



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年6月28日

新能源

研究部

陈华¹, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

审慎推荐

海通集团(600537.SH)

最困难的时期已经过去

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,928	3,549	5,563	9,353	13,680
(+/-)	-33%	84%	57%	68%	46%
主营业务利润	637	1,339	1,467	2,157	3,051
(+/-)	14%	110%	10%	47%	41%
净利润	234	747	747	1,022	1,431
(+/-)	-19%	218%	0%	37%	40%
每股盈利(元)	0.48	1.54	1.54	2.10	2.95
(+/-)	-19%	218%	0%	37%	40%
市盈率	72.9	22.9	22.9	16.7	11.9
市净率	15.8	9.3	6.6	4.8	3.4
净资产收益率	24.3%	51.3%	33.9%	33.1%	33.2%
ROCE	22.7%	47.5%	31.9%	31.8%	32.2%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	1.38	1.79	1.31	0.74	1.41

股票信息

A股	
当前股价	人民币35.19
股票代码	600537.CH
总市值(百万)	17102
日成交量(百万股)	17.6
52周最高价/最低价	人民币60.42/17.3
发行股数(百万股)	486
其中:流通股(百万股)	486
主要股东(持股比例)	苗建华(45%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600537.CH]	+7.16	+7.16	+7.16	-12.42
[上证A股指数]	+5.21	+1.81	-7.33	-1.72

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 石冉

公司近况:

公司1-4月份组件销量116MW, 毛利率28%, 净利润2.8亿元。我们预计公司5月份在德国市场停滞的状况下, 出货量、均价、毛利率、净利润均大幅下滑。但随着政策基本面的转暖, 公司今年最困难的时期已经过去, 6月开始, 已经感受到德国市场的迅速回暖, 开工率从5月份的50%回升至70-80%。

评论:

品牌组件最先受益需求回暖。目前公司组件在欧洲售价仍然在1欧元/瓦附近, 处于行业高端, 表明公司的组件品牌在业内仍存在一定品牌溢价。在供大于求的时期, 具有品牌实力的企业将在需求回暖中首先受益, 预计下半年出货量将能够弥补4、5月份德国、意大利市场的停滞, 全年出货量将有望达到我们预期的585MW。

组件价格跌幅趋缓。目前行业的组件价格下跌已经放缓, 据我们了解, 龙头企业中天合光最新欧洲报价0.93欧元/瓦, 已经令其他企业叫苦不迭, 多数认为再往下空间不大。我们下调公司全年组件均价至9.5元/瓦, 相当于1.03欧元/瓦, 反应上半年价格的大幅下跌和下半年价格的相对稳定。

另外公司刚刚更换了保荐人, 重组事宜可谓柳岸花明, 打消了前期市场对此的疑虑。作为A股组件企业龙头, 建议投资者持续关注其重组进程。

估值与建议:

下调2011-2012年盈利预测27%和31%至1.54元和2.10元/股, 首次给出2013年盈利预测2.95元/股, 目前股价对应于2012年16.7倍市盈率, 维持审慎推荐评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 盈利预测调整

(人民币 百万元)	2011E			2012E			2013E
	调整前	调整后	%	调整前	调整后	%	
总收入	6,123	5,563	-9%	10,302	9,353	-9%	13,680
毛利润	1,848	1,467	-21%	2,776	2,157	-22%	3,051
净利润	1,026	747	-27%	1,476	1,022	-31%	1,431
每股收益 (元)	2.11	1.54	-27%	3.04	2.10	-31%	2.95

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: 主要预测

(人民币 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能					
电池组件 (MW)	200	500	1,000	1,800	2,600
产能利用率					
电池组件 (MW)	68%	59%	78%	78%	78%
出货量					
电池组件 (MW)	130	301	585	1,092	1,716
增长率%	41%	132%	94%	87%	57%
单价 (元/瓦)					
组件	14.6	11.7	9.5	8.5	7.9
(+/-)	-50%	-12%	-19%	-10%	-7%
收入 (百万元)					
组件	1,902	3,525	5,544	9,313	13,611
其他	12	10	20	39	69
合计	1,915	3,535	5,563	9,353	13,680
增长率%	-30%	85%	57%	68%	46%
单位成本 (元/瓦)					
组件	9.7	7.3	6.9	6.5	6.1
	-55%	-25%	-4%	-6%	-6%
总成本下降比率 %	55%	25%	4%	6%	6%
硅成本	4.2	2.4	2.1	1.9	1.7
硅成本占比 %	43%	34%	31%	30%	28%
非硅成本	5.5	4.8	4.8	4.6	4.4
每瓦硅用量	6.9	6.7	6.2	5.7	5.2
电池转换效率	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%
硅片厚度	180	180	170	160	150
综合硅成本(元)	608	364	348	342	337
单位毛利润 (元/瓦)					
组件	4.9	4.4	2.5	2.0	1.8
毛利润					
组件	641	1,335	1,478	2,174	3,072
其他	4	3	6	12	21
合计	645	1,338	1,484	2,185	3,093
毛利率					
组件	34%	38%	27%	23%	23%
其他	29%	30%	30%	30%	30%
合计	34%	38%	27%	23%	23%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: Historical and forecasted financial data

损益表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	1,928	3,549	5,563	9,353	13,680
主营业务利润	637	1,339	1,467	2,157	3,051
营业费用	-118	-159	-195	-327	-479
管理费用	-116	-211	-331	-556	-813
财务费用	-18	-81	-76	-79	-79
营业利润	387	887	865	1,195	1,680
税前利润	302	881	865	1,195	1,680
所得税	-63	-130	-130	-179	-252
少数股东损益	-5	-4	12	6	3
净利润	234	747	747	1,022	1,431
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	672	872	638	358	685
投资活动现金流净额	-246	-992	-100	-100	-100
融资活动现金流净额	-322	483	17	-79	-35
货币资金增加额	117	333	555	179	550
资产负债表 (百万元)					
货币资金	326	843	1,170	1,349	1,900
应收款项	118	94	148	248	363
存货	174	486	898	1,578	2,331
流动资产	950	2,034	3,346	5,162	7,528
长期投资	6	6	6	6	6
固定资产	740	1,461	1,427	1,384	1,334
无形资产和其他资产	69	107	106	105	104
短期借款	325	1,043	1,137	1,137	1,181
预收帐款	15	139	217	365	534
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-
流动负债	605	1,660	2,201	2,957	3,844
长期负债	69	122	122	122	122
少数股东权益	20	24	12	6	3
股东权益	1,082	1,829	2,576	3,598	5,029
总资产	1,776	3,635	4,911	6,683	8,997
财务指标					
主营业务利润率	33.1%	37.7%	26.4%	23.1%	22.3%
息税前利润率	20.9%	27.3%	16.9%	13.6%	12.9%
净利润率	12.2%	21.0%	13.4%	10.9%	10.5%
净资产收益率	21.7%	40.8%	29.0%	28.4%	28.5%
总资产收益率	13.9%	27.6%	17.5%	17.6%	18.3%
总资产负债率	37.9%	49.0%	47.3%	46.1%	44.1%
净资产负债率	8.2%	20.0%	5.1%	-1.3%	-11.0%
流动比率	1.6	1.2	1.5	1.7	2.0
速动比率	1.3	0.9	1.1	1.2	1.4
应收帐款周转期	22.3	9.7	9.7	9.7	9.7
存货周转期	49.2	80.4	80.4	80.4	80.4
分红比例	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

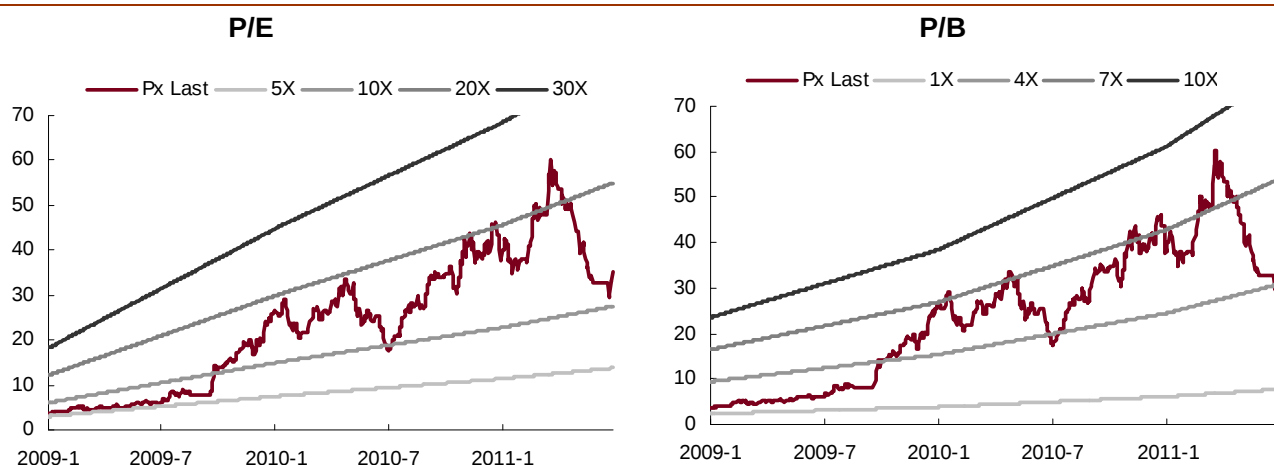
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: Valuations of comparables

公司	代码	评级	交易货币	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率		
				2011-6-27	(人民币百万元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
光伏														
A股														
海通集团	600537.CH	审慎推荐	CNY	35.19	17,102	1.54	1.54	2.10	22.9	22.9	16.7	9.3	6.6	4.8
天威保变	600550.CH	无评级	CNY	18.21	25,002	0.60	0.64	0.87	30.5	28.6	20.9	3.9	3.7	3.2
拓日新能	002218.CH	无评级	CNY	14.29	6,999	0.19	0.38	0.69	75.1	37.3	20.7	5.2	2.6	2.2
川投能源	600674.CH	无评级	CNY	14.02	13,080	0.42	0.47	0.63	33.4	29.8	22.4	2.4	2.2	2.1
乐山电力	600644.CH	无评级	CNY	14.51	4,737	0.20	0.69	0.89	72.3	21.0	16.3	n.a.	n.a.	n.a.
金晶科技	600586.CH	无评级	CNY	8.06	11,467	0.27	0.32	0.42	29.7	25.3	19.4	1.7	1.4	1.2
南玻A	000012.CH	无评级	CNY	16.39	27,079	0.70	0.88	1.19	23.5	18.6	13.8	5.4	4.4	3.5
香港市场														
保利协鑫	3800.HK	审慎推荐	HKD	4.12	53,052	0.26	0.46	0.53	15.9	8.9	7.8	4.0	2.9	2.2
阳光能源	757.HK	无评级	HKD	1.74	3,245	0.12	0.22	0.25	12.0	6.6	5.8	1.6	1.3	1.1
韩国市场														
OCI	010060.KS	无评级	KRW	426,500	62,054	24,238	49,451	52,244	17.6	8.6	8.2	5.0	2.9	2.2
美国市场														
英利	YGE.US	推荐	USD	8.71	8,376	1.37	1.75	1.87	6.4	5.0	4.6	0.9	0.8	0.7
赛维LDK	LDK.US	推荐	USD	6.81	6,396	2.20	3.01	4.28	3.1	2.3	1.6	0.9	0.7	0.5
尚德电力	STP.US	中性	USD	7.60	8,871	1.44	1.33	1.49	5.3	5.7	5.1	0.9	0.8	0.7
晶澳太阳能	JASO.US	无评级	USD	5.57	6,063	1.43	1.12	1.11	3.9	5.0	5.0	1.0	0.8	0.7
First Solar	FSLR.US	无评级	USD	116.56	65,072	7.65	9.49	10.69	15.2	12.3	10.9	2.9	2.3	1.9
MEMC	WFR.US	无评级	USD	8.08	12,063	0.43	1.07	1.41	18.6	7.5	5.7	0.8	0.7	0.7
欧洲市场														
Q-cell	QCE.GR	无评级	EUR	1.35	2,183	0.26	0.01	0.15	5.2	96.4	9.1	0.2	0.3	0.3
Wacker	WCH.GR	无评级	EUR	143.05	68,397	10.11	12.21	14.47	14.2	11.7	9.9	3.1	2.5	2.1
REC	REC.NO	无评级	NOK	9.12	10,710	0.06	0.67	0.72	144.8	13.7	12.6	0.4	0.4	0.4
平均值									28.9	19.3	11.4	2.8	2.1	1.7
中值									17.6	12.3	9.9	2.1	1.8	1.6

资料来源: 彭博资讯, Wind, 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: Historical P/E and P/B bands



资料来源: 彭博资讯, Wind, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

