

评级：强烈推荐

电力设备及新能源行业

跟踪报告

何本虎 S1080210110002

电 话：0755-25832648

邮 件：hebenhu@fcsc.cn

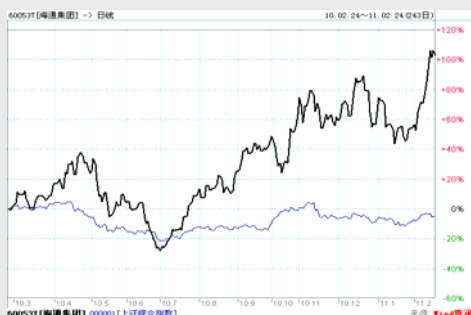
交易数据

52 周内股价区间（元）	17.30-51.16
总市值（百万元）	11,550.01
流通股本（百万股）	230.03
流通股比率（%）	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	473.71
每股净资产	2.06
市净率	24.38
资产负债率	41.3%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

海通集团（600537）

——短期仍存在不确定性，中期维持“强烈推荐”

摘要：

- **重组重新启动，资产整合的不确定性下降。**停牌近一个月的海通集团终于复牌，与停牌前相比，最大的变化是保荐机构的更换，从中信证券变为湘财证券。意味着重组重新启动，资产整合的不确定性下降。重组的具体内容看，与前次基本一致。
- **行业因素成为短期不确定性。**与一季度比较，目前的多晶硅现货价格 53.4 美元/公斤相对于一季度有超过 40% 的下跌，多晶硅组件价格 0.92 美元/瓦相对于一季度有超过 30% 的下跌。
- **两大行业原因。**行业原因看，一方面，政策补贴减弱力度超出预期。另一方面，下游企业扩张速度快于行业增长，加剧了下游企业之间的价格竞争，拉低了行业毛利率水平。公司是 A 股市场毫无争议的龙头。
- **对公司数据的几点看法。**从 2011 年 1-4 月数据看，总体表现良好，虽然盈利数据较 2010 年有所弱化。历史数据看，2011 年 1-4 月的毛利率已经低于 2009 年的水平，并与 2007 年的 25% 的毛利率水平接近。我们认为，毛利率可能仍有下降空间，但总体幅度将有限，公司单季度出现亏损的概率几乎没有。
- **市场表现，风险释放较为充分。**我们认为，6 月 21 日之前的下跌已经包含了三个层面的因素，6 月 21 日复牌后的跌停包含了停牌期间市场的补跌因素，也存在非理性的因素。综合看，风险释放已经相当充分。
- **维持“强烈推荐”评级。**按照重组完成后的公司总股本 48587 万股计算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.91 元、2.71 元和 3.75 元，较之前的 2.40 元、3.45 元和 5.07 元有明显下调。我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 25 倍和 20 倍，对应的价格区间为 50 元~54 元。虽然短期存在诸多不确定因素，我们维持中期“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**1、原材料价格波动的风险；2、行业增长风险。

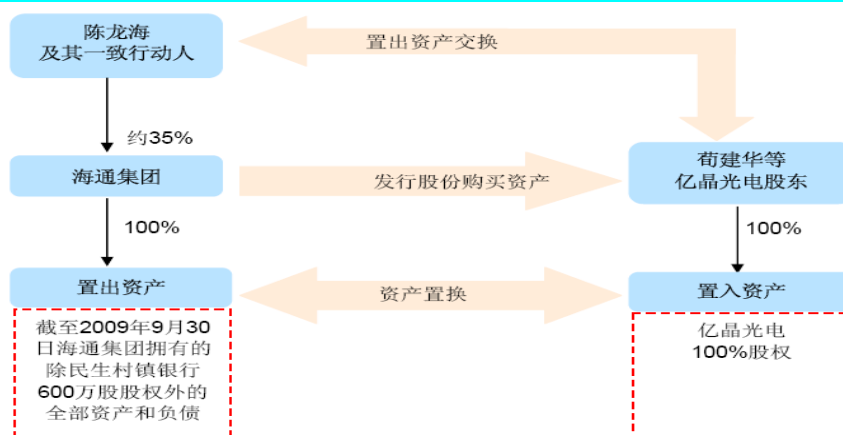


1、重组重新启动，资产整合的不确定性下降

停牌近一个月的海通集团终于复牌，与停牌前相比，最大的变化是保荐机构的更换，从中信证券变为湘财证券。**意味着重组重新启动，资产整合的不确定性下降。**

重组的具体内容看，与前次基本一致。按照重组的业务结构看，置换出存量的农业资产，置入亿晶光电 100% 股权，实现公司从农业向太阳能的彻底转型。按照重组后的股本结构看，新增非公开发行的股本为 2584 万股，增发后的总股本为 48587 万股。

图表 1 资产重组股权关系结构图



数据来源：公司公告

2、行业因素成为短期不确定性

2.1、组件产品价格持续下降

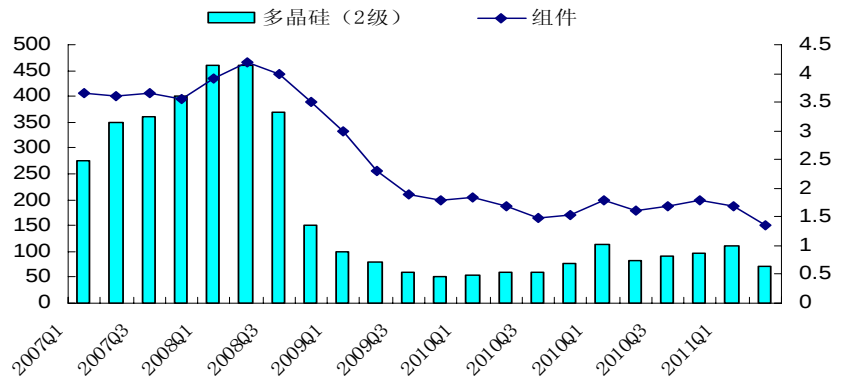
二季度以来，太阳能行业进入了快速下降通道，各个环节产品的价格均有较大幅度的下跌。

最新的数据看，仅在 6 月份，光伏组件就下跌了 15%，上游的硅片为 23%，而到了最上游的多晶硅料则高达 28%。

与一季度比较，目前的多晶硅现货价格 53.4 美元/公斤相对于一季度有超过 40% 的下跌，多晶硅组件价格 0.92 美元/瓦相对于一季度有超过 30% 的下跌。



图表 2 多晶硅及组件价格变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

2.2、行业不利局面超出市场预期

对太阳能的看法，我们的基本观点是成本下降背景下的行业超预期发展。随着技术进步，太阳能产业的经济性逐步提高的背景下，补贴力度的下降将成为长期趋势，也成为行业发展的重要组成部分。但是，短期的不确定因素超出市场预期。

一方面，政策补贴减弱力度超出预期。虽然最近的成本下降很快，但意大利、德国等欧洲主流企业的政策扶持减弱力度超过了市场预期，使得低成本推动的行业扩张没有得到有效延伸。同时，美国、中国、印度、日本等潜力国家的规模尚未显现。

另一方面，下游企业扩张速度快于行业增长，加剧了下游企业之间的价格竞争，拉低了行业毛利率水平。目前，大部分供应商今年产量已经远远超过出货量，供应商手中的组件存货增加使得光伏组件总库存超过 10GW。预计二季度是去库存过程，行业整体盈利能力将下降。

2.3、对公司数据的几点看法

2011 年 1-4 月数据表现良好

从 2011 年 1-4 月数据看，总体表现良好，虽然盈利数据较 2010 年有所弱化。

其中，单价为 11.38 元/瓦，较 2010 年平均有所下降，但幅度不大，好于市场预期。



另外，销售毛利率为 28.3%，下降接近 10 个百分点。同时，销售净利率也有明显下降。如果考虑财务费用的同比下降 5000 万的因素，销售净利率为 16% 左右。

图表 3 公司 2011 年 1-4 月简要财务数据一览表

	2010 年	2011 年 1-4 月
收入(百万元)	3549	1433
销售数量(MW)	301	116
产量(MW)	295	150
单价(元)	11.71	11.38
综合毛利率	37.8%	28.3%
净利润(百万元)	747	279
净利率	21.0%	19.5%

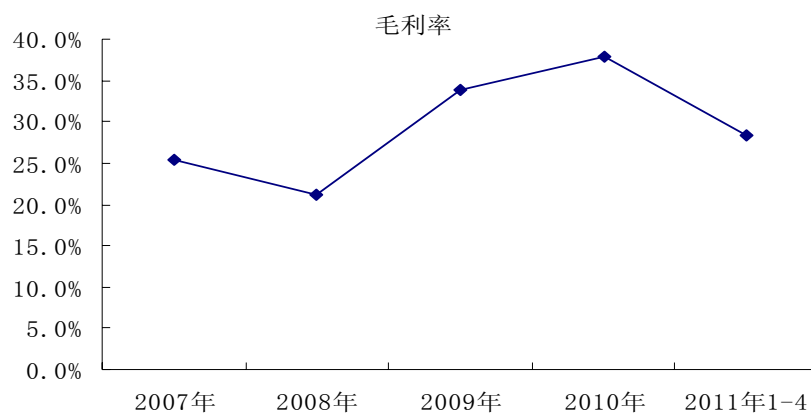
数据来源：公司公告

未来预期分析

上面的分析不难看出，2011 年 1-4 月的毛利率下降主要体现为成本上升压力。未来面临的是成本下降和产品下降的双重影响，预计毛利率仍有负面影响，关键是幅度多大？

历史数据看，2011 年 1-4 月的毛利率已经低于 2009 年的水平，并与 2007 年的 25% 的毛利率水平接近。我们认为，毛利率可能仍有下降空间，但总体幅度将有限，公司单季度出现亏损的概率几乎没有。

图表 4 公司组件毛利率变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



3、市场表现，风险释放较为充分

从 2011 年 3 月 21 日见到高点 60 元附近以来，股价持续下挫。6 月 21 日的收盘价 29.56 元，相对于高点的跌幅超过 50%。

从股价下跌的原因看，主要包含三个层次，一方面，更换保荐机构的整合不确定因素，另一方面，市场的系统性风险，第三，行业数据的不利影响。

如果与同类企业超日太阳、向日葵等比较，公司股价跌幅显著超越超日太阳和向日葵。

我们认为，6 月 21 日之前的下跌已经包含了三个层面的因素，6 月 21 日复牌后的跌停包含了停牌期间市场的补跌因素，也存在非理性的因素。综合看，风险释放已经相当充分。

图表 5 类似公司市场表现一览表

	高点（元）	6.21 收盘（元）	跌幅
超日太阳	25	17.27	30.9%
向日葵	28	18.64	33.4%
海通集团	60	29.56	50.7%

数据来源：第一创业证券研究所

4、盈利预测、估值及投资建议

4.1、盈利预测

按照重组完成后的公司总股本 48587 万股计算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.91 元、2.71 元和 3.75 元，较之前的 2.40 元、3.45 元和 5.07 元有明显下调。

4.2、估值及投资建议

我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 25 倍和 20 倍，对应的价格区间为 50 元~54 元。虽然短期存在诸多不确定因素，我们维持中期“强烈推荐”投资评级。



图表 6 主导产品收入和毛利率预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、电池组件				
收入(百万元)	3570	5000	7000	9500
数量(MW)	300.00	500.00	700.00	1000.00
单价(元)	11.90	10.00	10.00	9.50
毛利(百万元)	1357	1500	2100	2850
毛利率	38.0%	30.0%	30.0%	30.0%
二、其他				
收入(百万元)	25	38	120	120
毛利(百万元)	4	6	18	18
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
三、合计				
收入(万元)	3595	5038	7120	9620
毛利(百万元)	1360	1506	2118	2868
毛利率	37.8%	29.9%	29.7%	29.8%

数据来源：第一创业证券研究所

图表 7 盈利预测预测表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	3595.00	5037.50	7120.00	9620.00
减：营业成本	2234.65	3531.88	5002.00	6752.00
减：营业税金及附加	10.79	15.11	21.36	28.86
减：营业费用	161.78	176.31	249.20	336.70
减：管理费用	210.91	232.00	278.40	334.08
减：财务费用	81.00	16.20	19.44	23.33
减：资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	895.88	1066.00	1549.60	2145.03
二、利润总额				
加：营业外收支	-6.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	889.88	1066.00	1549.60	2145.03
三、净利润				
减：所得税	133.48	138.58	232.44	321.75
净利润	756.40	927.42	1317.16	1823.28
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	4.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	752.40	927.42	1317.16	1823.28
总股本				485.87
EPS(元)	1.549	1.909	2.711	3.753

数据来源：第一创业证券研究所



5、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、行业增长风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120