



海通集团 (600537):

重组推进, 行业洗牌中凸显成本优势

绿色能源主题研究报告-光伏

评级: 买入

分析师: 张晓霞 (S0350207120532)

联系人: 谭倩

电话: 0755-83711632

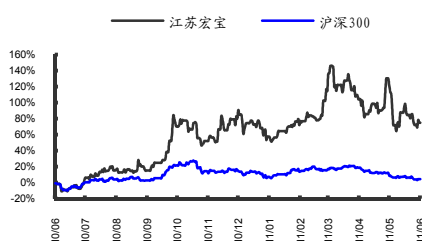
邮件: tanq@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是☐ 否

相对沪深 300 表现



市场数据 2011. 6. 22

当前价格 (元)	11.46
52 周价格区间 (元)	6.07-17.56
总市值 (百万)	2108.87
流通市值 (百万)	2064.65
总股本 (万股)	18402.00
流通股 (万股)	18016.13

财务数据 2011E

销售收入 (万元)	467074.24
营业成本 (万元)	368479.09
净利润 (万元)	83628.58
毛利率	20%
EPS	1.72

事件

公司第三届董事会第二十九次会议审议通过的《关于与中信证券股份有限公司终止〈独立财务顾问协议书〉的议案》、《关于聘请湘财证券有限责任公司作为公司重大资产重组项目独立财务顾问的议案》的要求, 公司聘请的湘财证券有限责任公司 (“湘财证券”) 完成了《关于海通食品集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易之独立财务顾问报告》, 并对《海通食品集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书 (草案)》及摘要进行相应修订。

资产置换草案: 海通集团以拥有的除民生村镇银行600万股股份外的所有资产及负债 (作为置出资产), 与亿晶光电股东持有的亿晶光电100%股权 (作为置入资产) 中相应等值部分进行置换, 以2009年9月30日为评估基准日, 置出资产评估价值为69,780.52 万元, 置入资产评估价值为282,381.32 万元。就置入资产评估价值超过置出资产评估价值的212,600.80 万元, 公司将以8.31 元/股的价格向亿晶光电股东非公开发行255,837,301 股股份作为受让该部分资产的对价。

点评

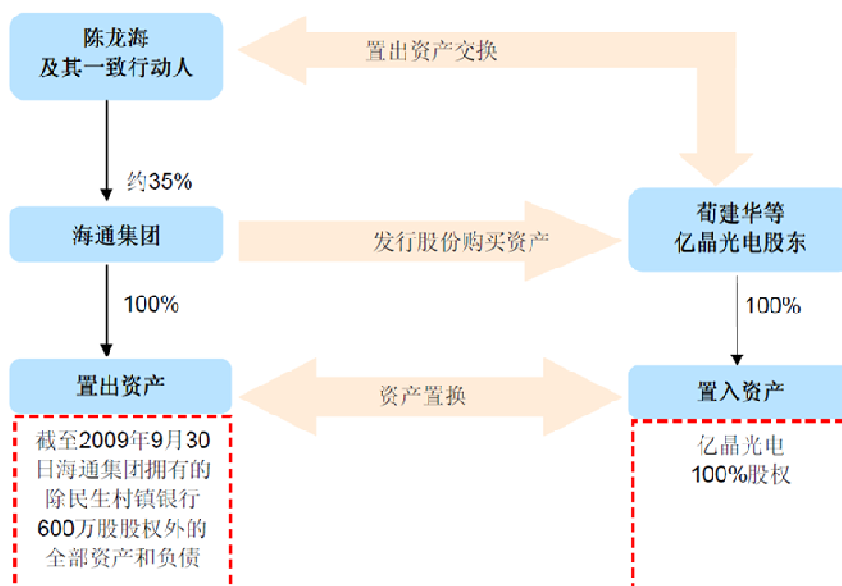
一、更换财务顾问, 重组有望加速

海通集团与亿晶光电的资产置换已经历时两年, 自2009年8月19日, 海通集团首次发布重大资产重组事项, 随后召开多次董事会及股东会通过各项议案。2010年8月9日, 海通集团收到商务部下发的《商务部关于原则同意海通食品集团股份有限公司变更为中外合资股份有限公司的批复》。2010年9月15日, 中国证监会对公司《重大资

产置换及发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查，认为申请材料齐全，符合法定形式，决定予以受理。鉴于商务部的批复有效期仅为180天，2011年2月15日，商务部同意将有效期延长180天。但在此之后，证监会对公司资产置换的审批一直没有下文，市场对公司重组的信心有一定动摇，海通集团二级市场股价有较大回落。

6月21日，公司公告更换湘财证券为资产置换的独立财务顾问，董事会正继续积极推进本次重大资产重组项目，重新履行申报程序。由于公司此前已申报过资产置换的材料，预计本次重现申报后，审核速度将会加快。

图 1: 海通集团与亿晶光电的资产置换方案



资料来源：公司公告

二、光伏行业面临洗牌，大企业从中获利

1、2011 年光伏产品价格下滑，行业利润回归合理

2011~2012 年是太阳能行业过渡的两年，欧洲市场逐渐实现从完全政策驱动向市场化过渡，而一些新兴国家则通过加大政策扶持力度，逐步培养太阳能行业。但是过渡期间可能面临传统市场需求暂时放缓与新型市场启动不同步的缺口。太阳能产业在长期发展前景看好，但短期需求可能出现波动。

另一方面，在 2010 年在补贴末班车效应驱动下，欧洲光伏需求爆发，国内不少硅片、电池片、组件企业出现暴利，在大企业不断扩产的同时，众多江浙地区小企业也纷纷扎堆投产光伏中下游。但 2011 年上半年，在欧洲需求萎缩和国内大量产能逐步释放的双重压力下，光伏产业短期面临产能相对过剩的情况，产业链全线产品都出现了 30%-40% 的价格下降。

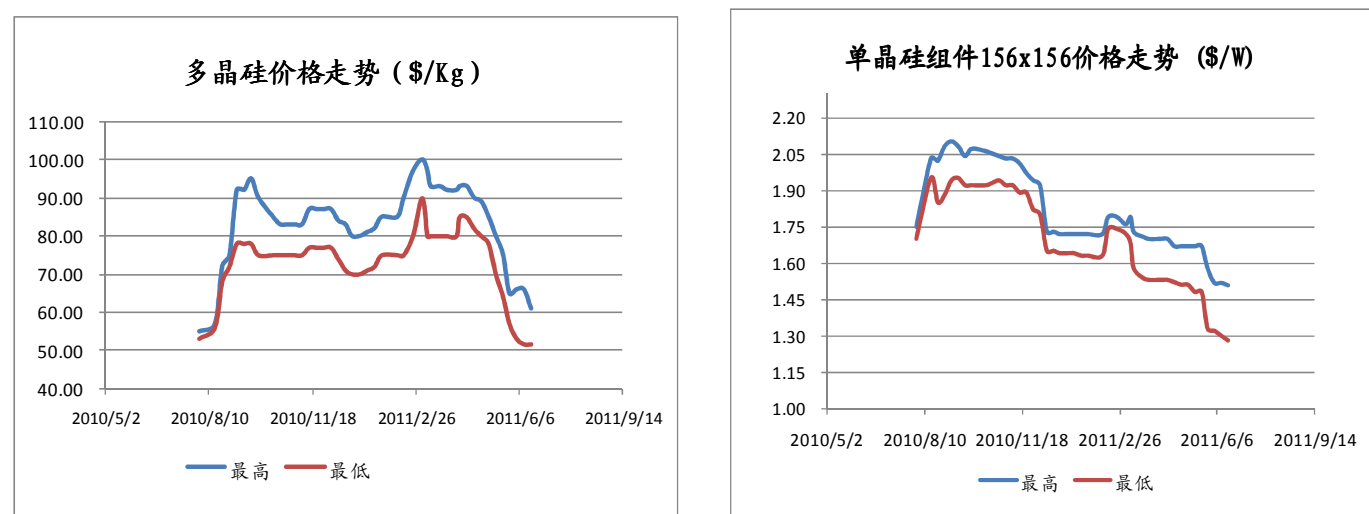
我们认为 2011 年上半年的产品价格下滑是市场竞争的必然结果，能够使产品回归合理利润。光伏产业的“硅片-电池片-组件”环节，进入壁垒相对较低，其本质是一个加工制造行业。2010 年出现的短期高利润必然吸引众市场进入者，引发行业竞争加剧。因此，这些环节长期不可能维持 2010 年的 30% 以上的高利润率水平。截止 6 月上旬，硅片、电池片、组件产品价格已经使产品回归 10%-15% 毛利润率，致使成本较高的中小企业停产，部分潜在新进入者驻足观望。光伏行业 2011 年的表现充分演绎了市场调控作用。

表 1: 晶硅光伏发电产业链各环节的市场结构

产业链环节	进入难度	市场结构	平均毛利润率 (2008)	平均毛利润率 (2010)	平均毛利润率 (2011E)
硅料提纯	高	寡头垄断	50%-60%	60%-80%	25%-50%
硅片生产	较低	接近完全竞争	20-25%	25-35%	10-15%
电池生产	较低	接近完全竞争	10%-15%	15%-25%	10%-15%
组件封装	低	完全竞争	5%-10%	15%-20%	5%-10%

资料来源: 国海证券研究所整理

图 2: 太阳能产品价格走势 (多晶硅-硅片-电池片-组件)



资料来源: solarzoom、国海证券研究所

2、行业面临洗牌，大企业从中获利

目前，我国多晶硅的龙头保利协鑫的多晶硅成本已经做到 20 美元/Kg, 其硅片加工成本也已经做到 0.2 美元/W。每瓦硅片大致用多晶硅 6g, 由此推算其硅片成本可以达到 0.32 美元/W, 而大多数仅做硅片的江浙中小企业的硅片还停留在 0.5-0.6 美元左右。2011 年 2 季度，即使在硅片价格仅为 0.65 美元/W, 大多数企业无利可图的情况下，协鑫依然保持较高的利润率。在太阳能电池、组件等环节，诸如天合、英利、晶澳等光伏一梯队的企业不仅拥有规模优势和丰富的生产经验，还能强强联合从保利协鑫以相对优惠的价格采购硅片，其组件的生产成本也将比中小企业低很多。

预计 2011 年下半年光伏产品价格保持低位运行，可能出现小幅回升，但长期呈现下降趋势。此时，中小企业停产和半停产观望，希望等待行业“回暖”。而大企业资金雄厚，还能够保持有条不紊的产能建设和技术升级，进一步降低成本维持合理利润。大企业与中小企业的成本差距只会越来越大，行业洗牌比不可免。部分落后生产力将被淘汰或兼并，具有成本优势的龙头企业通过规模的不断扩大，其整体净利润还能实现较好的增长。行业洗牌对光伏行业来说，有助于淘汰落后产能，督促企业不断通过改进工艺和技术，扩大规模，提高效率，降低成本，推动光伏发电尽早实现上网平价。

三、亿晶光电行业波动中优势凸显

亿晶光电的主要产品包括单晶硅棒、硅片、电池片、太阳能电池组件和籽晶棒。其中单晶硅棒、硅片和电池片主要供生产太阳能电池组件使用，组件是最主要销售产品，主要客户分布在国外。

图 3：2007-2011 年 1-4 月产品的收入分布

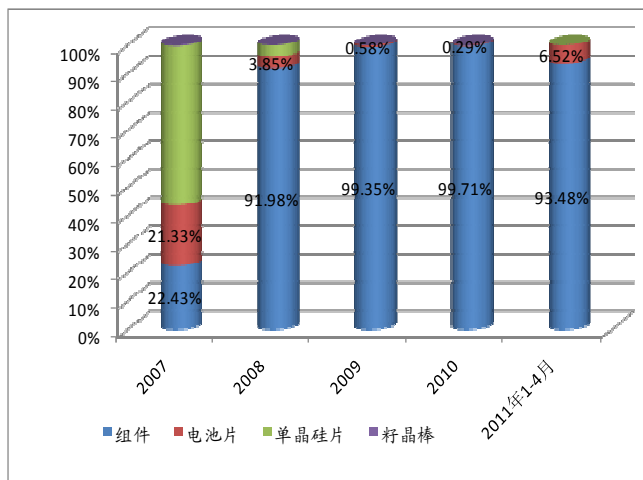
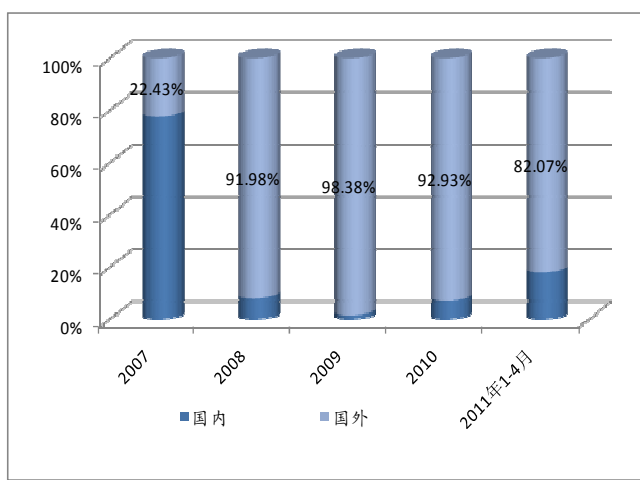


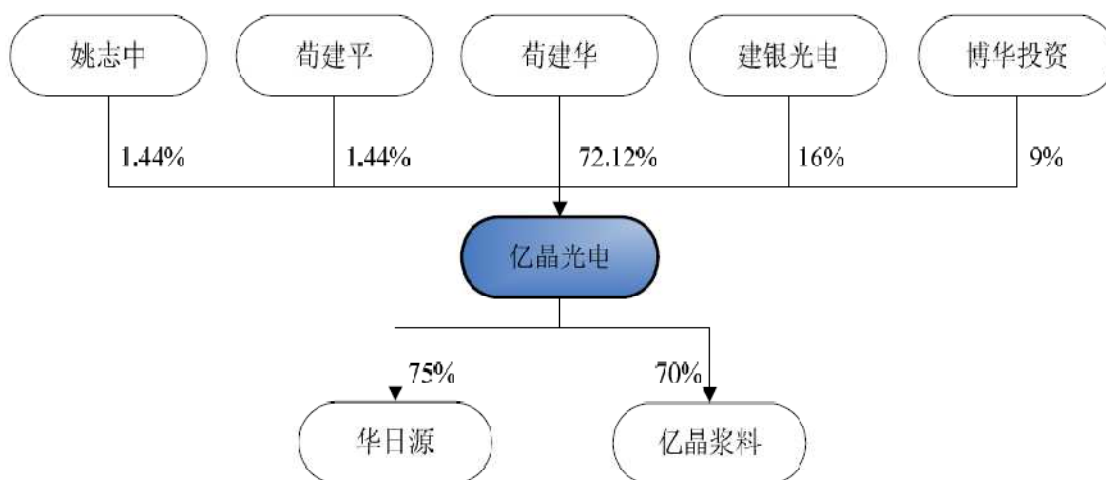
图 4：2007-2011 年 1-4 月国内外收入分布



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 5：亿晶光电的股权结构



资料来源：国海证券研究所

1、A 股市场上的光伏龙头企业

中国的太阳能电池、组件企业以单晶硅、多晶硅电池为主要产品。目前我国有约 60-70 家太阳能电池生产厂商，超过 350 家组件封装企业。主要的行业巨头，尚德、英利、天合、林洋等企业均在国外市场上市。

亿晶光电 2008 年的产量已达 100MWp，行业排名第八位。2010 年底，产能已扩建至 500MW，产量超过 300MW，产能和产量均位于行业前列。公司坚持“质量第一”的原则，对原材料、半成品、产成品进行全流程跟踪管理，有效控制产品质量。公司已经通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS 18001 和 IEC QC 080000 认证，晶体硅电池片及组件产品已通过 TUV、IEC61215/61730、CE、VDE、UL 等国际认证

如果本次借壳上市顺利完成，海通集团将成为 A 股市场上规模最大的光伏组件企业。

表 2：2009-2011 年 1-4 月销售量

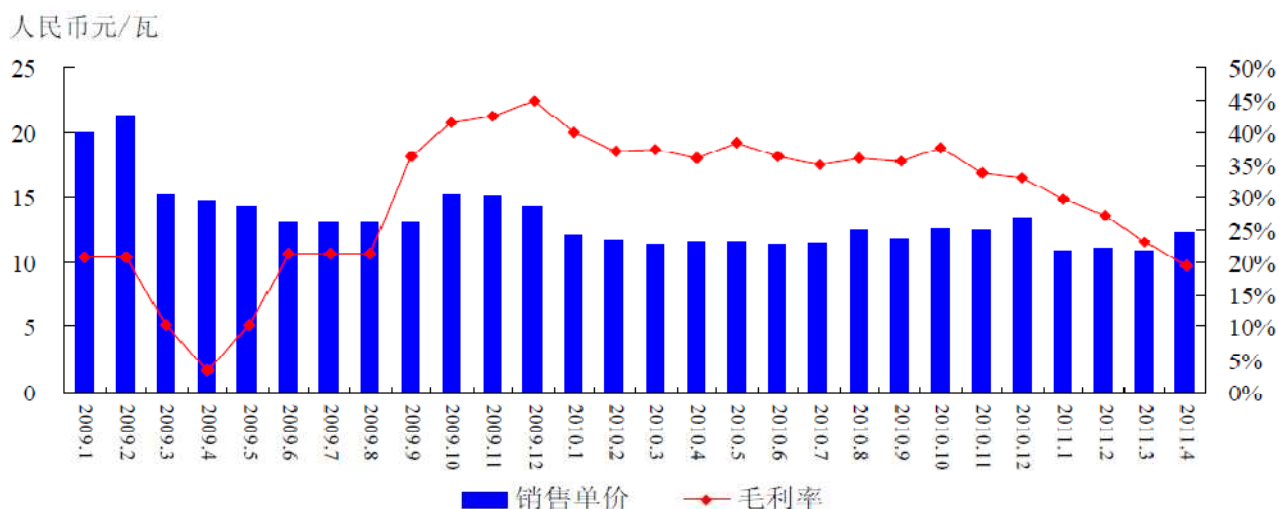
销售量	2009	2010	2011 年 1-4 月
组件销售量 (MW)	130.05	301.28	116.19
电池片销售量 (万片)	98.53	75.72	451.17

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、垂直一体化产业链优势显著

亿晶光电拥有从单晶硅棒到硅片、太阳能电池片和组件的垂直一体化产业链。一体化有利于公司质量控制和提升利润空间。2010 年公司毛利润率一度接近 40%，2011 年 1-4 月依然保持在 20%以上。

图 5：亿晶光电的股权结构



资料来源：公司公告

3、多晶硅长协确保成本优势

亿晶光电于 2008 年 10 月 12 日与 REC 签订长期多晶硅采购合同，后经多次补充和修改。2011 年 2 月 8 日，亿晶光电与 REC 签订补充协议，约定《多晶硅供应协议》有效期调整为自 2009 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，从 2011 年起双方应于当年 10 月 30 日前商定下一年采购单价。2009 年、2010 年及 2011 年 1-4 月，亿晶光电从 REC 采购多晶硅的金额分别为占公司当期多晶硅硅料采购总额的 33.08%、60.01% 和 30.06%。

REC 的“流化床+硅烷法”技术是目前生产多晶硅成本最低的新一代技术。虽然采购价格和采购数量可能根据双方每年商定的结果重新确定，但长单价格仍明显低于现货价格，确保公司在多晶硅成本上的优势。

4、自产银浆再造进口替代故事

太阳能电池银浆是制造太阳能电池的辅材，目前基本上被美 DUPANT、美国 FERRO 和德国 Hereaus 这三家公司垄断。亿晶光电通过研发对其中的氧化铅进行了替换，使之无毒无环境隐患，也保持了较低的熔融温度，良好的附着力和较低的欧姆接触，其转换效率高于进口银浆，但成本较低，2011 年已开始批量生产。公司除自产银浆辅材外，因公司生产规模较大在其他辅材和设备采购方面也能享受相对优惠价格。

四、盈利预测

海通集团更换湘财证券为资产置换的独立财务顾问，预计重组进度有望加快。虽然光伏行业2011年处于短期波动之中，但对亿晶光电等大型企业的影响较小，公司长期还能够从行业洗牌中获利。亿晶光电具有规模优势，一体化产业链以及较低的多晶硅采购成本，其毛利润率依然保持在20%以上。假设资产置换顺利完成，我们预计公司2011年、2012年的EPS分别为1.72元、2.15元，给予“买入”评级。

表3：亿晶光电的盈利预测（万元）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011E	2012E
一、营业总收入	289086.91	192783.96	354930.93	467074.24	630550.22
二、营业总成本	259102.17	154124.15	266252.17	368479.09	507331.51
其中：营业成本	232910.55	128724.13	220602.26	339134.77	457831.94
营业税金及附加	114.00	321.44	452.14	467.07	630.55
销售费用	7518.45	11812.67	15918.38	14429.47	18036.84
管理费用	7031.47	11610.36	21090.94	22236.73	26684.07
财务费用	9510.37	1788.64	8106.44	-7924.50	4053.22
资产减值损失	2017.33	-133.10	82.02	135.55	94.88
投资收益(损失以“-”填列)	13.64	-	-	-	-
三、营业利润	29998.38	38659.81	88678.76	98595.15	123218.71
加：营业外收入	479.95	316.15	248.16	1362.79	1635.35
减：营业外支出	840.77	8753.09	866.69	520.49	624.59
四、利润总额(亏损总额以“-”填列)	29637.56	30222.87	88060.23	99437.44	124229.47
减：所得税费用	990.78	6309.63	12962.10	14915.62	18634.42
五、净利润(净亏损以“-”填列)	28646.78	23913.24	75098.13	84521.83	105595.05
少数股东损益	-363.83	468.66	427.17	893.25	1161.23
归属于母公司股东的净利润	29010.61	23444.58	74670.95	83628.58	104433.82

资料来源：国海证券研究所

投资风险

1、资产重组方案审批风险

本次重大资产重组尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性。

2、光伏政策出现利空

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。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。本报告版权归国海证券所有。