



海通集团 (600537):

重组修成正果, A 股光伏组件龙头诞生

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

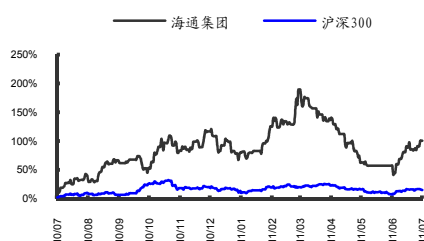
邮件: tanq@ghzq.com.cn

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%?



相对沪深 300 表现



市场数据

2011. 7. 24

当前价格 (元)	41.88
52 周价格区间 (元)	20.95-60.42
总市值 (百万)	9633.82
流通市值 (百万)	9633.82
总股本 (万股)	23003.40
流通股 (万股)	23003.40

财务数据

2011E

销售收入 (万元)	517000
营业成本 (万元)	420815
净利润 (万元)	81490
毛利率	26%
EPS	1.68

事件

2011年7月22日, 经中国证监会上市公司并购重组审核委员会2011年第24次工作会议审核, 海通集团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有条件通过。公司股票将于2011年7月25日开市起复牌。

点评

重组历经两年, 修成正果

1、重组历经两年, 好事多磨

海通集团与亿晶光电的资产置换已经历时两年, 终于修成正果。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。2011年6月21日, 公司公告更换湘财证券为独立财务顾问, 并对重组草案进行修订。2011年6月24日, 公司获证监会通知, 对公司新版重组许可申请予以受理。2011年7月22日, 经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核, 海通集团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有条件通过。

2、重组方案回顾

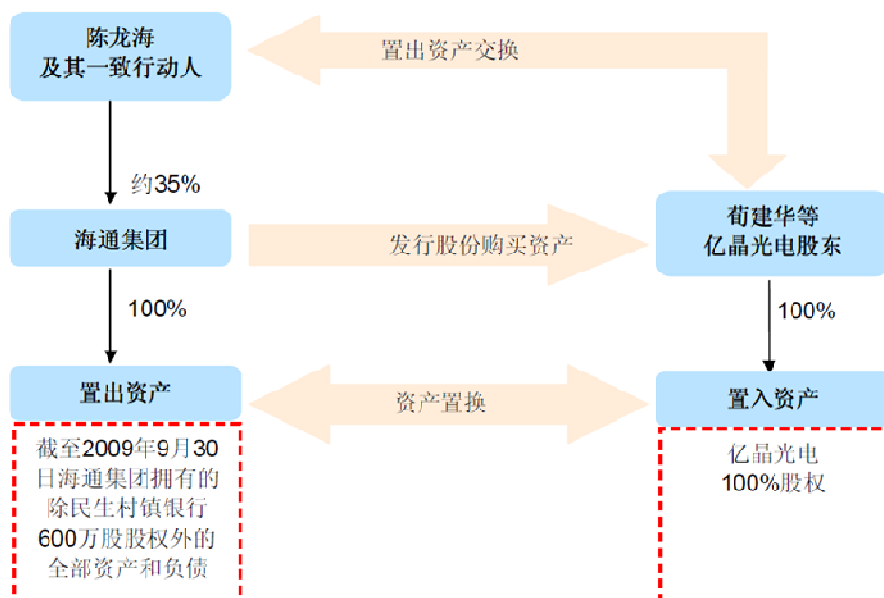
海通集团现有主营业务为果蔬加工和出口, 公司是我国最早的农业产业化经营企业之一。公司主要生产速冻

蔬菜、脱水蔬菜、果蔬罐头等七大类品牌为“卡依之”的系列食品，产品主要销往日本、美国等国家，在国际市场上有一定的知名度。受全球金融危机及“三聚氰胺”等突发事件的影响，近年来，公司主营业务盈利能力降低，利润自2007年起逐年下滑。2009年8月19日，海通集团首次发布重大资产重组事项。

资产置换草案（修订后）：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。

本次重组完成之后，亿晶光电将成为A股市场上规模最大的太阳能组件企业。

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

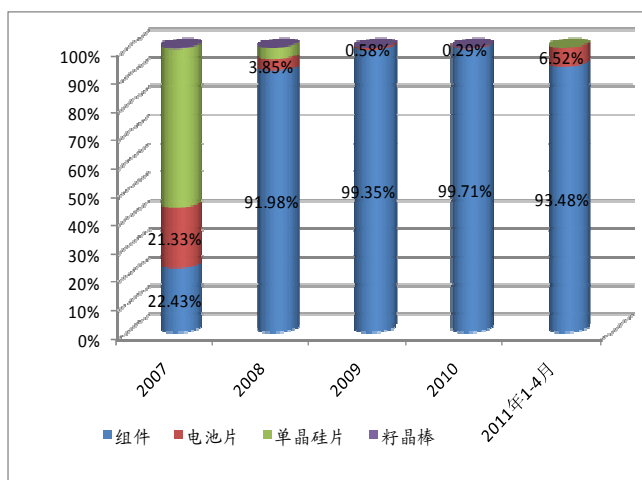
A 股光伏组件龙头诞生

1、亿晶光电公司概况

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。

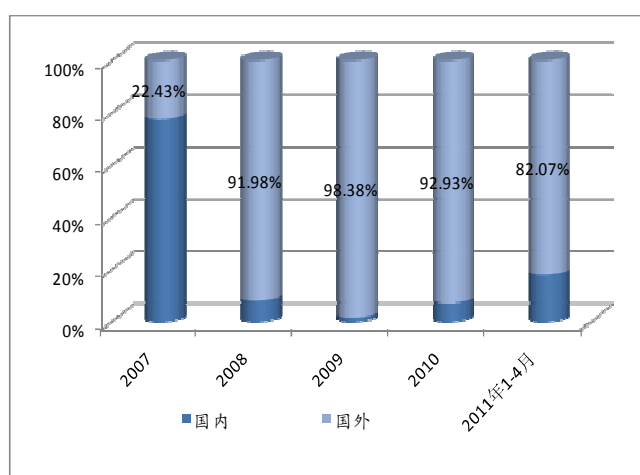
公司坚持“质量第一”的原则，对原材料、半成品、产成品进行全流程跟踪管理，有效控制产品质量。公司已经通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS 18001 和 IEC QC 080000 认证，晶体硅电池片及组件产品已通过 TUV、IEC61215/61730、CE、VDE、UL 等国际认证。

图 2：2007-2011 年 1-4 月产品的收入分布



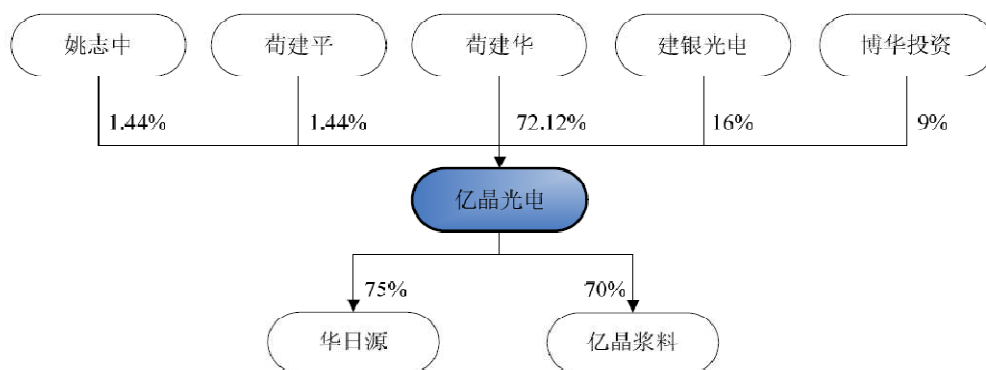
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3：2007-2011 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

图 4：亿晶光电的股权结构



资料来源：国海证券研究所

2、生产规模位居 A 股市场首位

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 年的组件产量已达 100MW，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。而在 A 股市场上，其规模位于首位。

表 1：2009-2011 年 1-4 月销售量

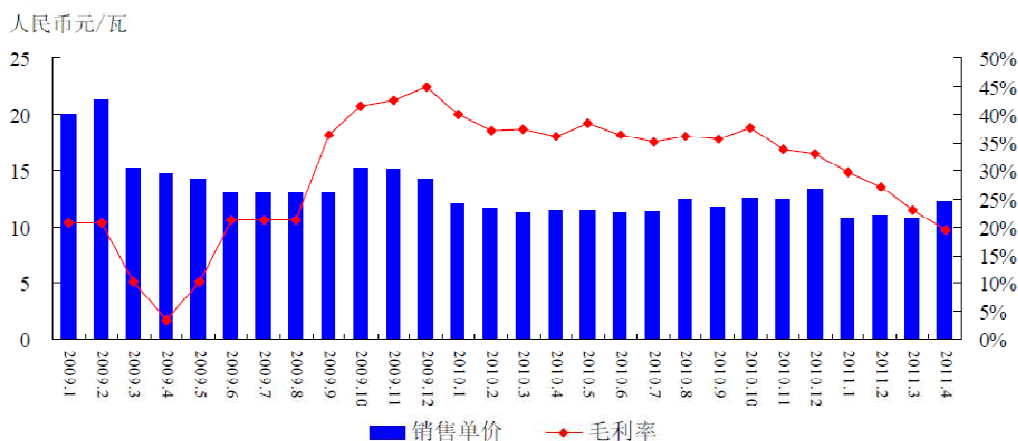
销售量	2009	2010	2011 年 1-4 月
组件销售量 (MW)	130.05	301.28	116.19
电池片销售量 (万片)	98.53	75.72	451.17

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、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

4、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。

5、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 年公司已开始批量生产银浆，目前产能约为 30 吨/年，正好可以满足公司自身组件生产需要。我们研判，随着公司组件产能的扩张，其银浆业务也可能将随之扩产。

二级市场投资建议

经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核，海通集团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有条件通过。公司重组历经两年修成正果，亿晶光电即将成为A股市场上的光伏组件龙头。公司拥有一体化生产线，多晶硅采购长协，并自产银浆，其竞争优势明显。我们预计公司2011年、2012年的EPS分别为1.68

元、2.19元，维持“买入”评级。

表2：亿晶光电的盈利预测（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	517000.00	722500.00
二、营业总成本	259102.17	154124.15	266252.17	420815.11	596880.28
其中：营业成本	232910.55	128724.13	220602.26	382580.00	534650.00
营业税金及附加	114.00	321.44	452.14	517.00	722.50
销售费用	7518.45	11812.67	15918.38	16127.06	24190.59
管理费用	7031.47	11610.36	21090.94	25074.50	33596.25
财务费用	9510.37	1788.64	8106.44	-3619.00	3612.50
资产减值损失	2017.33	-133.10	82.02	135.55	108.44
投资收益(损失以“-”填列)	13.64	-	-	-	-
三、营业利润	29998.38	38659.81	88678.76	96184.89	125619.72
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	97027.19	126630.48
减：所得税费用	990.78	6309.63	12962.10	14554.08	18994.57
五、净利润(净亏损以“-”填列)	28646.78	23913.24	75098.13	82473.11	107635.91
少数股东损益	-363.83	468.66	427.17	982.58	1326.48
归属于母公司股东的净利润	29010.61	23444.58	74670.95	81490.53	106309.43

资料来源：国海证券研究所

投资风险

1、光伏政策风险

2、汇率风险

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。