

湘财证券研究所

行业研究部

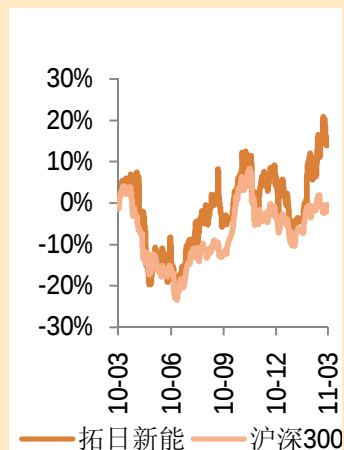
刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

联系人：侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-mail: hwt2894@xcsc.com



基本数据(03.24)

收盘价(元)	27.31
总股本(百万股)	326.5
流通股本(百万股)	187.5
总市值(亿元)	89.17
流通市值(亿元)	51.20
PE TM	92.62
每股净资产	2.74
评级:	买入
目标价:	40元

相关报告:

《基于技术成本的扩产，业绩进入爆发期》

—2010.12.15

投资要点

- 公司公布年报业绩。**2010 年公司收入 5.88 亿元，同比增长 156%，净利润 0.96 亿元，同比增长 189%，EPS0.33 元。公司拟 10 股转增 5 股，派发现金红利 0.5 元。
- 晶硅业务实现突破，毛利率高于行业水平。**公司 2010 年晶硅产品销售量在 30MW 左右，毛利率达到了 35.09%，高于行业水平。公司乐山基地的生产覆盖了“拉晶/铸锭-切片-电池片”产业环节，高设备自制率使得公司的制造成本低于业内其他公司。今年公司将继续扩张上游高盈利环节的产能，实现上下游产能的匹配；同时全面配备公司的自制生产设备，进一步降低公司的生产成本。今年普遍预计晶硅组件价格将有 10%以上下降，但公司成本也在进一步降低中，有望维持目前的高毛利水平。
- 光伏玻璃扩产迅速，将成为公司的重要盈利点。**公司 2010 年光伏玻璃收入 3215 万元，毛利率 38.23%。目前公司在陕西的两条玻璃产线已经投产，另外四条线将于下半年建成，全部建成后的产能约在 2000 万平米/年。今年公司光伏玻璃业务将实现高增长，较低的能源/材料成本将保证长期竞争力和盈利能力。
- 非晶硅和应用产品业务稳定成长。**非晶硅薄膜组件受到具有转换效率优势的晶硅组件挤压，短期市场空间难以打开。公司计划今年将产品的转换效率从 6%提升至 8%，并将通过导电玻璃的自产降低薄膜组件的生产成本。因此我们认为公司的薄膜产品销售也将逐步打开。小型应用产品面向欧美超市销售，预计未来仍有稳定成长空间。
- 平板集热器开始销售，前景乐观。**公司平板集热器技术国内领先，2010 年承接了多个太阳能热水工程，实现了销售零的突破。平板集热器具有建筑结合优势，后期有望逐渐替代真空管式太阳能热水器，发展前景乐观。
- 上调公司评级至买入，上调公司目标价至 40 元。**公司的设备制造、光伏玻璃、晶硅组件、平板集热器技术已在 2010 年贡献业绩，后期大幅贡献业绩的预期乐观。不考虑股本转增，我们认为公司 2011-2013 年 EPS 为 0.96、1.66、元，对应当前股价 PE 倍。公司总市值目前 89 亿元，在光伏板块中依然属于低估值的标的。上调公司评级至“买入”，上调目标价至 40 元，对应转增股本后的目标价格 27 元。

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	588	1807	3162	4581
收入同比(%)	156%	207%	75%	45%
归属母公司净利润	96	315	531	712
净利润同比(%)	189%	227%	69%	34%
毛利率(%)	34.4%	33.5%	31.8%	30.1%
ROE(%)	12.2%	16.6%	21.9%	22.7%
每股收益(元)	0.29	0.96	1.63	2.18
P/E	92.62	28.31	16.80	12.53
P/B	11.28	4.71	3.68	2.84
EV/EBITDA	50	19	11	9

表 1、公司分业务业绩预测

		2007A	2008A	2009SA	2010A	2011E	2012E	2013E
晶体硅	收入	25.92	83.52	83.65	361.42	1,020.00	1,836.00	3,304.80
	产能	15.00	15.00	75.00	200.00	300.00	500.00	700.00
	产量	1.00	5.00	7.00	30.12	100.00	200.00	400.00
	YOY		222.20%	0.16%	332.05%	182.22%	80.00%	80.00%
	毛利率	15.26%	8.86%	20.15%	35.09%	30.00%	30.00%	30.00%
	晶硅价格				12.00	10.20	9.18	8.26
非晶硅	收入	77.03	91.60	104.21	128.23	160.00	280.00	360.00
	产能	15.00	40.00	40.00	150.00	150.00	250.00	250.00
	产量	7.00	10.00	15.00	14.25	20.00	40.00	60.00
	YOY		18.91%	13.77%	23.05%	24.78%	75.00%	28.57%
	毛利率	45.93%	47.39%	37.08%	34.81%	35.00%	33.00%	31.00%
	薄膜价格				9	8	7	6
光伏玻璃 (外销)	收入				32.15	557.14	966.07	825.71
	产能(万 平米)					2175	2500	2500
	产量(万 平米)				53.58	928.57	1932.14	2064.29
	YOY					1632.95%	73.40%	-14.53%
	毛利率				38.23%	40%	35%	30%
	价格				60	60	50	40
应用	收入	101.85	117.71	41.20	58.74	70.00	80.00	90.00
	YOY		15.57%	-65.00%	42.57%	19.17%	14.29%	50.00%
	毛利率	46.03%	46.15%	52.66%	32.36%	30.00%	30.00%	30.00%
总收入		204.80	292.82	229.06	580.54	1,807.14	3,162.07	4,580.51
总成本		118.58	187.69	151.87	377.78	1,201.29	2,156.75	3,202.76

数据来源: 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	586	1281	1792	2510	营业收入	588	1807	3162	4581
现金	132	467	636	748	营业成本	385	1201	2157	3203
应收账款	38	216	197	415	营业税金及附加	1	4	8	11
其他应收款	29	79	143	205	营业费用	19	60	104	151
预付账款	108	358	630	942	管理费用	51	164	275	389
存货	279	162	186	201	财务费用	17	6	-6	-11
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	788	1564	2098	2603	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	508	1141	1703	2215	营业利润	110	371	625	837
无形资产	58	68	80	92	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	221	355	314	296	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1373	2845	3890	5113	利润总额	117	371	625	837
流动负债	423	835	1334	1850	所得税	21	56	94	126
短期借款	280	221	240	234	净利润	96	315	531	712
应付账款	112	384	669	1004	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	30	230	424	613	归属母公司净利润	96	315	531	712
非流动负债	161	117	132	127	EBITDA	159	420	695	934
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.96	1.63	2.18
其他非流动负债	161	117	132	127	主要财务比率				
负债合计	583	952	1466	1977	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	288	327	327	327	营业收入	156.2%	207.5%	75.0%	44.9%
资本公积	283	1032	1032	1032	营业利润	201.0%	235.4%	68.6%	34.1%
留存收益	220	535	1066	1777	归属于母公司净利润	188.7%	227.2%	68.6%	34.1%
归属母公司股东权益	790	1893	2424	3136	获利能力				
负债和股东权益	1373	2845	3890	5113	毛利率(%)	34.4%	33.5%	31.8%	30.1%
现金流量表					净利率(%)	16.4%	17.4%	16.8%	15.5%
单位:百万元					ROE(%)	12.2%	16.6%	21.9%	22.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	9.8%	18.5%	24.7%	25.9%
经营活动现金流	45	424	757	720	偿债能力				
净利润	96	315	531	712	资产负债率(%)	42.5%	33.5%	37.7%	38.7%
折旧摊销	31	43	76	108	净负债比率(%)	48.02%	23.18%	16.41%	11.83%
财务费用	17	6	-6	-11	流动比率	1.39	1.53	1.34	1.36
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.72	1.34	1.20	1.25
营运资金变动	-104	98	135	-100	营运能力				
其他经营现金流	4	-38	21	12	总资产周转率	0.52	0.86	0.94	1.02
投资活动现金流	-212	-811	-613	-613	应收账款周转率	16	13	14	14
资本支出	334	800	600	600	应付账款周转率	4.55	4.84	4.10	3.83
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	121	-11	-13	-13	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.96	1.63	2.18
筹资活动现金流	158	722	25	4	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	1.30	2.32	2.21
短期借款	178	-59	20	-7	每股净资产(最新摊薄)	2.42	5.80	7.42	9.60
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	39	0	0	P/E	92.62	28.31	16.80	12.53
资本公积增加	0	749	0	0	P/B	11.28	4.71	3.68	2.84
其他筹资现金流	-20	-7	6	11	EV/EBITDA	50	19	11	9
现金净增加额	-13	335	169	112					

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。