

公告点评

进军终端市场，打造完整的光伏产业链

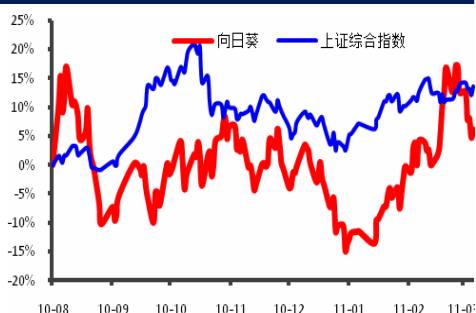
新能源行业

2011 年 4 月 1 日

向日葵（300111）年报点评

投资评级： 推荐（维持）

最近 52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所新能源组

组长： 杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

杨平，杨春柳

电话： 0510-82833217

Email: yangp@glsc.com.cn

yangcl@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：公司 4 月 1 日公布其 2010 年年报，全年营业收入 23.29 亿，同比增长 129%，营业利润 2.80 亿元，同比增长 158%；净利润 2.51 亿元，同比增长 166%；摊薄每股收益为 0.49 元，基本符合我们的预期。其利润分配预案为每 10 股派 4 元。

点评：

- **全年业绩符合预期，扩产项目进展顺利。**在 2010 年光伏市场需求爆发时，由于工艺技术和生产规模提升较快，公司产量和营收大幅提升。首发募集资金投建二期 100mw 电池片及组件项目，预计 11 年第二季度可以达产，项目实际产能可能超预期；超募资金实施年产 1.6 亿片的硅片切割业务中，将有一半产能在 11 年下半年实现达产，以内销为主。鉴于上下游匹配的考虑，下游电池片及组件产能仍存在扩张可能。
- **收购硅料企业，保障多晶硅料供给。**公司即将参股合晶科技 15-25% 股份，保证低价多晶硅原料的优先供给，预计该参股业务将于今年 6 月份之前完成。合晶科技目前多晶硅产能为 1800 吨，未来规划产能达 1.8 万吨，将与公司的硅片业务完美配合。
- **合资成立电站公司，真正加入光伏垂直一体化行列。**公司在原有的电池片及组件基础上，收购了年产 1.6 亿片硅片的优创公司，参股多晶硅料厂商合晶科技 15-25% 的股权，下游电站业务方面，公司不仅参与了浙江 100mw 光伏电站示范项目，而且在卢森堡设立子公司经营光伏电池组件销售和安装业务，将进一步延伸公司产业链，增强企业获利能力及公司知名度。
- **维持“推荐”评级。**维持对公司 11-13 年每股收益预测 0.94、1.19 和 1.37 元，4 月 1 日公司收盘价为 25.52 元，对应 11 年的市盈率为 27.1 倍，维持公司“推荐”的投资评级。

附表：盈利预测表

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 10/04/01				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,016.72	2,328.54	2,838.25	4,511.51	4,711.85	现金	375.47	578.02	250.00	250.00	512.89
YOY(%)	-6.4%	129.0%	21.9%	59.0%	4.4%	交易性金融资产	0.00	77.40	0.00	0.00	0.00
营业成本	788.89	1,824.30	2,103.21	3,568.33	3,666.84	应收款项净额	431.05	405.15	493.84	784.97	819.83
营业税金及附加	0.00	0.03	0.04	0.06	0.06	存货	232.02	218.95	250.24	427.13	438.85
销售费用	17.92	66.11	85.15	135.35	141.36	其他流动资产	233.08	530.99	647.22	1,028.78	1,074.47
占营业收入比(%)	1.8%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	流动资产总额	1,271.62	1,810.51	1,641.30	2,490.89	2,846.04
管理费用	20.50	42.42	56.77	90.23	94.24	固定资产净值	368.26	377.47	740.14	740.91	698.60
占营业收入比(%)	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	减: 资产减值准备	(32.87)	(18.00)	(35.29)	(35.33)	(33.31)
EBIT	188.80	388.00	587.01	711.46	803.26	固定资产净额	335.39	359.47	704.85	705.58	665.29
财务费用	33.61	144.91	29.40	15.16	9.68	工程物资	158.76	158.76	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	3.3%	6.2%	1.0%	0.3%	0.2%	在建工程	36.38	317.45	69.35	11.20	(6.25)
资产减值损失	(30.61)	59.40	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	5.40	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(7.52)	(22.99)	6.21	14.90	26.83	固定资产总额	535.93	835.68	774.20	716.78	659.04
营业利润	117.07	279.50	563.82	711.20	820.40	无形资产	32.88	152.32	146.23	140.13	134.04
营业外净收入	1.95	10.43	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.12	0.24	0.36	0.48
利润总额	119.03	289.93	563.82	711.20	820.40	其他长期资产	74.58	12.61	12.61	12.61	12.61
所得税	15.69	38.62	84.57	106.68	123.06	资产总额	1,915.01	2,811.24	2,574.58	3,360.77	3,652.21
所得税率(%)	13.2%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	761.26	851.32	186.49	290.45	0.00
净利润	103.34	251.31	479.25	604.52	697.34	应付款项	243.09	224.24	256.29	437.45	449.45
占营业收入比(%)	10.2%	10.8%	16.9%	13.4%	14.8%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	106.08	7.26	8.37	14.22	14.62
归属母公司净利润	103.34	251.31	479.25	604.52	697.34	流动负债	1,110.43	1,082.82	451.15	742.12	464.07
YOY(%)	37.9%	143.2%	90.7%	26.1%	15.4%	长期借款	183.00	53.00	53.00	53.00	53.00
EPS (元)	0.23	0.49	0.94	1.19	1.37	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	5.00	16.61	28.22	39.83	51.44
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	1,298.43	1,152.43	532.37	834.95	568.51
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	-6.4%	129.0%	21.9%	59.0%	4.4%	股东权益	616.58	1,658.81	2,042.21	2,525.83	3,083.70
营业利润	55.9%	138.7%	101.7%	26.1%	15.4%	负债和股东权益	1,915.01	2,811.24	2,574.58	3,360.77	3,652.21
净利润	37.9%	143.2%	90.7%	26.1%	15.4%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	22.4%	21.7%	25.9%	20.9%	22.2%	税后利润	103.34	251.31	479.25	604.52	697.34
净利率(%)	10.2%	10.8%	16.9%	13.4%	14.8%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	16.8%	15.2%	23.5%	23.9%	22.6%	公允价值变动	30.61	-59.40	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	5.4%	8.9%	18.6%	18.0%	19.1%	折旧和摊销	20.11	34.82	55.28	68.47	70.85
偿债能力						营运资金的变动	-134.60	-312.50	-174.15	-650.93	-70.26
流动比率	1.15	1.67	3.64	3.36	6.13	经营活动现金流	19.46	-85.77	360.37	22.07	697.93
速动比率	0.94	1.47	3.08	2.78	5.19	短期投资	20.00	-77.40	77.40	0.00	0.00
资产负债率%	67.8%	41.0%	20.7%	24.8%	15.6%	长期股权投资	0.00	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
营运能力						固定资产投资	0.00	-376.82	-5.00	-5.00	-5.00
总资产周转率	53.1%	82.8%	110.2%	134.2%	129.0%	投资活动现金流	20.00	-454.34	72.28	-5.12	-5.12
应收账款周转天数	154.75	63.51	63.51	63.51	63.51	股权融资	0.16	835.17	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	110.07	44.47	44.47	44.47	44.47	长期贷款的增加/	3.00	-130.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.23	0.49	0.94	1.19	1.37	股利分配	-116.56	-53.08	-95.85	-120.90	-139.47
每股净资产	1.35	3.26	4.01	4.96	6.06	计入循环贷款前融	-113.40	652.09	-95.85	-120.90	-139.47
估值比率						循环贷款的增加/ (	184.53	273.65	-664.83	103.95	-290.45
P/E	113.1	51.7	27.1	21.5	18.6	融资活动现金流	-42.43	742.66	-760.67	-16.95	-429.92
P/B	19.0	7.8	6.4	5.1	4.2	现金净变动额	-2.97	202.55	-328.02	0.00	262.89

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。