

方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

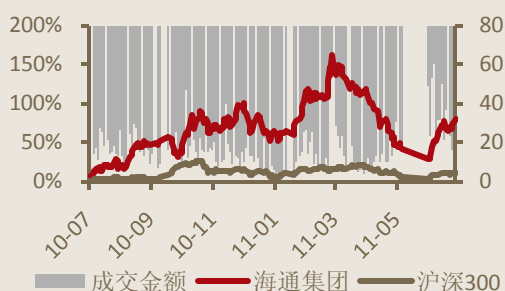
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	472.35	5960.00	8642.00	12530.90
(+/-)	21.81%	1161.78%	45.00%	45.00%
净利润	-39.55	840.83	967.51	1361.22
(+/-)	-1762%	-2225%	15.07%	40.69%
EPS (元)	-0.17	1.72	1.98	2.79
P/E	-178.66	24.31	21.12	15.01

相关研究

海通集团(600537)年报点评_2011.04.06

海通集团(600537)-身处光伏电池一体化产业链蓝海_2010.11.16

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

海通集团(600537)

公司事件点评报告
2011.07.22 增持

电气设备行业

事件：

7月22日晚海通集团公告，重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易的方案获得证监会并购重组委有条件通过。

点评：

※ 即将成为 A 股估值最低专业光伏电池制造商

资产置换后公司将更名为亿晶光电，成为 A 股估值最低的专业光伏电池制造商。亿晶光电在国内规模位列前十，由于行业第一梯队多在海外上市，公司即将成为 A 股光伏组件龙头。

※ 垂直一体化和技术优势造就行业毛利率领先地位

亿晶光电拥有垂直一体化业务模式。硅锭、硅片、电池和组件全部自行生产，具有质量控制和转换效率优势，毛利率行业领先；拥有四大“利器”：硅料长单、银浆自制、废料回收、较高的良品率及转换效率；此外公司对硅棒、硅片、电池、组件各个环节均进行了工艺改进。

※ 行业转型凸显一体化竞争优势

光伏行业上半年受德国、意大利等市场需求不振影响，价格大幅下跌。目前政策趋于放松，德国下半年光伏上网电价将不会下调，意大利也确定每年光伏补贴资金一直保持到 2016 年。我们预计下半年行业需求将逐渐回暖，供大于求状况仍将持续，光伏产品价格仍有较大压力，但下降空间不大。价格下降形势下成本控制的重要性进一步凸显，亿晶光电在欧洲市场具有品牌实力，一体化产业链和先进工艺技术确保公司在行业转型期突破重围，在行业回暖时优先受益。

※ 盈利预测与估值

我们预计 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 1.72 元、1.98 元和 2.79 元，当前股价对应市盈率分别为 24.31 倍、21.12 倍和 15.01 倍。虽然光伏组件上半年价格跌幅较大，但我们认为公司所处行业长远仍具备较大空间，优秀的公司未来将有望强者恒强，给予“增持”评级。

※ 风险提示：汇率波动风险；光伏产业发展低于预期的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	357.63	5624.91	5730.84	10689.99	经营活动现金流	18.69	1579.63	921.79	62.31
现金	38.33	2980.00	4321.00	6265.45	净利润	-36.31	840.83	967.51	1361.22
应收账款	48.01	1143.99	296.35	1792.14	折旧摊销	38.85	73.06	91.34	120.67
其它应收款	6.71	0.00	0.00	0.00	财务费用	17.30	44.43	80.64	142.38
预付账款	16.55	68.60	54.86	124.15	投资损失	9.74	-54.00	-54.00	-54.00
存货	220.26	1249.88	968.24	2248.03	营运资金变动	-9.53	674.42	-163.56	-1507.76
其他	27.78	182.44	90.40	260.22	其它	-1.36	0.89	-0.14	-0.20
非流动资产	598.82	1096.65	1287.29	1675.52	投资活动现金流	-85.13	-517.77	-227.85	-454.69
长期投资	142.40	192.40	242.40	292.40	资本支出	11.29	441.11	154.00	331.56
固定资产	391.97	623.33	705.19	835.09	长期投资	0.03	-50.00	-50.00	-50.00
无形资产	44.97	149.56	196.26	358.72	其他	-73.81	-126.67	-123.84	-173.13
其他	19.49	131.36	143.45	189.31	筹资活动现金流	34.68	94.47	-162.81	-284.93
资产总计	956.45	6721.55	7018.13	12365.51	短期借款	44.08	143.91	0.00	-47.97
流动负债	458.25	5388.43	4799.85	8880.86	长期借款	0.00	3.58	-0.17	0.00
短期借款	356.09	2285.35	3095.22	5669.02	其他	-9.40	-53.03	-162.64	-236.96
应付账款	64.00	2876.26	1559.96	2704.68	现金净增加额	-31.75	1156.32	531.13	-677.32
其他	38.16	226.81	144.67	507.16					
非流动负债	15.50	9.58	11.31	13.21	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	3.58	3.41	3.41	成长能力				
其他	15.50	6.00	7.91	9.80	营业收入	21.81%	1161.78%	45.00%	45.00%
负债合计	473.75	5398.02	4811.17	8894.07	营业利润	-723.90%	2482.51%	15.06%	40.68%
少数股东权益	30.92	30.92	30.92	30.92	归属母公司净利润	-1762.54%	-2225.83%	15.07%	40.69%
归属母公司股东权益	451.79	1292.61	2176.04	3440.52	获利能力				
负债和股东权益	956.45	6721.55	7018.13	12365.51	毛利率	22.43%	26.00%	23.00%	23.00%
					净利率	-7.69%	14.11%	11.20%	10.86%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	-7.52%	63.53%	43.84%	39.21%
营业收入	472.35	5960.00	8642.00	12530.90	ROIC	-1.99%	24.47%	19.59%	16.23%
营业成本	366.41	4410.40	6654.34	9648.79	偿债能力				
营业税金及附加	2.67	3.58	5.19	7.52	资产负债率	49.53%	80.31%	68.55%	71.93%
营业费用	53.34	214.56	311.11	451.11	净负债比率	75.16%	42.42%	64.43%	63.79%
管理费用	61.42	327.80	475.31	689.20	流动比率	0.78	1.04	1.19	1.20
财务费用	17.30	44.43	80.64	142.38	速动比率	0.30	0.81	0.99	0.95
资产减值损失	3.50	11.92	17.28	25.06	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.51	1.55	1.26	1.29
投资净收益	-9.74	54.00	54.00	54.00	应收帐款周转率	12.23	10.00	12.00	12.00
营业利润	-42.03	1001.31	1152.13	1620.84	应付帐款周转率	7.58	3.00	3.00	4.53
营业外收入	9.49	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.64	0.33	0.33	0.33	每股收益	-0.17	1.72	1.98	2.79
利润总额	-33.19	1000.98	1151.80	1620.51	每股经营现金	0.08	3.24	1.89	0.13
所得税	3.12	160.16	184.29	259.28	每股净资产	1.96	2.65	4.46	7.05
净利润	-36.31	840.83	967.51	1361.22	估值比率				
少数股东损益	3.24	0.00	0.00	0.00	P/E	-178.66	24.31	21.12	15.01
归属母公司净利润	-39.55	840.83	967.51	1361.22	P/B	15.64	15.81	9.39	5.94
EBITDA	23.92	1118.47	1323.78	1883.55	EV/EBITDA	310.71	17.69	14.55	10.56
EPS (元)	-0.17	1.72	1.98	2.79					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com