

湘财证券研究所

行业研究部

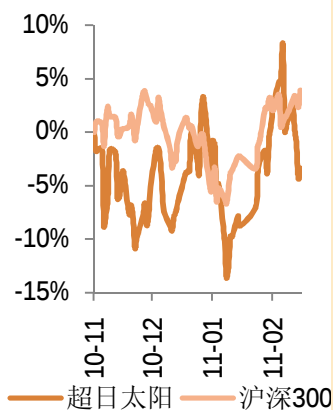
刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

联系人：侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-mail: hwt2894@xcsc.com



基本数据(03.04)

收盘价(元)	46.04
总股本(百万股)	263.6
流通股本(百万股)	66
总市值(亿元)	120.18
流通市值(亿元)	30.09
PE TM	54.51
每股净资产	11.63
评级:	增持
目标价:	60元

投资要点

- Ø **公司利用超募资金介入上下游产业链。**公司上市的募投项目除电池片环节外，已延伸至铸锭-切片，而后期超募资金的投向，包括了多晶硅料、光伏电站等上游下游环节。目前公司已经在全产业链进行了布局，后期发展目标为实现上游产品的自供，提升终端组件产品的销售。
- Ø **年底产能将达到 471MW，硅片自供率提升。**公司现在的产能为 271MW，年底九江 200MW 多晶硅电池片将达产，收购的卫雪公司也计划年末增加 200MW 组件产能，因此到年底电池片-组件将达到 471MW 产能。硅片产能目前已达到 170MW，硅片自供率将达 36%，高于去年 20% 左右的水平。
- Ø **上游扩产迅速，公司未来利润来源将向上游倾斜。**拟用剩余 3 亿超募资金投入赛阳硅业一期 1000 吨的建设，年底或明年年初可以开始试生产。洛阳产业园一二期 400MW 的铸锭-切片-电池片产线也将于年中开始建设。这两个项目可能在明年正面影响公司的毛利率水平。
- Ø **设立多个海外公司，布局高增量市场。**公司在美国、保加利亚、香港分别设立了子公司，为公司的产品销售提前布局；并与天华阳光合作进行意大利的电站建设，通过电站的建设运营积累经验，备战国内市场的启动。
- Ø **订单充足，后期有融资需求。**公司在手订单 200MW，考虑到欧洲市场的客户忠诚度较高、新客户的开发以及年内全球需求的增长，我们认为公司年内销售应在 400MW，年内销量增长 100%。由于公司洛阳、九江、上海的多个项目尚需后续资金的支持，后期仍有继续融资的需求。
- Ø **评级增持。**由于普遍预期年内组件价格将出现下降，因此我们认为年内公司业绩可能会有压力，但公司上下游的扩张将保持长期毛利率的稳定。不考虑送股，我们认为公司 2011~2013 年业绩分别为 1.57、2.52 和 3.46 元，PE29、18、13 倍，给予增持评级。
- Ø **风险因素。**光伏板块目前股值仍处高位，建议暂时观望，待年中需求状况逐渐明朗；明年以后的需求情况乐观，但受到政策影响的不确定性较大，暂时难以充分判断。

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2687	4400	6650	9000
收入同比(%)	104%	64%	51%	35%
归属母公司净利润	220	413	665	913
净利润同比(%)	30%	87%	61%	37%
毛利率(%)	18.9%	17.0%	18.0%	18.0%
ROE(%)	7.2%	12.2%	16.5%	18.4%
每股收益(元)	0.84	1.57	2.52	3.46
股本(百万)	55.06	29.41	18.25	13.30
P/E	3.96	3.60	3.01	2.45
P/B	30	20	12	9
EV/EBITDA	2687	4400	6650	9000

表 1、公司产业链现状及规划、投入情况

产能及规划	环节	地点	情况	所需资金	投入(亿元)
赛阳硅业 共 2000 吨	多晶硅	洛阳	今年一期 1000 吨完成, 对应 150MW	拟用 3 亿剩余 超募资金投入	0.4 自有
已有 100MW 2014 年到 500MW 总规划 900MW	(多晶)硅锭- 切片-电池片	洛阳	一半达产, 一半年内达产 一二期年中开工 三四期未定	需 18 亿元	6.51 募集
200MW 200MW	多晶电池片 单晶电池片	九江	先建设 时间未定	400MW 共需 要 8 亿元	2.85 超募
原产能 20MW 新增 50MW	单晶电池片	上海		已经试生产	2.29 募集
原产能 171MW 新增 100MW 卫雪 200MW	组件	上海	今年可完成 今年可完成	已经试生产 需要资金	1.34 募集 0.6 自有
Chaori 研发中心	电站	卢森堡	为 9.33 亿元, 32MW		2.5 自有 0.8 募集
流动资金					2 募集
偿还银行贷款					4 超募
总募资					23.7

数据来源: 公司公告、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3850	3096	3773	4762	营业收入	2687	4400	6650	9000
现金	2493	1481	1106	1625	营业成本	2179	3652	5453	7380
应收账款	650	772	1436	1525	营业税金及附加	3	5	7	10
其他应收款	129	186	294	392	营业费用	39	60	92	124
预付账款	318	505	768	1033	管理费用	114	186	282	381
存货	258	151	169	187	财务费用	65	-11	12	11
其他流动资产	3	0	0	0	资产减值损失	24	24	24	24
非流动资产	616	1583	1755	1905	公允价值变动收	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-9	0	0	0
固定资产	458	1249	1516	1717	营业利润	256	484	780	1070
无形资产	25	16	-5	-23	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	133	318	245	210	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4467	4679	5528	6667	利润总额	263	484	780	1070
流动负债	1217	1304	1491	1720	所得税	44	73	117	160
短期借款	1076	842	920	894	净利润	219	411	663	909
应付账款	96	301	380	546	少数股东损益	-1	-1	-2	-3
其他流动负债	45	161	191	280	归属母公司净利润	220	413	665	913
非流动负债	182	0	0	0	EBITDA	357	539	904	1220
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.57	2.52	3.46
其他非流动负债	182	0	0	0					
负债合计	1399	1304	1491	1720	主要财务比率				
少数股东权益	3	2	-0	-3	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	264	264	264	264	成长能力				
资本公积	2261	2261	2261	2261	营业收入	103.8%	63.8%	51.1%	35.3%
留存收益	541	848	1513	2426	营业利润	31.5%	88.8%	61.1%	37.2%
归属母公司股东权益	3065	3373	4038	4950	归属于母公司净利润	29.7%	87.2%	61.2%	37.2%
负债和股东权益	4467	4679	5528	6667	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	18.9%	17.0%	18.0%	18.0%
单位:百万元					净利率(%)	8.2%	9.4%	10.0%	10.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	7.2%	12.2%	16.5%	18.4%
经营活动现金流	-460	355	-161	839	ROIC(%)	16.0%	14.6%	17.4%	21.7%
净利润	219	411	663	909	偿债能力				
折旧摊销	35	66	112	138	资产负债率(%)	31.3%	27.9%	27.0%	25.8%
财务费用	65	-11	12	11	净负债比率(%)	76.91%	64.58%	61.71%	51.97%
投资损失	9	0	0	0	流动比率	3.16	2.37	2.53	2.77
营运资金变动	-776	-97	-948	-221	速动比率	2.95	2.25	2.41	2.66
其他经营现金流	-13	-14	0	1	营运能力				
投资活动现金流	-213	-1037	-279	-283	总资产周转率	0.94	0.96	1.30	1.48
资本支出	246	1050	300	300	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	17.01	18.37	16.00	15.94
其他投资现金流	33	13	21	17	每股指标(元)				
筹资活动现金流	3101	-330	66	-37	每股收益(最新摊薄)	0.84	1.57	2.52	3.46
短期借款	700	-233	78	-26	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.74	1.35	-0.61	3.18
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.63	12.79	15.32	18.78
普通股增加	66	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2221	0	0	0	P/E	55.06	29.41	18.25	13.30
其他筹资现金流	114	-96	-12	-11	P/B	3.96	3.60	3.01	2.45
现金净增加额	2428	-1012	-375	518	EV/EBITDA	30	20	12	9

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。