横店东磁(002056)

巨额投资多晶硅 打通光伏产业链上游

收盘价(元): 26.10

目标价(元): 31.10

投资评级：A--持有(持续)

新能源组：陈亮

执业证书编号：S0890510120003

电话：021-50122150

邮箱：chenliang@cnhbstock.com

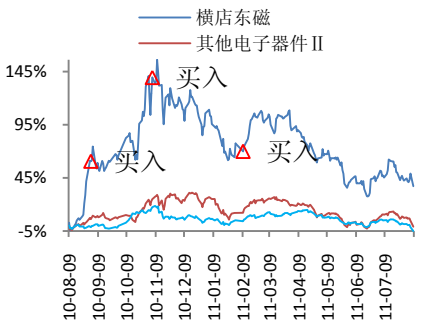
联系人：毛雪梅

电话：021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	42590.00
流通 A 股/B 股(万股)	41089.69/0.00
资产负债率(%)	29.92
每股净资产(元)	6.87
市净率(倍)	3.80
净资产收益率(加权)	1.90
12 个月内最高/最低价	49.85/18.05

股价走势图



相关研究报告

1《光伏未如预期 二季度可望改善》，2011.04.17

2《光伏渐成主业 业绩全面提升》，2011.02.09

3《横店东磁 具备电池片制造企业成功潜质》，2010.09.01

4《光伏大幅扩张 产能逼近前十》，2010.11.05

◎事项：

横店东磁近日公告称，公司和乌海市人民政府签署项目投资合同，计划投资 40 亿元左右建设多晶硅项目。该项目一期产能为 6000 吨左右，计划于今年 8 月份动工，于 2012 年底达产。

◎主要观点：

◆产业链贯通利于光伏行业长期立足。6000 吨项目仅为公司多晶硅一期项目，而我们认为公司多晶硅总体规划应与公司自身产业链下游产能相匹配，预计将达到万吨级以上。基于目前多晶硅价格稳步下跌趋势已成，该领域投资从短期看具有较大风险；但从长期光伏产业发展的战略角度看，控制上游原材料供应有利于整体盈利能力的稳定和产能扩张的有序发展，因此大规模投资多晶硅领域不失为大胆而颇具野心的举动，显示了公司长期扎根光伏产业的决心。

◆成本控制成为项目关键。我们认为 2013 年后多晶硅制造领域毛利率应为 35%~40%，这样约可保证 10%~12%的 ROE 以稳定的吸引投资。而届时多晶硅销售价格预计为 40 美元/公斤附近或者更低。因此，将成本降至 24 美元/公斤以下便成为项目在财务角度是否成功的关键。基于公司在其他产业中展现出的成本控制和生产管理能力，我们对该项目持较为乐观的态度。

◆光伏行业进入产业整合期。目前大型中下游厂商普遍出货顺畅，而小型企业和行业新入者普遍较为困难。公司目前电池片产能已超过 500MW，然而由于行业涉足时间较短客户积累不足，目前产能利用率尚不及大型厂商。但随着公司行业积累的加强，其灵活的机制优势将会在下游竞争中逐渐体现。

◆磁体业务保持稳定。预计磁体业务未来将是公司主要的现金流保障，汽车磁瓦等高端业务增长尚有较大空间。公司稀土业务呈快速增长势头。磷酸铁锂业务技术上已成熟，处于客户储备阶段，期待行业爆发。

◆我们下调公司 2011、2012、2013 年 eps 估计值分别至 0.71、1.55、2.91 元。股权激励和巨额投资带来的财务费用对公司未来三年净利润造成了一定影响，我们由此对 eps 预测给予相应调整。给予 2012 年 20 倍 PE，则目标价位调整 31.1 元，给予“持有”评级。我们对公司长期依然保持看好。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1350.32	3000.66	964.19	5228.68	7619.71	9993.22
同比增速(%)	-15.08	122.22	-13.26	74.25	45.73	31.15
净利润(百万)	162.34	362.60	54.66	301.19	659.41	1239.90
同比增速(%)	8.62	123.36	-52.69	-16.94	118.93	88.03
毛利率(%)	27.95	24.50	20.08	20.56	21.95	25.09
每股盈利(元)	0.40	0.88	0.13	0.71	1.55	2.91
ROE(%)	6.69	13.19	1.86	9.96	18.09	25.83
PE(倍)	38.17	16.41		44.90	20.51	10.91

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1813.74	7096.26	8470.25	10822.59
现金	627.36	3535.84	5037.42	5515.96
应收账款	512.66	1372.85	1323.48	1970.51
其它应收款	10.13	43.67	25.54	54.44
预付账款	222.59	303.34	406.06	507.57
存货	435.86	1064.19	1057.65	1413.85
其他	5.15	56.24	18.59	62.26
非流动资产	1950.88	3164.13	4424.30	5469.84
长期投资	0.00	-0.70	-1.51	-2.14
固定资产	1525.21	2467.78	3432.86	4242.70
无形资产	191.93	348.21	555.74	720.66
其他	233.75	348.84	437.20	508.62
资产总计	3764.62	10899.28	14001.22	17812.19
流动负债	990.74	7531.76	9705.19	12218.39
短期借款	384.59	6356.62	8042.03	10223.73
应付账款	452.88	772.08	1039.52	1160.93
其他	153.27	214.03	403.85	386.93
非流动负债	21.41	54.52	64.73	62.67
长期借款	0.00	30.26	41.59	39.73
其他	21.41	24.25	23.14	22.94
负债合计	1012.15	7602.19	9788.86	12298.39
少数股东权益	5.07	5.07	5.07	5.07
归属母公司股东权益	2747.40	3019.83	3639.69	4794.35
负债和股东权益	3764.62	10899.28	14001.22	17812.19

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	230.93	-805.91	2254.30	746.60
净利润	362.98	301.19	659.41	1239.90
折旧摊销	124.92	276.41	415.53	551.49
财务费用	-6.15	72.12	90.53	101.52
投资损失	0.40	0.70	0.81	0.64
营运资金变动	-250.78	-1814.82	608.35	-1546.00
其它	-0.44	1.67	1.24	0.82
投资活动现金流	-1011.87	-1492.83	-1677.21	-1598.58
资本支出	888.10	1212.20	1261.90	1046.14
长期投资	0.40	0.70	0.81	0.64
其他	-123.37	-279.93	-414.50	-551.80
筹资活动现金流	297.35	-286.70	-84.92	-130.88
短期借款	361.11	-225.51	29.97	55.19
长期借款	0.00	30.26	11.33	-1.86
其他	-63.76	-91.45	-126.22	-184.21
现金净增加额	-483.59	-3289.06	-153.85	-1647.98

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3000.66	5228.68	7619.71	9993.22
营业成本	2265.59	4153.68	5947.48	7486.05
营业税金及附加	10.78	27.27	39.04	46.41
营业费用	100.04	156.86	217.16	269.82
管理费用	192.80	366.01	495.28	599.59
财务费用	-6.15	72.12	90.53	101.52
资产减值损失	13.33	15.69	22.86	29.98
公允价值变动收益	-1.21	-0.44	-1.51	-1.05
投资净收益	-0.40	-0.70	-0.81	-0.64
营业利润	422.65	435.91	805.05	1458.16
营业外收入	9.33	16.25	23.68	31.06
营业外支出	10.58	97.82	52.95	30.52
利润总额	421.40	354.35	775.78	1458.71
所得税	58.41	53.15	116.37	218.81
净利润	362.98	301.19	659.41	1239.90
少数股东损益	0.38	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	362.60	301.19	659.41	1239.90
EBITDA	530.32	702.88	1281.84	2111.72
EPS（元）	0.88	0.71	1.55	2.91

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	122.22%	74.25%	45.73%	31.15%
营业利润	133.62%	3.14%	84.68%	81.13%
归属母公司净利润	123.36%	-16.94%	118.93%	88.03%
获利能力				
毛利率	24.50%	20.56%	21.95%	25.09%
净利率	12.10%	5.76%	8.65%	12.41%
ROE	13.19%	9.96%	18.09%	25.83%
ROIC	11.07%	6.90%	9.10%	10.04%
偿债能力				
资产负债率	26.89%	69.75%	69.91%	69.04%
净负债比率	38.00%	84.37%	82.96%	83.77%
流动比率	1.83	0.94	0.87	0.89
速动比率	1.39	0.77	0.74	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.85	0.76	0.80
应收帐款周转率	7.00	5.55	5.65	6.07
应付帐款周转率	7.06	6.78	6.57	6.80
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.71	1.55	2.91
每股经营现金	0.56	-1.89	5.29	1.75
每股净资产	6.69	7.09	8.55	11.26
估值比率				
P/E	16.41	44.90	20.51	10.91
P/B	2.17	4.48	3.72	2.82
EV/EBITDA	10.81	15.10	9.32	7.33

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级:

强于大市　A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上;

同步大市　B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动;

弱于大市　C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下;

未评级　N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级:

买入: 相对于行业指数的涨幅在15%以上;

持有: 相对于行业指数的涨幅在5%-15%;

中性: 相对于行业指数的涨幅在-5%-5%;

卖出: 相对于行业指数的跌幅在-5%以上;

未评级: 研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理		
上海	**北京**	**深圳**
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010 -6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。