

向日葵(300111)调研报告

重点布局产业链上游, 加速垂直一体化

材料/半导体材料

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 4 月 27 日

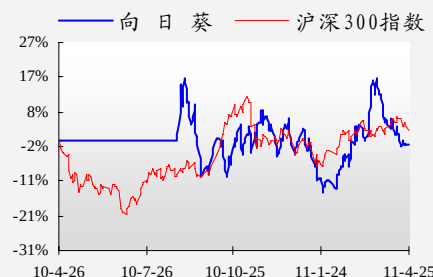
投资要点:

- 公司 2008 年、2009 年、2010 年晶硅太阳能电池组件销量分别为 38MW、82MW 和 200MW。公司未来产销量还将扩大, 通过重点布局产业链上游, 未来公司还将进一步提升全产业链匹配水平, 盈利能力、抗风险能力都将得到增强。
- 去年全球光伏新增装机容量约为 18GW, 同比大增 139%, 未来欧洲光伏市场需求增速将有所下降, 而新兴的美国、日本、中国等国的光伏装机增长或可以弥补欧洲光伏市场的下行风险, 随着核能的增速放缓, 全球光伏市场增长潜力仍看好, 预计未来三年仍将维持近 30%左右的复合增长率。
- 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, 国内上游产能有所欠缺。下游电池片、组件厂商, 为了维持毛利率水平, 增强盈利水平及抗风险能力, 必然选择拓展产业链上下游。
- 公司通过募投项目、超募资金项目、参股等方式, 正向全产业链扩张, 重点为产业链上游。公司拟参股合晶科技比例为 15—25%之间, 目前合晶科技多晶硅产能为 1800 吨, 未来规划产能 18000 吨, 公司将拥有长期稳定廉价的多晶硅来源。公司 1.6 亿片硅片项目一期 0.8 亿片预计将于今年 8 月达产。
- 预计公司 2011 年组件出货量将达到约 350MW, 部分硅片将自供, 未来公司硅片自给率将进一步提升。根据我们的预测, 公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 0.91、1.14 和 1.49 元, 公司未来业绩快速增长, 给予谨慎推荐评级。
- 风险: (1) 硅片项目及参股多晶硅项目进展低于预期。(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	232,854	129.02	25,131	143.18	0.49		49.84	
2011E	343,000	47.30	46,411	84.68	0.91		26.99	
2012E	440,000	28.28	58,115	25.22	1.14		21.55	
2013E	553,000	25.68	75,806	30.44	1.49		16.52	

走势图



市场数据

2011-4-26

收盘价:	24.61 元
52 周最高价:	29.50 元
52 周最低价:	20.09 元
平均持仓成本:	25.20 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	50,900
流通 A 股 (万股):	5,100
每股收益 (元):	0.12
每股净资产 (元):	3.37
每股经营现金流 (元):	0.03
市净率:	7.30

分析师:潘喜峰 联系人:龚斯闻

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)6336 7000-268

(8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

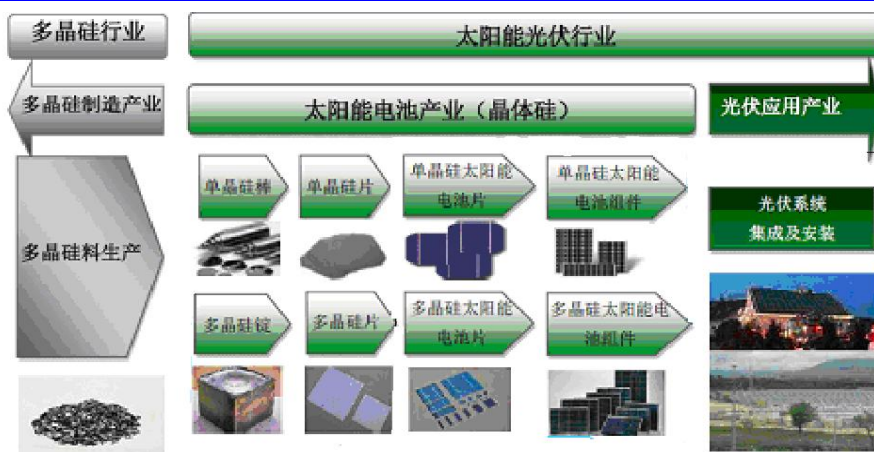
地 址: 上海市延安东路45 号20 楼

邮 编: 200002

一、公司概况——向垂直一体化迈进

公司是一家专注于光伏能源产品研发制造的国家级高新技术企业，主要致力于研发、生产、销售大规格高效晶体硅太阳能电池。公司目前主要涉及光伏产业链的中下游，通过采购硅片，制造电池片及组件。

图 1 光伏产业链



资料来源：东北证券

公司即将参股多晶硅生产企业，1.6 亿片硅片项目也在建设中，公司将逐步迈入光伏产业链垂直一体化行列。

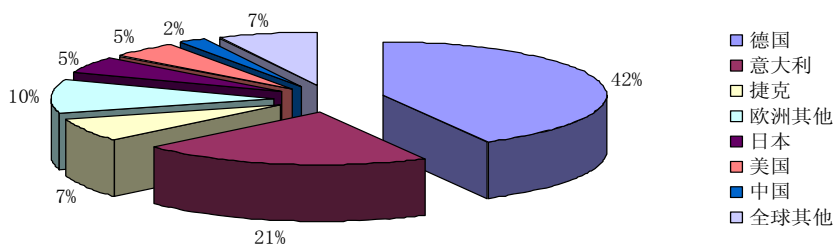
公司 2008 年、2009 年、2010 年晶硅太阳能电池销量分别约为 38MW、82MW 和 200MW，近几年保持连年翻番。随着募投项目的达产，公司未来电池片及组件产销量还将扩大，此外通过重点布局产业链上游，公司未来硅料、硅片自给率将提高，将进一步提升全产业链匹配水平，公司盈利能力、抗风险能力都将得到增强。

二、光伏行业

2.1 2010 年全球光伏新增装机量大增，未来增长潜力仍看好

根据 Solarbuzz 的数据，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，2010 年占比达 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 2 2010 年全球光伏新增装机容量占比



资料来源：Solarbuzz、东北证券

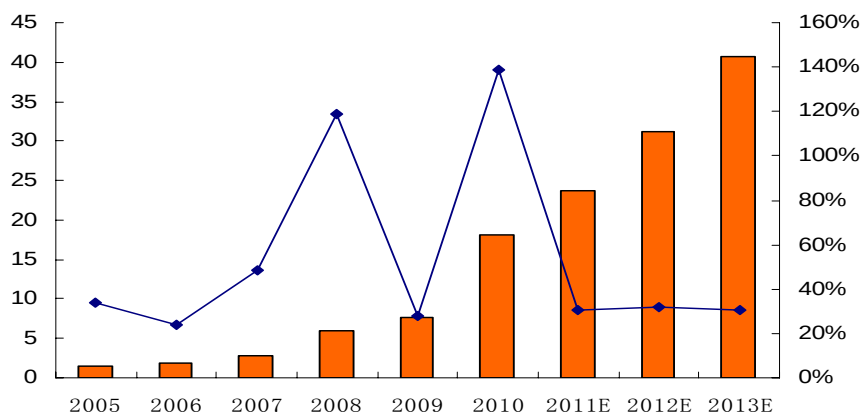
随着补贴的下降，2010 年是德国光伏市场的顶点，但是日本大地震引发核电危机后，德国国内对核电普遍担忧，其他新能源替代核电已经提上日程。虽然德国光伏补贴下降，光伏新增装机量会有所下降，但我们对未来德国光伏市场前景并不十分悲观。

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新的政策：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。4 月底，意大利还将正式公布最新政策。意大利光伏市场前景较乐观，预计今年新增装机量仍有 30% 左右的增长。

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或可以弥补欧洲可能的下行风险。

随着核能的增速放缓，我们仍然看好全球光伏市场未来增长潜力，预计未来三年仍将维持近 30% 的复合增长率。

图 3 全球光伏新增装机容量（GW）及增长率

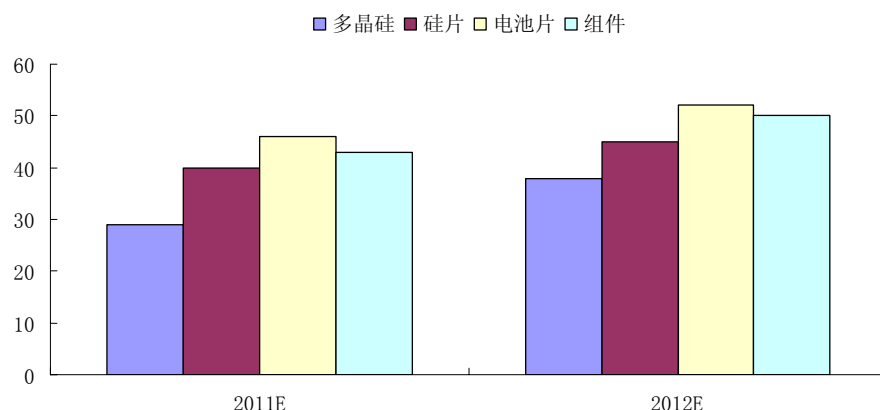


资料来源：东北证券整理

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。

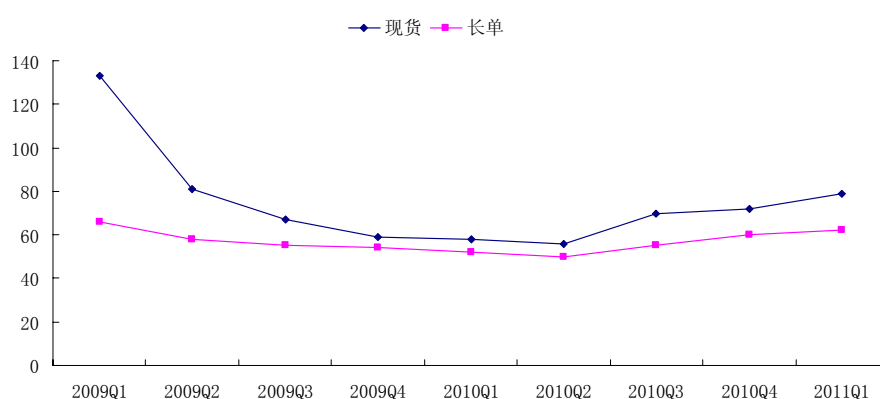
图 4 全球晶硅光伏产业链各环节产能 (GW)



资料来源：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。

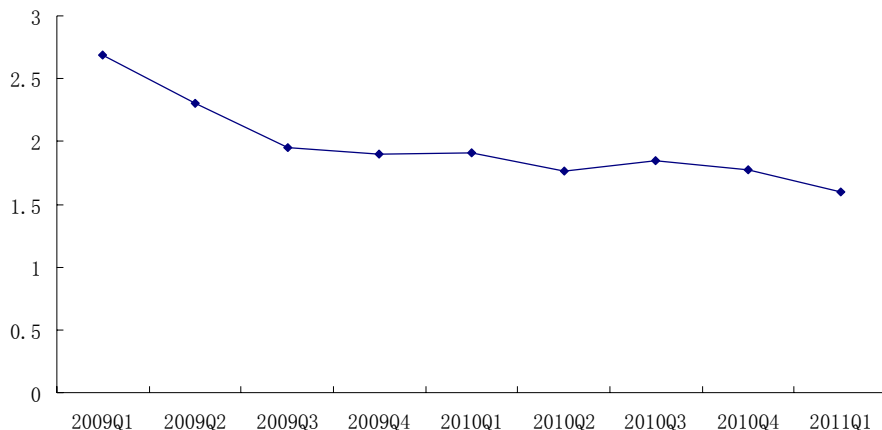
图 5 多晶硅价格 (\$/kg)



资料来源：东北证券整理

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，全年组件价格在 1.5\$/w 左右，组件价格下降会导致下游厂商毛利率下降。

图 6 晶硅电池组件价格 (\$/w)

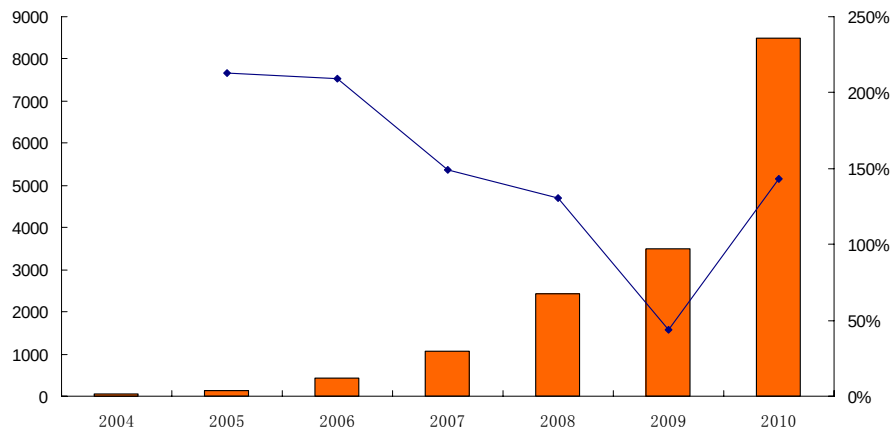


资料来源：东北证券整理

2.3 国内企业加速布局全产业链

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 年我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，特别是重点布局产业链上游的多晶硅、硅片等。

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。下游电池片、组件为主的厂商,要想维持毛利率水平,增强盈利水平及抗风险能力,必然选择拓展产业链上下游。

三、 公司重点布局产业链上游,加速垂直一体化进程

公司通过募投项目、超募资金项目、参股等方式,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。

公司产业链布局情况:

(1) 多晶硅

公司拟对合晶科技持股比例为 15—25%之间,对应拟出资额为 4500 万元—7500 万元。目前合晶科技多晶硅料产能为 1800 吨,未来规划产能 18000 吨。未来公司将拥有长期稳定廉价的多晶硅料来源。

(2) 硅片

公司使用超募资金 14800 万元收购浙江优创光能科技有限公司股权,收购后再通过增资方式投入 31700 万元实施年产 1.6 亿片 8 英寸(156mm x 156mm)多晶硅片生产项目(折合 600MW),合计投入超募资金 46500 万元。预计一期 0.8 亿片今年 8 月可以达产。

(3) 电池片及组件

公司募集资金项目年产 200MW 太阳能电池生产线增资第二期项目(年产 100MW 太阳能电池及组件)即将达产,公司电池片及组件产能将达 275MW。

(4) 电站

公司参与了“金太阳”示范工程,并与共同控制人拥有总共 10MW 电站项目,公司还在卢森堡设立子公司经营光伏电池组件销售和安装业务,未来可能参与欧洲电站项目。

四、 盈利预测和估值分析

公司将向光伏产业链垂直一体化发展。公司在光伏产业链各个环节将全面扩张,重点为产业链上游。

预计公司 2011 年组件出货量将达到约 350MW,部分硅片将自供,参股合晶科技将给公司带来稳定廉价的多晶硅料供应。

未来公司硅片自给率将进一步提升,随着合晶科技未来多晶硅产能的提升,公司将进一步提升全产业链匹配水平,盈利能力、抗风险能力都将得到增强。

根据我们的预测,公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 0.91、1.14 和 1.49 元,对应 2011 年 4 月 26 日收盘价 24.61 元的动态 PE 分别为 26.99、21.55、16.52 倍,公司估值基本处于行业中游水平。公司业绩未来快速增长,给予谨慎推荐评级。

表 1 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	
002506.SZ	超日太阳	5.27	1.32	31.55	20.56	12.66	3.69
300118.SZ	东方日升	3.50	0.90	23.31	15.31	12.03	3.77
002056.SZ	横店东磁	4.26	4.11	25.33	18.57	10.94	4.62
002077.SZ	大港股份	2.52	2.44	27.21	19.05	13.55	4.29
002129.SZ	中环股份	4.83	2.56	35.37	17.91	8.51	9.06
600537.SH	海通集团	2.30	2.30	--	9.17	--	23.51
600151.SH	航天机电	9.57	9.57	51.16	33.86	--	4.58
002129.SZ	中环股份	4.83	2.56	35.37	17.91	8.51	9.06
600644.SH	乐山电力	3.26	3.26	32.37	24.56	19.47	6.52
600550.SH	天威保变	13.73	13.73	32.58	23.77	20.27	3.92
002218.SZ	拓日新能	3.27	1.87	39.28	24.41	16.67	4.96
600770.SH	综艺股份	7.36	6.67	24.99	15.17	15.65	4.92
平均值				32.59	20.02	13.83	6.91

资料来源：Wind、东北证券

表 2 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	232,854	343,000	440,000	553,000
减：主营业务成本	182,430	266,785	344,784	431,182
减：主营业务税金及附加	3	4	6	7
营业费用	6,611	10,290	13,200	16,590
管理费用	5,010	8,575	11,000	13,825
财务费用	14,491	2,744	2,640	2,212
资产减值损失	1,800	0	0	0
加：公允价值变动收益	7,740	0	0	0
投资收益	-2,299	0	0	0
二、营业利润	27,950	54,601	68,370	89,184
加：营业外收入	1,274	0	0	0
减：营业外支出	231	0	0	0
三、利润总额	28,993	54,601	68,370	89,184
减：所得税费用	3,862	8,190	10,256	13,378
四、净利润	25,131	46,411	58,115	75,806
归属于母公司所有者的净利润	25,131	46,411	58,115	75,806
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.49	0.91	1.14	1.49

资料来源：东北证券

五、风险提示

(1) 硅片项目及参股多晶硅项目进展低于预期。(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。