

分析师： 周旭辉 (8621)68751072 zhouxuhui1007@gmail.

分析师： 刘元瑞 (8621)68751072 zhouxuhui1007@gmail.

执业证书编号： S0490510120022

重组柳暗花明，等待行业反弹

事件描述

海通集团 6 月 20 日发布重大资产置换及发行股份购买资产关联交易公告，其主要内容为：

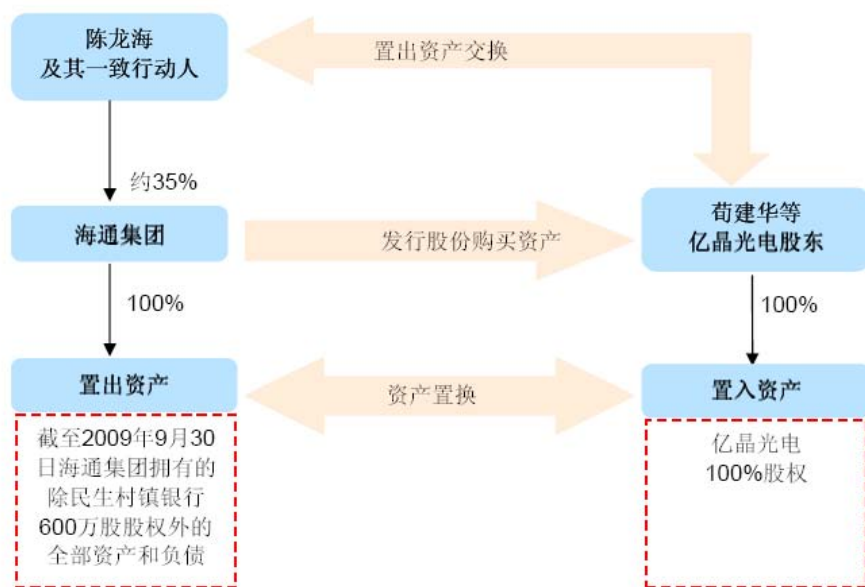
- 第一，更换财务顾问对资产重组方案不做任何改变
- 第二，2011 年前 4 月份经营稳健
- 第三，公司在弱市中竞争优势更显，行业拐点将成为公司的买点
- 第四，我们给予公司推荐评级。

事件评论

第一，更换财务顾问对资产重组方案不做任何改变

本次发行股份的定价基准日仍为本次重大资产置换及发行股份购买资产的首次董事会决议公告日（2009 年 9 月 18 日），本次发行股份的价格仍为 8.31 元/股，发非公开发行的股份仍为 255837301 股。

图 1：发行方案未有变化

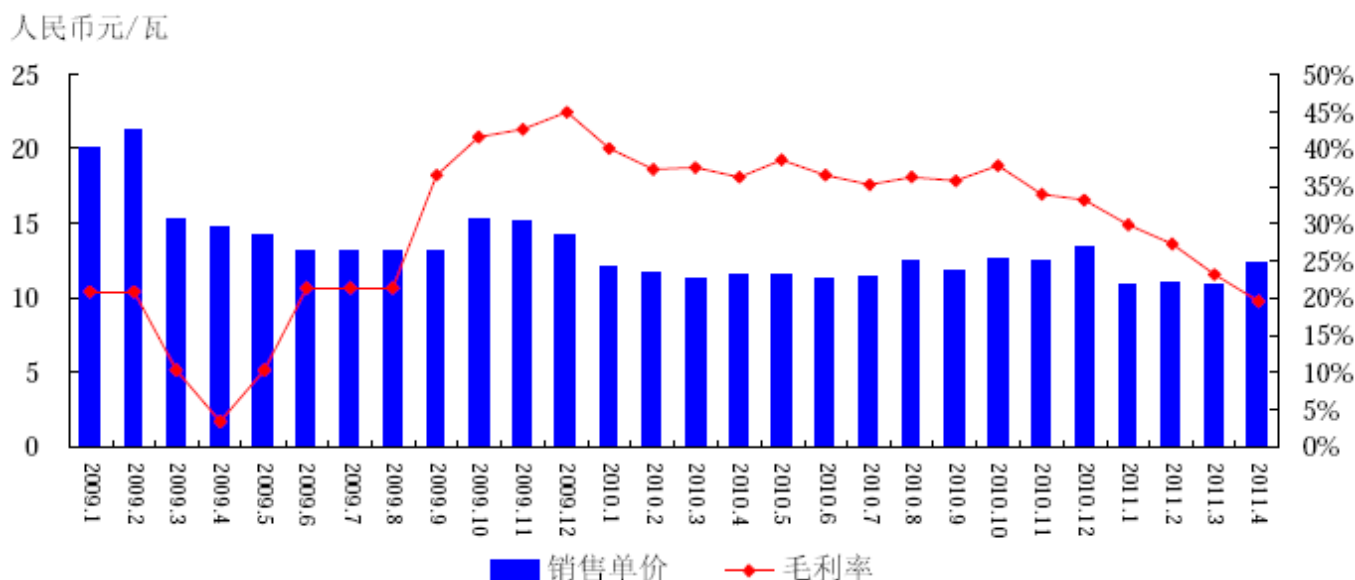


资料来源：长江证券研究部

第二，2011 年前 4 月份经营稳健

2011 年 1-4 月，组件销量为 116MW，毛利率为 28%，尽管毛利率下滑较大，但是公司控制了成本费用，净利率仍维持高位，达 20%。组件价格逐渐下滑 4 月价格为 1.2 欧元/W，目前已经降至 1 欧元/W，不过跌幅趋缓。

图 2：公司组件销售单价与毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：公司组件经营情况

	2008	2009	2010	2011 年 1-4
产量	94	136	295	150
销量	92	130	301	116
毛利率	21%	34%	38%	28%
净利率	10%	12%	21%	20%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司在弱市中竞争优势更显，行业拐点将成为公司的买点

公司在行业弱市中竞争优势更显，主要体现在两方面：

- 1、出货量相对有保证。公司规模较大，经营时间较长，产品质量较高，因此与经销商的关系更好，在行业供过于求，竞争激烈的时候，公司的出货量仍能得到良好的保证；
- 2、成本费用控制能力强。公司有 REC 的多晶硅长单，并且银浆能完全自给，在行业大打价格战的时候，成本费用控制能力成为关键。

公司目前重组已经柳暗花明，当行业出现拐点时，公司由于是 A 股的龙头企业，必将成为首选标的。

我们判断行业的真正拐点是 9 月份，原因在于：

- 1、需求端：3 月到 6 月，组件价格已经下滑 30%，而德国下半年补贴可能不下调，IRR 将会非常可观，市场将会重

启。2012 年 1 月 1 日，补贴会下调 9%，12 月将会成本抢装高峰，真正的购买组件的高峰会出现在 9 月前后。

2、供给端：对比 08-09 年金融危机时的上一轮周期，去库存的时间也只用了半年，此轮周期所耗费的时间应该不会超过上一轮，而此轮 3 月份为景气高点，顺延半年的时间，9 月份也会出现反弹。

第四，我们给予公司推荐评级

我们预计公司 11-13 年 1.7、2.3、3.0，对应的 PE 为 17、13、10。无论是绝对估值还是相对估值都不高，鉴于公司 A 股的龙头地位，真正的买点将是行业拐点，给予推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3549	5859	7533	10463	货币资金	843	586	753	1046
营业成本	2206	4312	5475	7680	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1343	1547	2058	2783	应收账款	93	154	198	274
% 营业收入	37.8%	26.4%	27.3%	26.6%	存货	486	950	1206	1691
营业税金及附加	5	7	10	13	预付账款	611	1195	1518	2129
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	159	176	226	314	流动资产合计	2034	2886	3677	5144
% 营业收入	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	211	293	377	523	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	250	250	250	250
财务费用	81	79	144	194	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	1.4%	1.9%	1.9%	固定资产合计	742	3590	5271	6802
资产减值损失	0	11	8	14	无形资产	107	102	145	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	26	2	1	2
营业利润	888	981	1294	1724	其他非流动资产	469	469	469	469
% 营业收入	25.0%	16.7%	17.2%	16.5%	资产总计	3629	7299	9814	12806
营业外收支	-6	0	0	0	短期贷款	1043	2425	3638	4705
利润总额	881	981	1294	1724	应付款项	364	711	903	1267
% 营业收入	24.8%	16.7%	17.2%	16.5%	预收账款	139	229	294	408
所得税费用	130	144	190	254	应付职工薪酬	28	55	70	99
净利润	751	836	1103	1470	应交税费	34	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	746.7	831.4	1097.0	1461.6	其他流动负债	52	96	122	171
少数股东损益	4	5	6	8	流动负债合计	1660	3516	5028	6650
EPS (元/股)	1.54	1.71	2.26	3.01	长期借款	0	-80	-180	-280
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	872	522	1323	1625	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	121	121	121	121
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	1781	3558	4969	6492
无形资产投资	0	0	-50	0	归属于母公司	1823	3712	4809	6271
固定资产投资	-1015	-3059	-2075	-2105	少数股东权益	24	29	35	44
其他	1015	0	0	0	股东权益	1847	3741	4844	6314
投资活动现金流净额	0	-3059	-2125	-2105	负债及股东权益	3629	7299	9814	12806
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	1058	0	0	EPS	1.537	1.711	2.258	3.008
银行贷款增加 (减少)	703	1302	1113	967	BVPS	3.75	7.64	9.90	12.91
筹资成本	36	-79	-144	-194	PE	19.23	17.27	13.09	9.83
其他	-255	0	0	0	PEG	0.77	0.69	0.52	0.39
筹资活动现金流净额	483	2280	969	773	PB	7.88	3.87	2.99	2.29
现金净流量	1355	-257	167	293	EV/EBITDA	15.03	12.63	9.29	7.10
					ROE	41.0%	22.4%	22.8%	23.3%

分析师介绍

周旭辉，复旦大学企业管理硕士，从事新能源行业研究

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，从事行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。