

超日太阳(002506)调研报告

加速垂直一体化, 未来业绩高速增长

材料/半导体材料

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 4 月 7 日

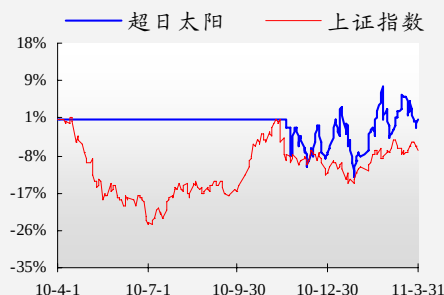
投资要点:

- 公司 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年晶硅太阳能电池销量分别为 23MW、43MW、86MW 和 201MW, 近几年保持连年翻番。预计公司未来电池组件的销量仍将持续看好。
- 根据 Solarbuzz 的最新数据, 2010 年全球光伏新增装机容量为 18.2GW, 同比大增 139%。预计未来欧洲光伏市场需求增速将有所下降, 但新兴的美国、日本、中国等国的光伏装机增长可以弥补欧洲可能的下行风险, 随着核能的增速放缓, 我们对全球光伏市场未来前景更加看好。未来三年, 行业仍有望维持 30%左右的复合增长率增长。
- 目前国内晶硅电池组件产量占据了全球半壁江山, 2010 年国内电池组件产量约 8.5GW, 连续保持高增长。相对于组件巨大的产能、产量, 国内上游产能有所欠缺, 国内企业正向产业链上下游拓展。
- 公司目前也向着产业链垂直一体化的方向发展。通过募投项目、超募资金项目、收购等方式, 从多晶硅、硅片、电池片、组件到电站, 公司在产业链各个环节都在布局。随着在产业链上游各环节自给率的提高, 公司的盈利能力和抗风险能力均将得到加强。
- 预计公司 2011 年的组件出货量将达到 400MW 以上, 电池片自供将达到 220MW。到 2012 年, 公司的多晶硅将部分自供, 硅片、电池片自给率也将进一步上升。预计公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 1.32、2.18 和 2.79 元, 业绩维持高速增长, 给予公司谨慎推荐评级。
- 风险: (1) 募投项目及超募项目进展低于预期。(2) 光伏行业需求增长率快速下降。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	268,665	103.81	22,044	29.67	0.84		56.30	
2011E	441,000	64.14	34,694	57.39	1.32		35.83	
2012E	748,000	69.61	57,484	65.69	2.18		21.69	
2013E	1106,000	47.86	73,596	28.03	2.79		16.95	

走势图



市场数据

2011-4-6

收盘价:	47.29 元
52 周最高价:	52.80 元
52 周最低价:	39.03 元
平均持仓成本:	48.54 元

基本数据

2010Q4

总股本 (万股):	26,360
流通 A 股 (万股):	6,600
每股收益 (元):	0.84
每股净资产 (元):	11.63
每股经营现金流 (元):	-1.74
市净率:	4.16

分析师:潘喜峰、龚斯闻

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路45 号20 楼

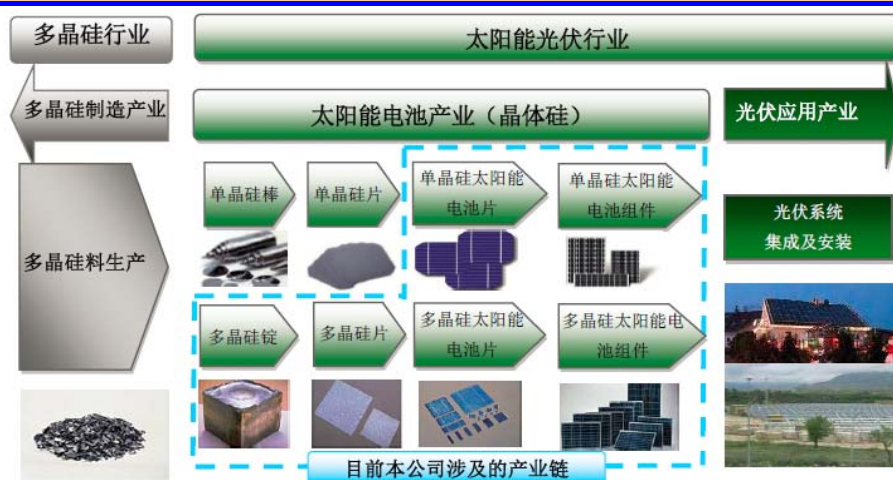
邮 编: 200002

一、 公司概况

1.1 公司向垂直一体化迈进

公司是国内最早从事晶体硅太阳能电池生产的企业之一，主营业务为研发、生产和销售晶体硅太阳能电池，主要产品为单晶硅太阳能电池组件和多晶硅太阳能电池组件，目前公司已拥有从多晶硅锭至晶体硅太阳能电池组件的相对完善的晶体硅太阳能电池产业链。

图 1 公司目前涉及的光伏产业链



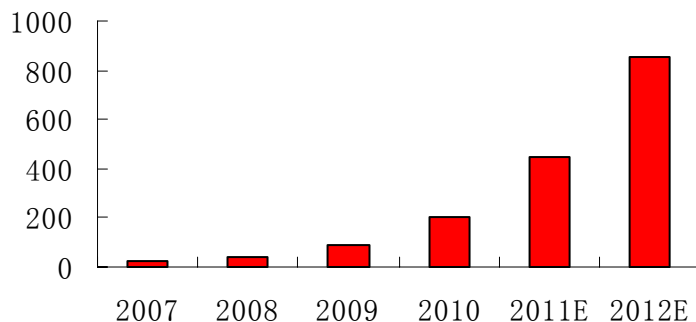
资料来源：公司公告、东北证券

未来公司还将在上游投产多晶硅，在下游建设太阳能电站项目，迈入光伏产业链垂直一体化行列。

1.2 公司电池组件销量连年翻番，未来将全产业链持续扩张

公司 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年晶硅太阳能电池销量分别为 23MW、43MW、86MW 和 201MW，近几年保持连年翻番。未来公司将在光伏产业链各个环节持续扩张，我们预计公司电池组件的产销量仍将连年翻番，于此同时，公司硅料、硅片、电池片等各环节的自给率将提高，公司综合毛利率水平将增强，盈利水平将得到提升，抗风险能力也将得到加强。

图 2 公司电池组件出货量 (MW)



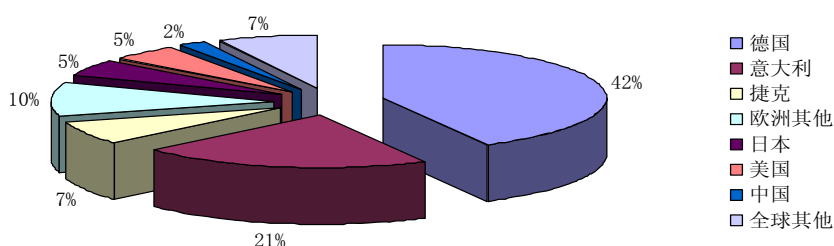
资料来源：东北证券

二、光伏行业

2.1 2010 年全球光伏新增装机量大增，未来前景依旧看好

根据 Solarbuzz 的最新数据，2010 年全球光伏新增装机容量为 18.2GW，同比大增 139%，大幅增长的一个重要原因是德国补贴下降前，许多项目进行了抢装。2010 年欧洲仍是全球最大光伏装机市场，占比达 8 成，其中德国和意大利是前两大光伏装机市场，分别占全球新增装机量的 42%和 21%。

图 3 2010 年全球光伏新增装机容量占比



资料来源：Solarbuzz、东北证券

随着补贴的下降，2010 年可能为德国光伏市场的顶点，但是日本大地震引发核电危机后，德国国内对核电普遍担忧，德国核电站延长使用计划已经暂停，在野党甚至要求永远关闭核电站。虽然光伏补贴下降，但我们对未来德国光伏市场前景并不悲观，光伏新增装机量会有所下降，但不会下降过多。

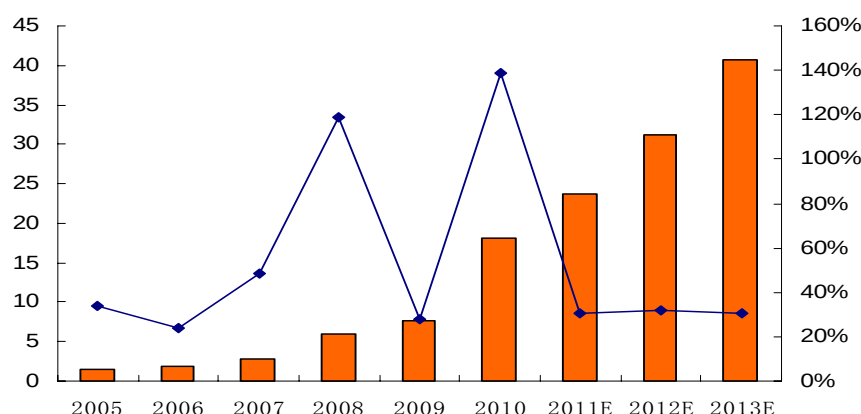
意大利前期已移除可再生能源新法中的 8GW 太阳能系统安装量的电力强制收购补助上限，3 月中旬意大利宣布了最新政策：效仿德国模式制定补贴机制，每度电给予 0.25 欧元补贴，在 2017 年将潜在补贴款负担限制在 60 亿欧元以内。意大利光伏市场前景乐观，预计今年新增装机量仍有 30% 以上的增长。

欧洲光伏市场总体增速虽有下行的风险，但未来新兴的美国、日本、中国等光伏装机增长可以弥补欧洲可能的下行风险。

奥巴马近日表示美国将在光伏上“奋起直追”。日本在遭受核危机重创下，加速发展光伏也已提上日程，从 4 月 1 日起，日本政府将向商用及学校所建太阳能设备盈余产能发放的补贴率提高 67%。我国光伏规划也可能调整，正在制定的新能源发展规划中，可能将“十二五”光伏装机目标从 5GW 上调至 10GW，到 2020 年的光伏装机目标从 20GW 大幅上调至 50GW。

随着核能的增速放缓，全球光伏市场未来前景依旧看好，未来三年仍将维持近 30% 左右的复合增长率。

图 4 全球光伏新增装机容量 (GW) 及增长率



资料来源：东北证券整理

2.2 光伏产业链供给宽松，终端组件价格持续下降

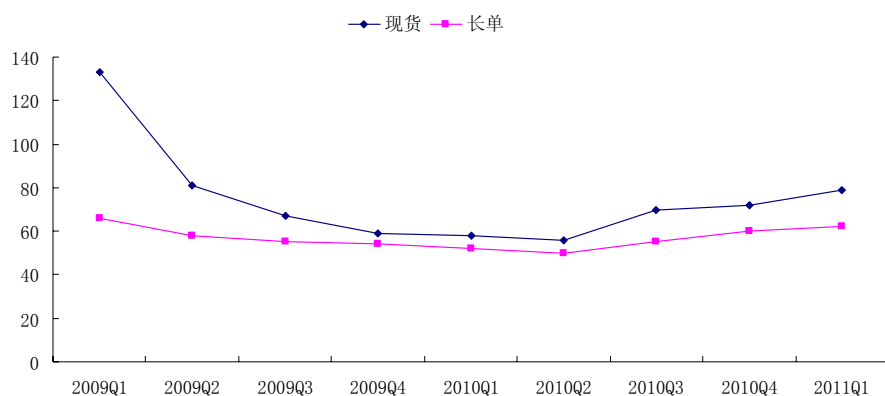
从近期各家厂家的扩产情况来看，未来两年晶硅光伏电池产业链各个环节产能扩张较大，总体供给宽松，下游供给能力比上游更为宽松。

表1 全球晶硅光伏产业链产能

	GW	2011E	2012E
多晶硅	产能	29	38
硅片	产能	40	45
电池片	产能	46	52
组件	产能	43	50

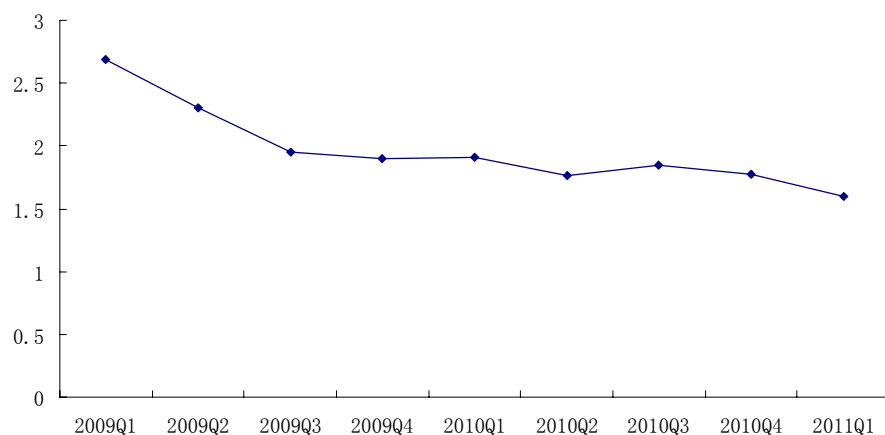
来源：欧洲光伏工业协会，东北证券

产业链上游多晶硅总体产能供过于求，但在区域分布上仍有一定不均衡，下游产能充沛的我国仍需进口大量多晶硅，这导致一定的供应不足局面，目前多晶硅现货价格仍在 80\$/kg 左右，长单价格在 60\$/kg 左右。目前国内多晶硅产能扩张迅速，到 2012 年估计会对多晶硅价格有所冲击。

图 5 多晶硅价格 (\$/kg)


资料来源：东北证券

产业链下游组件产能充沛，预计 2011 年组件价格仍将持续下降，下降幅度约 15%左右，全年组件价格均值在 1.5\$/w 左右。

图 6 晶硅电池组件价格 (\$/w)


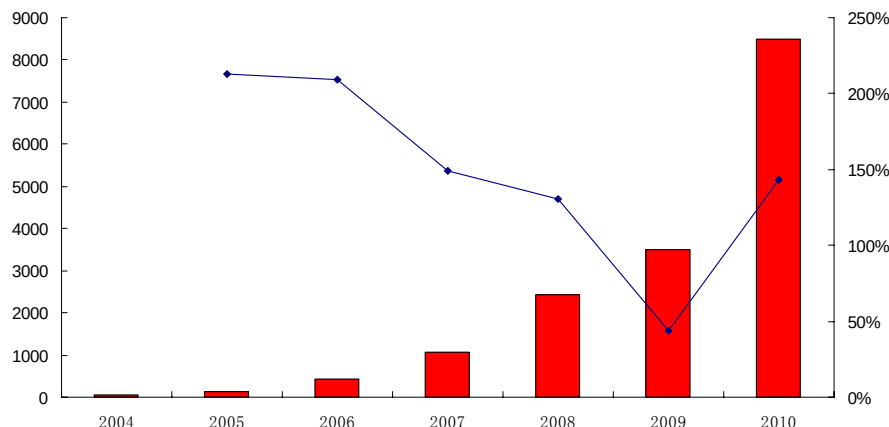
资料来源：东北证券整理

组件价格下降会导致下游厂商毛利率下降，但组件价格下降会促进光伏需求的增加，同时在 2012 年多晶硅价格预计会有较大下降，原材料价格下降以及光电转换效率的提高会使下游厂商维持一定的毛利率水平。

2.3 国内企业加紧垂直一体化进程

目前国内晶硅电池组件产量占据了全球半壁江山，2010 年国内电池组件产量约 8.5GW，连续保持高增长。

图 7 国内晶硅光伏电池产量（MW）及增长率



资料来源：东北证券整理

相对于组件巨大的产能、产量，国内上游产能情况有所欠缺，2010 年中国用于光伏行业的多晶硅仍存在约 50% 的缺口，2009 年、2010 年中国多晶硅进口数量分别达到约 23000 吨、48000 吨。

目前国内企业正在加强光伏产业链垂直一体化进程，尚德、赛维、晶澳、英利、天合等企业不仅制定了电池生产扩产计划，还向产业链上下游拓展，业务贯穿光伏整个产业链包括多晶硅材料、硅片、组件及系统安装等。其他行业内有实力的企业也在加紧垂直一体化进程，通过延伸产业链上下游，企业的综合毛利率水平将增强，盈利水平将得到提升，抗风险能力将得到加强。

从 2011 年行业总体毛利率情况来看，预计从多晶硅到组件的毛利率为 33% 左右，从硅料到组件的毛利率为 26% 左右，从硅片到组件的毛利率为 17% 左右，而从电池片到组件的单纯组件企业的毛利率仅为 13% 左右。

三、 超日太阳向垂直一体化迈进

3.1 多路并进，加速产业链上下游布局

超日太阳通过募投项目、超募资金项目、收购等方式，正向全产业链扩张，从多晶硅、硅片、电池片、组件到电站，公司均有布局。

公司新产能扩建情况：

（1）多晶硅

公司通过收购河南洛阳赛阳硅业，未来将拥有 2000 吨多晶硅产能，其中一期 1000

吨正在建设，预计明年一季度可以建完，二期 1000 吨未来也将建设。

（2）硅片、电池片

募投项目年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（从硅锭到电池片）由超日洛阳实施，目前 50MW 已建成，年内 100MW 将全部建成。未来还将以自有资金再投资建设 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（也是从硅锭到电池片），仍有超日洛阳实施。

募投项目年产 50MW 单晶硅太阳能电池片项目（从硅片到电池片）已投产。

公司使用超募资金用于年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目目前正在建设，由超日九江实施，预计今年可以达到 50MW 以上产能。未来超日九江还将建设年产 200MW 单晶硅太阳能电池片项目。

（3）电池组件

公司现有组件产能 171MW。

募投项目年产 100MW 晶体硅太阳能电池组件项目已投产。公司收购的上海卫雪太阳能有限公司今年产能也将达到 200MW。

（4）电站

公司通过子公司与天华阳光设立合资公司，着手投资于意大利等国的光伏电站建设项目，初期拟建设 32MW 项目。

3.2 技术水平一流，异质结电池值得期待

公司技术水平一流，晶硅电池转换效率处于国内领先地位，单晶硅电池转换效率达到 18%以上，多晶硅电池转换效率接近 17%，均高于行业平均水平。

公司于 2011 年 3 月与中科院电工所、上交大太阳能所及万阳能源签订了关于“MW 级薄膜硅/晶体硅异质结太阳电池产业化关键技术”四方战略合作协议。目前该技术项目已联合申请了科技部 863 重大项目。异质结电池的转换效率可达 20%以上，该技术项目的逐步推进将使公司现阶段生产技术实现关键性突破，提升公司整体研发水平，对公司中长期发展和远期战略提供全面支撑。

四、盈利预测和估值分析

公司未来将向光伏产业链垂直一体化方向发展，在光伏产业链各个环节全面扩张。公司收入未来有望维持高速增长，总体毛利率水平也将有所上升。

预计公司 2011 年组件出货量将达到 400MW 以上，硅片、电池片自给率也将提高，电池片自供将达到约 220MW，公司 2012 年多晶硅将部分自供，硅片、电池片自给率也将进一步上升。

根据我们的预测，公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 1.32、2.18 和 2.79 元，对应 2011 年 4 月 6 日收盘价 47.29 元的动态 PE 分别为 35.83、21.69、16.95 倍，公司估值基本处于行业中游水平，给予谨慎推荐评级。

表 2 可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	总股/亿股	流通股/亿股	PE			PB 最新
				2011	2012	2013	
300118.SZ	东方日升	3.50	0.90	26.79	17.40	12.15	4.62
300111.SZ	向日葵	5.09	0.51	26.22	19.04	--	7.62
002056.SZ	横店东磁	4.26	4.11	29.51	21.64	12.74	5.47
002077.SZ	大港股份	2.52	2.44	28.40	19.89	14.14	4.60
002129.SZ	中环股份	4.83	2.56	36.68	18.58	8.83	9.90
600537.SH	海通集团	2.30	2.30	--	9.99	--	24.43
600151.SH	航天机电	9.57	9.57	56.76	37.56	--	5.08
002129.SZ	中环股份	4.83	2.56	36.68	18.58	8.83	9.90
600644.SH	乐山电力	3.26	3.26	36.32	27.56	21.85	7.59
600550.SH	天威保变	11.68	11.68	31.81	22.90	20.24	5.86
002218.SZ	拓日新能	3.27	1.87	41.88	26.03	17.77	5.36
600770.SH	综艺股份	6.67	6.67	22.87	13.88	14.33	7.43
平均值				33.99	21.09	14.54	8.15

资料来源: Wind、东北证券

表 3 公司利润预测表 (万元)

(单位: 万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	268,665	441,000	748,000	1,106,000
减: 主营业务成本	217,927	366,226	621,280	932,042
减: 主营业务税金及附加	305	441	748	1106
营业费用	3,881	5,733	9,724	14,378
管理费用	11,375	19,845	33,660	49,770
财务费用	6,521	7,938	14,960	22,120
资产减值损失	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	316	0	0	0
投资收益	-912	0	0	0
二、营业利润	25,627	40,817	67,628	86,584
加: 营业外收入	812	0	0	0
减: 营业外支出	92	0	0	0
三、利润总额	26,348	40,817	67,628	86,584
减: 所得税费用	4,406	6,123	10,144	12,988
四、净利润	21,942	34,694	57,484	73,596
归属于母公司所有者的净利润	22,044	34,694	57,484	73,596
少数股东损益	-102	0	0	0
六、每股收益 (元)	0.84	1.32	2.18	2.79

资料来源: 东北证券

五、风险提示

(1) 募投项目及超募项目进展低于预期。(2) 光伏行业需求增长率快速下降。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。