

积极延伸产业链 业绩拐点已现 增持首次

投资要点：

上半年业绩同比增长 165.2%，环比下降 23.6%，毛利率同比下降

1.56%

下半年需求回暖，原料价格下跌，业绩环比上半年将会大幅增长

控股西藏公司，提前布局西藏电站建设，为业绩提供想象空间

报告摘要：

- **上半年业绩环比下降 23.6%**。主要原因是二季度光伏产品价格下跌，且硅原料价格下跌滞后于组件价格下跌，二季度毛利率受到挤压。
- **上半年业绩同比增长 165.2%**。主要原因是生产规模扩大，收入同比增长 74.9%，汇兑损失减少，期间费用率大幅度下降 8.81%。
- **虽然欧洲市场需求疲软，但公司销售仍然顺畅**。收入环比增加 8.38%，考虑到产品价格下降约 20%，说明出货量同比环比均有较大增长。
- **6 月份多晶硅料价格出现一轮大幅下跌，组件价格稳中有升，毛利率在第三季度将会提高**。三季度组件价格逐渐企稳，使用的硅原料是 5 月价格低点采购的，三季度的毛利率将会大幅提高。
- **硅料价格虽然有所反弹，但预计硅料价格涨幅有限，下半年盈利空间稳定**。原因是下半年很多新项目投产，大大缓解硅料供应紧张的局面，并且技术进步单位生产成本将大幅下降。组件价格下半年也将稳定。
- **光伏产品价格下降是大势所趋**。价格下降是光伏产业发展的内在推动力与必经之路，并且是由技术进步，成本下降主导的，对于价格的下降大可不必担心。价格下降安装量才能持续放大，光伏产业才能从受政策影响的周期性产业转变为成长型产业。
- **公司向产业链上下游积极扩张，有助于平抑市场波动，稳定盈利水平，形成新的业绩增长点**。新建硅料项目明年投产，在西藏组建控股子公司涉足光伏系统集成与电站建设运营业务将打开新的盈利增长点。
- **预计公司全年出货量 310MW，净利率 8.36%，净利润同比 2010 年增长 50.1%**。预测 11/12/13 年的 EPS 分别为 0.629，0.851，1.077 元，PE 分别是 36，27，21 倍。给予公司增持评级。
- **风险提示：公司销售对象及方式改变造成销售回款周期延长，应收账款大幅度增加，虽然已经计提相应的坏账准备，但仍存在不确定性。**

新能源与电力设备行业研究组

分析师：

王静

S1180207090092

赵曦

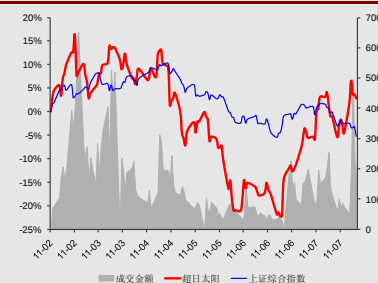
S1180511010008

联系人：徐伟

电话：010-88085388

Email：xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股） 52,720

流通股（万股） 13,200

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：超日太阳财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,856	4,500	5,145	5,979	营业收入	2,687	3,969	4,676	6,089
货币资金	2,498	1,736	1,615	1,977	营业成本	2,179	3,283	3,829	5,056
应收与预付款项	1,097	2,198	2,722	3,060	营业税金及附加	3	6	9	15
存货	258	563	804	939	销售费用	39	60	61	73
非流动资产	604	669	642	554	管理费用	114	139	150	177
固定资产在建工程	571	642	622	537	财务费用	65	11	18	20
无形资产待摊费用	25	23	20	18	资产减值损失	24	85	85	85
资产总计	4,460	5,169	5,787	6,533	投资收益	-9	0	0	0
流动负债	1,211	1,545	1,732	1,922	利润总额	263	390	528	668
短期借款	1,076	1,086	1,136	1,216	所得税	44	59	79	100
应付与预收账款	135	460	597	706	净利润	219	332	449	568
长期借款	0	50	50	50	少数股东损益	-1	-1	1	1
非流动负债	181	231	231	231	归属母公司净利	220	333	448	567
负债合计	1,392	1,776	1,963	2,153	EPS (元)	0.418	0.631	0.851	1.075
股本	264	264	264	264	主要财务比率				
资本公积	2,261	2,261	2,261	2,261					
留存收益	540	866	1,297	1,852	成长能力				
少数股东权益	3	2	3	4	营业收入	103.81%	47.74%	17.81%	30.21%

归属于母公司权益					净利润	29.10%	51.16%	35.35%	26.45%
	3,065	3,391	3,821	4,376					
负债股东权益合计					获利能力				
	4,460	5,169	5,787	6,533					
现金流量表					毛利率	18.89%	17.30%	18.12%	16.97%
					净利率	8.17%	8.36%	9.60%	9.32%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	7.19%	9.81%	11.74%	12.95%
经营活动现金流					偿债能力				
	-431	-597	12	409					
净利润	2	3	4	6	资产负债率	31.21%	34.36%	33.92%	32.95%
折旧摊销	0	1	1	1	流动比率	3.18	2.91	2.97	3.11
资产减值损失	0	1	1	1	速动比率	2.97	2.55	2.51	2.62
利息费用	0	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-213	-217	-147	-97	总资产周转率	0.60	0.77	0.81	0.93
融资活动现金流	3,101	52	14	49	应收账款周转率	4.13	2.97	2.94	3.57
现金流量净额	2,457	-762	-121	361	存货周转率	8.46	5.83	4.76	5.38

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介：

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师，2008 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511010008。。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。