

21 October 2011 | 4 pages

东方日升 (300118)

毛利率开始回升 海外光伏电站成发展重点

——公司 2011 年三季报点评

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006
86-21-64718888-1737
Shihaisheng@stocke.com.cn

本报告导读：

- 2011年前三季度公司净利润下降29.45%
- 受原材料价格下降影响，公司三季度毛利率出现回升
- 公司看点在海外光伏电站建设领域的快速增长

投资要点：

■ 2011 年前三季度业绩继续保持高速增长

2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 17.50 亿元，比去年同期增长 5.91%，实现营业利润 1.87 亿元，比去年同期下降 24.71%，实现净利润 1.18 亿元，比去年同期降低 29.45%。每股收益 0.34 元。

■ 募投项目建设进展顺利

据了解，报告期内，募投项目“年产 75MW 晶体硅光伏组件”已全面达产；“光伏工程技术研发中心”实验测试设备已于 2011 年 7 月投入研发使用；超募资金中计划的“年产 300MW 太阳能电池生产线技术改造”项目预计年末达到试运营状态。

■ 下游需求放缓造成的毛利率回落是业绩下滑的主要原因

三季度，光伏市场需求继续延续了一二季度的疲软，此外，光伏产业短期内的密集扩张导致光伏市场供需失衡。国内产能过剩加之德国、意大利等一些欧洲国家继续削减对太阳能政策的补贴，公司产品主要销售地欧洲市场需求持续低迷，从而导致了光伏组件及原材料价格的大幅下跌。1-9 月份，公司产品销售量虽由去年的 128MW 增长至 165MW，增幅达 28.90%，但因组件价格持续滑落，导致公司营业收入仅比去年同期增幅 5.91%。因原材料下降因素影响，公司三季度毛利率有所提高，前三季度，公司太阳能组件的毛利率为 17.97%，与上半年的 15.29%相比出现回升，但仍低于 2010 年 22.13%的水平。据国际光伏研究机构 Solarbuzz 于近期发布的报告称，根据目前组件的供应情况，欧洲市场第四季度需求平缓，暂时不会出现大幅增长。

评级：

买入

上次评级：

买入

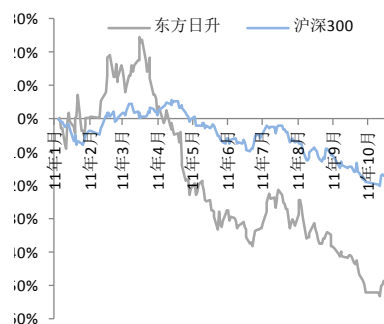
当前价：

15.00 元

股本数据

A 股总股本	35000 万股
流通 A 股	35000 万股

2011 年初以来走势（复权）



公司简介

公司是浙江省一家集研发、生产、销售为一体的高新技术光伏企业，主要从事晶体硅太阳能灯具、电池、组件的研究与制造。公司有较完善的营销渠道、丰富的客户资源、明显的工艺技术优势，被评为“高新技术企业”，是国际上重要的太阳能光伏应用产品专业供应商之一。

相关报告

《东方日升 (300118) 上市公司新
股定价报告》

《阳光下茁壮成长的新能源设备公
司——东方日升 (300118) 投资价
值研究报告》





■ 开发光伏电站的前景广阔

报告期内，公司加强了境外电站开发业务的探索，并积累了丰富的经验，2011 年第一次临时股东大会决议的以 2.6 亿元超募资金对电站开发实施主体香港子公司的增资已于 6 月完成。香港子公司开发实施的位于斯洛伐克 Buzitka 的 2MW 和英国南威尔士 Llancayo Farm 的 4MW 的光伏电站实现了并网发电，在德国与意大利共计 6.6MW 预计 11 月底并网，另香港子公司与 Sky Capital Europe S.合作开发的保加利亚光伏项目，12.1MW 业已进入开发建设阶段。截止至 6 月末公司还有分布于德国、意大利等国家的多个电站尚在积极接洽中，未来公司还将重点加强对保加利亚等东欧地区的光伏电站开发。

据我们了解，建设一座光伏电站 3-4 个月就可完成，公司拥有大量的超募资金（无需银行贷款）以及丰富的光伏组件产品、技术，电站建好后转手卖给下家（如国际大型的保险集团），从电池片生产到电站建设的毛利率在 25-40%之间，明显高于公司目前组件产品的毛利率水平，而对于保险集团这类买家来说 8-12%的年收益率是非常诱人的，退一步说，万一光伏电站建成后没有及时转出，公司也可以通过并网卖电逐步收回成本，所以该项业务的总体风险较小，而市场空间很大，是公司未来一个重要的利润增长点。

■ 长期看光伏产业仍有足够大的发展空间

6 月初，世界的主要光伏市场德国宣布“将于 2022 年前关闭国内所有核电站”，此外由于按照 3-5 月装机量折算的年化装机量低于 3.5GW 的政策“警戒线”，德国还决定暂缓执行原计划从 7 月起实施的太阳能补贴削减，这一趋势好于市场此前 3-6%的补贴下调预期。

与此同时，国内市场也加大了对光伏行业的支持，《关于做好 2011 年金太阳示范工作的通知》已于 6 月出台，中央财政进一步加大了对实施金太阳示范工程的扶持力度；十二五光伏装机目标由 5GW 上调至 10GW，2020 年普遍认为装机目标将上调至 50GW，高于之前的 20GW。7 月 24 日，国家发改委发布了《关于完善太阳能光伏发电上网电价政策的通知》，国内潜在的巨大市场需求有望在十二五期间被有效激活。我们预计，在来自全球各主要市场需求回暖的刺激下，行业下游光伏组件出货量在 2011 年第三季度和第四季度将有望持续增长，预计平均增幅可达 30-40%，光伏组件全年的出货量预计将超过 22GW（2010 年全球市场总量为 19.3GW）。

■ 估值与投资评级

我们预计，2011 年公司每股收益 0.80 元，2012 年有望达到 1.02 元，目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 19 倍和 15 倍左右，我们维持东方日升（300118）“买入”的投资评级。

■ 风险提示

公司在未来几年的成长中所面临的风险可能包括但不限于以下几个方面：

- （1）产业补贴政策变化的风险；
- （2）原材料多晶硅价格波动风险；
- （3）汇率波动风险。





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2781.38	2822.96	3687.59	3599.00	营业收入	2374.86	2775.26	3608.39	4528.89
现金	1409.67	1950.54	1602.31	1635.61	营业成本	1849.28	2267.66	2886.35	3571.48
应收账款	299.18	247.83	644.73	354.17	营业税金及附加	4.60	8.53	10.07	11.77
其它应收款	111.34	0.00	10.41	1.85	营业费用	82.35	72.16	117.27	173.00
预付账款	584.24	133.33	863.73	346.13	管理费用	65.46	70.21	83.35	134.06
存货	335.37	477.41	547.94	1236.60	财务费用	99.08	36.71	98.66	114.13
其他	41.57	13.86	18.47	24.63	资产减值损失	3.86	5.27	5.41	13.13
非流动资产	426.94	458.42	552.85	650.49	公允价值变动收益	41.57	0.01	0.02	0.02
长期投资	50.00	50.00	50.00	50.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	331.86	361.94	445.47	531.91	营业利润	311.80	314.72	407.29	511.33
无形资产	11.70	15.74	23.57	30.82	营业外收入	10.87	9.94	10.40	10.17
其他	33.38	30.75	33.81	37.75	营业外支出	1.26	0.68	0.78	0.91
资产总计	3208.31	3281.38	4240.44	4249.49	利润总额	321.41	323.98	416.91	520.60
流动负债	709.56	598.59	1225.39	836.71	所得税	46.28	44.23	59.20	73.32
短期借款	355.00	232.76	258.55	282.10	净利润	275.13	279.75	357.71	447.28
应付账款	267.20	231.19	739.01	392.99	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.36	134.64	227.83	161.61	归属母公司净利润	275.13	279.75	357.71	447.28
非流动负债	15.52	7.30	11.50	12.51	EBITDA	318.34	311.79	406.68	526.74
长期借款	0.00	2.13	4.60	3.32	EPS (摊薄)	1.57	0.80	1.02	1.28
其他	15.52	5.17	6.90	9.19					
负债合计	725.07	605.88	1236.89	849.22	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	2483.24	2675.50	3003.55	3400.27	成长能力				
负债和股东权益	3208.31	3281.38	4240.44	4249.49	营业收入增长率	182.13%	16.86%	30.02%	25.51%
					营业利润增长率	144.94%	0.94%	29.41%	25.55%
现金流量表					归属于母公司净利润增长率	136.92%	1.68%	27.87%	25.04%
单位: 百万元					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	22.13%	18.29%	20.01%	21.14%
经营活动现金流	-393.58	823.64	-115.73	322.81	净利率	11.59%	10.08%	9.91%	9.88%
净利润	275.13	279.75	357.71	447.28	ROE	11.08%	10.46%	11.91%	13.15%
折旧摊销	22.99	27.30	35.70	44.93	ROIC	8.88%	8.43%	9.73%	11.21%
财务费用	99.08	36.71	98.66	114.13	偿债能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	22.60%	18.46%	29.17%	19.98%
营运资金变动	-753.48	482.31	-607.98	-284.19	净负债比率	14.30%	8.80%	8.80%	8.43%
其它	-37.30	-2.44	0.18	0.66	流动比率	3.92	4.72	3.01	4.30
投资活动现金流	-312.27	-32.79	-134.23	-148.46	速动比率	3.45	3.92	2.56	2.82
资本支出	223.77	43.55	92.21	95.10	营运能力				
长期投资	-50.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.17	0.86	0.96	1.07
其他	-138.50	10.77	-42.03	-53.37	应收账款周转率	8.97	10.15	8.09	9.07
筹资活动现金流	1914.89	-249.98	-98.27	-141.04	应付账款周转率	8.52	9.10	5.95	6.31
短期借款	167.11	-122.24	25.79	23.55	每股指标 (元)				
长期借款	0.00	2.13	2.47	-1.28	每股收益 (最新摊薄)	1.57	0.80	1.02	1.28
其他	1747.78	-129.87	-126.53	-163.31	每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.12	2.35	-0.33	0.92
现金净增加额	1209.03	540.87	-348.23	33.30	每股净资产 (最新摊薄)	14.19	7.64	8.58	9.72
					估值比率				
重要财务指标					P/E	9.71	27.56	21.56	17.24
单位: 百万元					P/B	1.08	2.88	2.57	2.27
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	EV/EBITDA	4.97	19.19	15.63	12.04
营业收入	2374.86	2775.26	3608.39	4528.89					
同比 (%)	182.13%	16.86%	30.02%	25.51%	永续增长率	3.00%		WACC	10.13%
归属母公司净利润	275.13	279.75	357.71	447.28	终值	2679.59		Ke	10.60%
同比 (%)	136.92%	1.68%	27.87%	25.04%	企业价值	5784.87		Kd	5.67%
毛利率 (%)	22.13%	18.29%	20.01%	21.14%	非核心资产价值	2014.40		t	13.65%
ROE (%)	11.08%	10.46%	11.91%	13.15%	债务价值	238.51		Rf	4.00%
每股收益 (元)	1.57	0.80	1.02	1.28	股权价值	7560.76		Rm	10.00%
P/E	9.71	27.56	21.56	17.24	股本	350.00		Rm-Rf	6.00%
P/B	1.08	2.88	2.57	2.27	每股价值	21.60		Beta	1.10
EV/EBITDA	4.97	19.19	15.63	12.04					

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn

