为0.8美元左右,大致相当于组件成本的45%。

如果按照50美元的销售价格,那么,组件成本将下降为1.4美元,多晶硅占组件成本的比重将下降为35%左右,对应的系统综合成本下降幅度为20%。

2010年,保利协鑫的成本进入了20美元时代,具备国际水平,对我国的太阳能产业具有战略意义。我们了解到,除了保利协鑫的技术进步外,南玻A、大全新能源等具有规模的企业的成本也达到35美元左右,使得多晶硅不再成为左右行业发展的主要因素成为了可能。

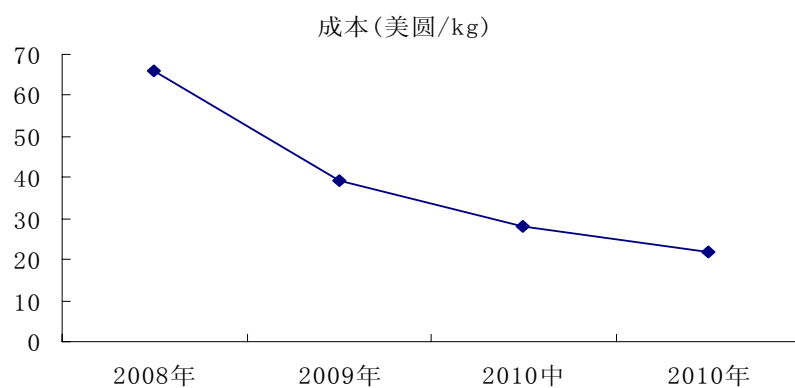


图表 2 多晶硅占组件成本比例对比图



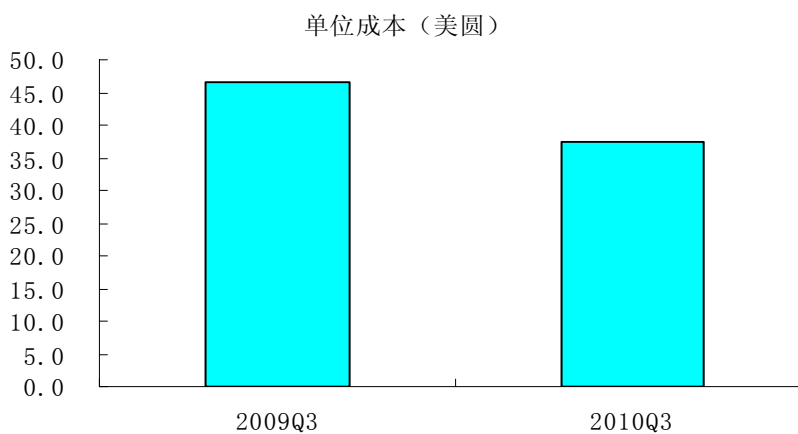
数据来源：第一创业证券研究所

图表 3 多晶硅成本变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 保利协鑫

图表 4 大全能源多晶硅成本变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



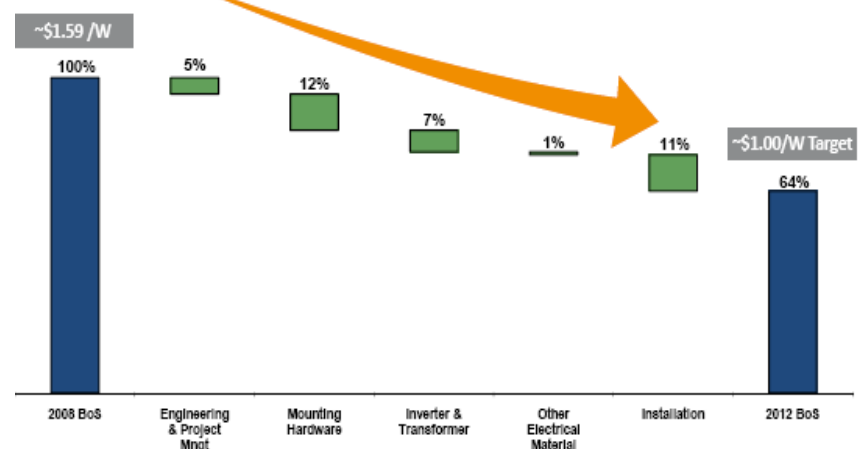
成本下降途径是多元化的

除了多晶硅本身的成本下降外，系统成本下降的途径是多元化的，包括转化效率提高、硅片厚度、电器、工程等途径都存在成本下降的机会。

First Solar 作为全球最大的薄膜电池企业，系统部分的成本下降对多晶硅系统具有参考意义。

按照公司规划目标，2015 年较 2009 年下降 36%，对应的系统成本下降幅度为 20%左右。

图表 5 First Solar 太阳能系统成本下降路线图



数据来源：第一创业证券研究所

3.2、补贴下降成为行业发展的重要组成部分

从逻辑上讲，产业发展的核心因素在于经济性。太阳能产业作为新兴领域，补贴政策固然重要，但不应成为决定行业发展的唯一因素。

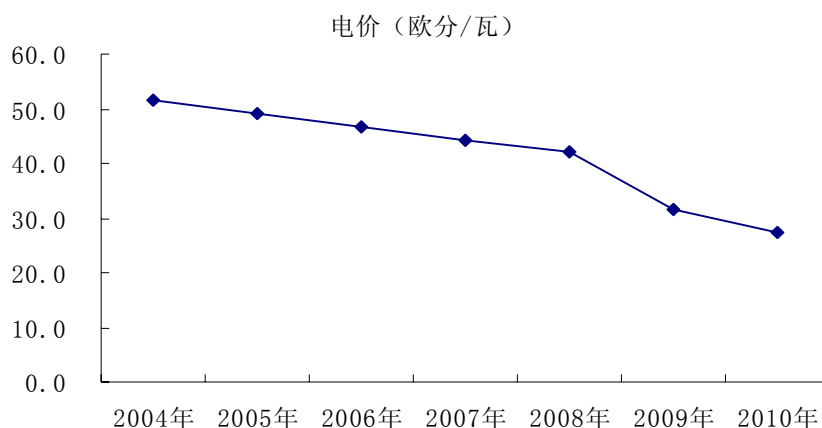
随着技术进步，太阳能产业的经济性逐步提高的背景下，补贴力度的下降将成为长期趋势，也成为行业发展的重要组成部分。

德国作为全球太阳能发展最快的国家，持续的补贴政策成为德国年增容量持续维持全球第一。

动态角度看，补贴力度也呈现持续下降趋势，已经成为德国太阳能持续高速发展的一部分。2010 年的上网电价为 28 欧分左右，较 2004 年下降了 47%，但高速增长趋势不改。



图表 6 德国太阳能上网电价变化图



数据来源：第一创业证券研究所

3.3、近期行业动向的几点看法

意大利预期的启示

据 IHS iSuppli 分析报告显示，随着全球投资流向意大利，2010 年第四季度意大利太阳能市场高度活跃，为 2011 年光伏(PV)安装翻倍奠定基础。

根据对意大利主要项目开发商和能源绩效承包商的采访，该国 2010 年第四季度将安装 975MW 的 PV 太阳能系统，是第三季度 487MW 的两倍，比 2009 年第四季度的 288MW 大增 239%。

第四季度的急剧增长，将使 2010 年安装量增加到 1.9GW，比 2009 年的 720GW 增长 100%。同时，这也将为 2011 年该市场再翻一倍至 3.9GW 奠定基础。

尽管 FIT 预计下调，但意大利太阳能投资的 IRR 仍将高于其它任何地方。因此，2011 年每季度的意大利安装量将增加到 1GW 左右。

从全球的发展动态看，德国和西班牙是行业发展最大的贡献者。2009 年以来，意大利、法国等成为新兴发展国家。有一个共同点，国家经济实力相对雄厚是重要基础。

我们可以大胆预测，中国、美国、印度、日本、英国、韩国等具备经济实力国家的崛起是可以期待的。

多晶硅价格最近较大幅度上涨可能属于短期现象

近日，国内多晶硅市场上的现货报价最高到达了 114 美元/公斤(约合



750 元人民币),与去年底的 75 至 90 美元/公斤相比,价格上涨幅度超过 10%。我们认为,最近的多晶硅价格的上涨更多地属于部分企业的补库存行为,不会成为长期趋势。同时,也侧面反映企业对行业发展的乐观预期。

从供给上看,仍较为乐观。2 月 18 日,宣布,将再投资 177 亿港元,计划 2011 年年底,将多晶硅产能从目前的 2.1 万吨提升至 2.5 万吨,至 2012 年年中实现 6.5 万吨的产能。

2010 年,中国国内多晶硅产量达 3.5 万吨,其中保利协鑫占据近一半的产量。扩产之后的保利协鑫产量将是去年国内总产量的近 2 倍,加大多晶硅价格的话语权,也保证了下游企业有望更充分享受低成本带来的收益。

4、公司经营动态

4.1、国内 A 股的绝对龙头

技术积累领先一步

公司 2006 年就获得德国的 TUV 认证,随后获得美国、意大利、法国、等系列认证,2007 年已经规模化地进入太阳能行业,比东方日升、向日葵等企业要早 2 年左右的时间。

技术标准虽然只是公司进入行业游戏圈的基本条件,时间上的相对优势也为公司的快速增长奠定了基础。

规模水平属于 A 股的绝对龙头

从国内的规模统计数据看,公司一直排在第 8 名的位置。如果把无锡尚德、天威英利、晶澳等海外上市企业作为第一军团,那么公司属于国内第二军团企业。

由于第一军团都在海外上市,也使得公司成为了 A 股市场毫无争议的龙头。在 A 股市场中,新上市的企业有东方日升、向日葵、超日太阳等企业,新进入太阳能领域的企业有航天机电、横店东磁等。

客观地说,我们在选股上,不会因为其他的企业的规模相对偏小而排除在组合内。但是,海通集团即将作为 A 股市场的绝对龙头,我们没有理由不选,也许不是首要选择。



图表 7 国内太阳能企业规模比较一览表

	公司名称	2009 产量 (MW)	2008 产量 (MW)
1	无锡尚德	704	497.5
2	天威英利	525	281.5
3	晶澳太阳能	509	300.0
4	常州天合	399	210.0
5	CSI 阿特斯	326	102.8
6	宁波太阳能	260	175.0
7	江苏林洋	220	180.0
8	常州亿晶光电	200	106.0
9	中电电气 (南京)	160	120.0
10	江苏浚鑫	120	65.3

数据来源：第一创业证券研究所 招股说明书

4.2、处于行业前列的盈利水平

产业链，“小 LDK” + “小尚德”

完整的太阳能产业链包括从多晶硅到组件的五大环节，从规模化企业看，各有侧重。天威英利是产业链最完整的企业，尚德侧重于后端，晶澳不做组件，LDK 则侧重于前端。

亿晶光电、天合光能和江苏林洋等企业均选择了较为完整的产业链，是 LDK 和尚德产业链的联合体。

理论上讲，产业链越长，盈利空间越大。同时，公司自身优势和特点也对产业链的建设提出了制约。

如果与国际水平比较，我国在多晶硅上相对落后，资金投入巨大、技术壁垒高等方面的制约是关键，虽然存在保利协鑫、江苏大全等具备国际竞争力的企业。

相对而言，后端环节的制造优势较为明显，特别是人力成本优势更明显。因此，也使得我国成为组件生产大国，而是多晶硅生产小国。

从国内新进入的企业特征看，基本都选择后端为主，将硅锭和硅片环节的利润留给了上游。这样，也使得后端的竞争更为激烈。

综合分析，公司选择符合自身优势的相对完整产业链，是具备较强抗风险能力的。



图表 8 国内太阳能企业产业链比较一览表

	多晶硅	硅锭	硅片	电池片	组件
无锡尚德					
天威英利					
晶澳太阳能					
常州天合					
LDK					
江苏林洋					
亿晶光电					
东方日升					

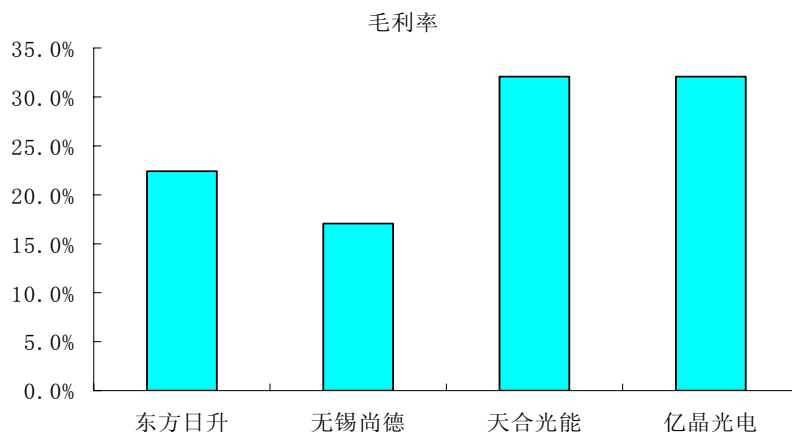
数据来源：第一创业证券研究所

完整产业链享受高毛利率

公司与天合光能都属于相对完整的产业链，涵盖了硅锭和硅片，2010年的综合毛利率超过 30%。

而龙头企业无锡尚德与东方日升类似，均以硅片作为原材料，毛利率为 20%左右。由于产业链相对较短，低于产业链更完整的天合光能和亿晶光电属于正常水平。

图表 9 2010 年组件毛利率对比图



数据来源：第一创业证券研究所

规模化促进毛利率提高

公司在 2006 年取得德国 TUV 认证后，2007 年进入规模化生产阶段。2007 年的综合毛利率达到 25%，盈利能达到比较高的水平。

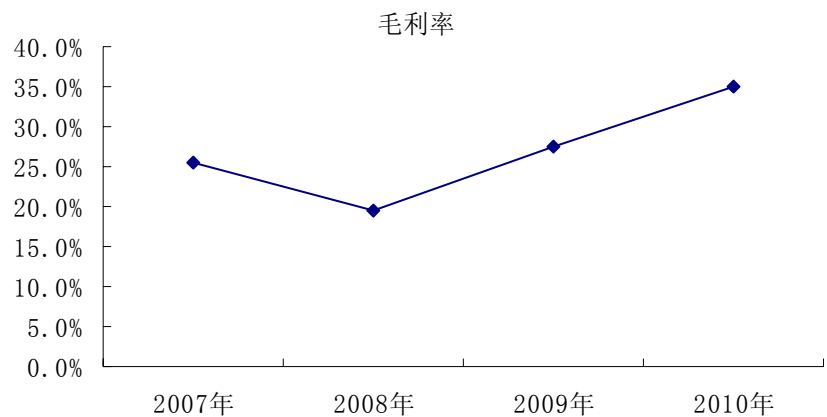
2008 年，组件的毛利率较 2007 年有较大幅度下降，主要是金融危机



的影响。

2009 年和 2010 年的组件毛利率出现快速回升,2010 年达到 35%左右。有行业增长的因素,也有产能扩张的规模化因素。

图表 10 组件毛利率年度变化对比图



数据来源: 第一创业证券研究所 公司资料

合理的原材料长单比例降低毛利率波动风险

公司于 2008 年 10 月与 REC 签订了多晶硅长单协议,合同期限从 2008 年 1 月 1 日到 2015 年 12 月 31 日。

长单采取年初确定价格模式,如果市场价格稳定,一般根据上年的现货平均价格低 10%左右来确定。

由于现货市场的价格波动性,也使得长单的固定价格成为一把双刃剑。一方面,在现货大幅上涨的情况下,保证了相对稳定的成本,另一方面也增加了原材料价格下降带来的风险。同时,大量的预付款也导致费用相应增加。

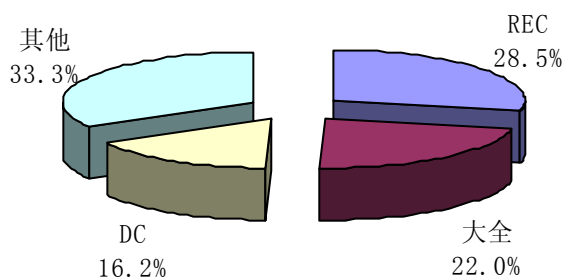
因此,如何确定长单的比例是个重要课题。**从抗风险的角度看,长单的最大意义在于供货的数量保证,而不是成本保证。**

在原材料供给充裕和总体价格平稳的预期下,使得过高的长单比例对成本控制并不有利,公司将逐步把比例下调到 20%左右,增加了原材料剧烈波动带来的毛利率风险。

从客户结构看,除了 REC,大全新能源、DC、新光硅等也是公司重要的原料提供商,这些企业都是国际在制造成本上具有明显优势的企业,对公司的话语权提高有利。



图表 11 公司原料采购客户结构对比图（2009 年）



数据来源：第一创业证券研究所 公司资料

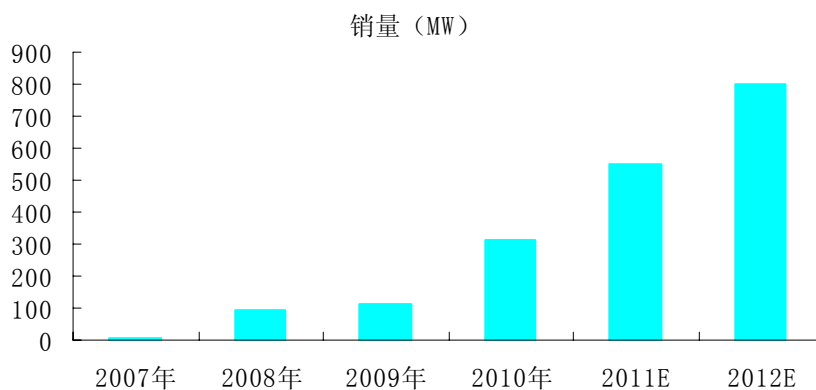
4.3、定单保证高增长

公司 2007 年的组件产能只有 7MW，2008 年达到 94MW，已经初具规模。2009 年达到 110MW，2010 年达到 500 MW。

我们看到，2010 年之前的产能与销量基本匹配。而 2010 年开始，产能扩张速度明显快于销量增长速度，核心原因在于销售的保证。

公司 2011 年计划的 500 MW 的规模有定单保证，高增长较为确定。公司的客户结构 80%集中在德国，终端市场则分布意大利、美国、澳大利亚等主要的太阳能国家。

图表 12 公司组件销量年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



5、盈利预测、估值及投资建议

5.1、关键假设

1、收入

产品价格

组件：2011 年较 2010 年下降 6%左右，2012 年和 2013 年分别下降 4%和 4%，对应的人民币单价分别为 11.5 元、11.0 元和 10.5 元；

产品数量

组件：2011 年为 550 MW，同比增长 80%左右，2012 年和 2013 年分别为 800MW 和 1200MW ；

其他业务：由于规模占比不大，均按照 50%的年增长。

2、毛利率

组件：2011 年为 30%，同比下降 3 个百分点，2012 年和 2013 年维持 2010 年水平；

其他：均按照 15%测算；

3、期间费用

营业费用：2011 年~2013 年均按照公司备考的 3.5%的费用率测算，处于谨慎策略，未考虑规模效应；

管理费用：2011 年~2013 年均按照 20%增长速度计算；

4、所得税率

公司属于高科技企业，2011 年~2013 年均按照 15%假设；

5.2、盈利预测

按照重组完成后的公司总股本 48587 万股计算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 2.40 元、3.45 元和 5.07 元，增长率分别为 56.7%、43.7%和 46.9%，年复合增长率为 50%左右。



5.3、估值及投资建议

我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 30-35 倍和 20-25 倍，对应的价格区间为 70 元~85 元。距离目前股价有 40%以上的上涨空间，维持“强烈推荐”投资评级。

6、催化剂

- 1、行业增长超预期。
- 2、重大合同公告。
- 3、重组顺利完成。

7、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、行业增长风险。

图表 13 主导产品收入和毛利率预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、电池组件				
收入(百万元)	3813	6325	8800	12600
数量(MW)	310.00	550.00	800.00	1200.00
单价(元)	12.30	11.50	11.00	10.50
毛利(百万元)	1258	1898	2640	3780
毛利率	33.0%	30.0%	30.0%	30.0%
二、其他				
收入(百万元)	25	38	120	120
增长率	-	50.0%	50.0%	50.0%
毛利(百万元)	4	6	18	18
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
五、合计				
收入(万元)	3838	6363	8920	12720
增长率	-	65.8%	40.2%	42.6%
毛利(百万元)	1262	1903	2658	3798
毛利率	32.9%	29.9%	29.8%	29.9%

数据来源：第一创业证券研究所



图表 14 盈利预测预测表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	3838.00	6362.50	8920.00	12720.00
减：营业成本	2575.96	4459.38	6262.00	8922.00
减：营业税金及附加	11.51	19.09	26.76	38.16
减：营业费用	134.33	222.69	312.20	445.20
减：管理费用	211.09	253.31	303.97	364.76
减：财务费用	29.00	34.80	41.76	50.11
减：资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	876.11	1373.24	1973.31	2899.76
二、利润总额				
加：营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	876.11	1373.24	1973.31	2899.76
三、净利润				
减：所得税	131.42	205.99	296.00	434.96
净利润	744.69	1167.26	1677.31	2464.80
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	744.69	1167.26	1677.31	2464.80
总股本				485.87
EPS(元)	1.533	2.402	3.452	5.073

数据来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120