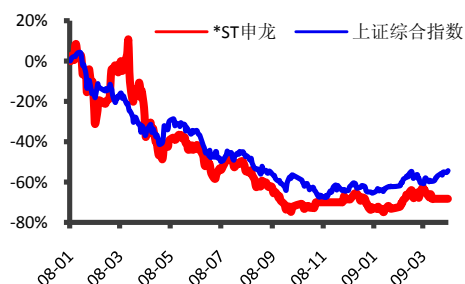


2012 年 02 月 16 日

评级：推荐

最后收盘价：2.78 元

停牌前一年走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

赵心

电话：0510-82833217

 Email: zhaoxin@glsc.com.cn

杨春柳

电话：0510-82833217

 Email: yangcl@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

St 申龙 (600401) 深度报告

摘要：

- **行业暂时处于调整期，企业需要寻找生存之道。**光伏行业经历了 2010 年的火爆行情，各企业纷纷扩产，致使 2011 年光伏产品出现了明显的供过于求现象。激烈的竞争以及产品价格大幅下滑导致许多中下企业减产或停产，低成本企业的竞争优势将逐步突显，不同环节的龙头企业强强联合将成为重要趋势。
- **优秀团队加盟，公司战略地位逐步突显。**海润成立之初只生产硅片，09 年底杨怀进先生加盟后，曾任晶澳太阳能管理层的姜庆堂、吴廷斌等纷纷进入海润担任高管，在奥特斯维建立电池片生产基地，仅用 8 个月时间就完成 250mw 电池片生产线，团队持股比例为 22.3%，多年的技术研发经验结合利益捆绑，将推动公司迅速复制晶澳太阳能的发展模式，快速提升市场竞争力。
- **稳三角股权架构，有利于公司长期发展。**公司的股权结构为江苏阳光持有 33.65% 股权，是相对控股股东；任向东及其一致行动人持股 26.38%；以杨怀进为首的管理层团队持有 22.29% 股权。我们可以看到，三个利益集团持股份额相当，为公司提供各方面平台，组成一个比较合理的稳三角架构，有利于公司的长期发展。
- **合理价格区间为 9-10 元。**我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.39、0.49、0.62 元，鉴于公司较高的行业地位和丰富的产业积累，我们认为公司可以享受高于行业的估值，给予 12 年 18-20 倍市盈率，公司合理价格区间为 9-10 元。
- **风险提示。**注意各国光伏政策、汇率变动、硅料价格变动风险。

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1079	3380	7112	9809	15183
营业利润	10	479	279	513	794
归属母公司净利润	26	382	407	503	640
EPS (元)	0.03	0.31	0.39	0.49	0.62
P/E	81.00	9.02	7.07	5.73	4.50
P/B	1.99	1.60	1.16	1.00	0.85

目 录

图表目录.....	3
1. 光伏企业运营模式探讨.....	4
1.1 产业链属性分析.....	4
1.2 海润光伏未来收入将主要来自太阳能电池片.....	4
1.3 光伏企业的商业模式探讨：强强联合将是趋势.....	5
2. 海润光伏——即将登录 A 股的光伏龙头.....	6
2.1 海润光伏历史沿革及本次资产置换简介.....	6
2.2 成本优势将使国际光伏巨头主要分布在中国.....	8
2.3 海润在光伏行业的战略地位逐步突显.....	8
3. 谁能笑到最后——海润光伏.....	10
3.1 公司股权结构合理.....	10
3.2 大股东实力雄厚，融资能力强.....	12
3.3 成熟的管理团队，优势明显.....	13
3.4 关联公司有潜力提供低价多晶硅.....	13
4. 盈利预测及基本假设条件.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 估值结果.....	15
5. 风险提示.....	15
5.1 各国光伏补贴政策变动风险.....	15
5.2 汇率变动风险.....	15
5.3 硅料价格波动风险.....	16

图表目录

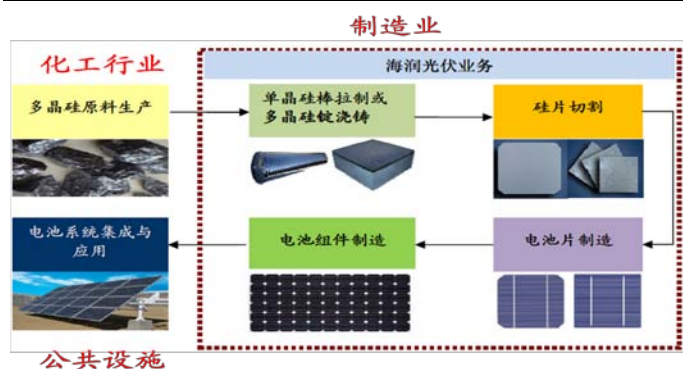
图表 1: 光伏行业产业链性质	4
图表 2: 各环节毛利率	4
图表 3: 海润光伏产品销售以电池片为主 (单位: MW)	4
图表 4: 矩形	6
图表 5: 金字塔型	6
图表 6: 菱形	6
图表 7: 交易前股权结构	7
图表 8: 交易后股权结构	7
图表 9: 海润光伏历史沿革	7
图表 10: 2010 年各地区和国家太阳能电池产量 (MW)	8
图表 11: 中国电池产量增长远快于世界平均水平	8
图表 12: 光伏行业供过于求是客观存在	8
图表 13: 海润光伏各子公司情况	9
图表 14: 海润光伏扩张速度极快	10
图表 15: 海润光伏股权结构 (法律角度)	10
图表 16: 海润光伏股权结构 (按股东历史及利益集团划分)	11
图表 17: 股权结构——三足鼎立, 有利于公司快速发展	12
图表 18: 阳光集团在各银行的信用评级情况	12
图表 19: 从晶澳加盟的管理团队	13
图表 20: 多晶硅企业扩产规划表	14
图表 21: 山阳科技是公司关联方	14
图表 22: 各项业务预测	14
图表 23: A 股可比公司估值	15

1. 光伏企业运营模式探讨

1.1 产业链属性分析

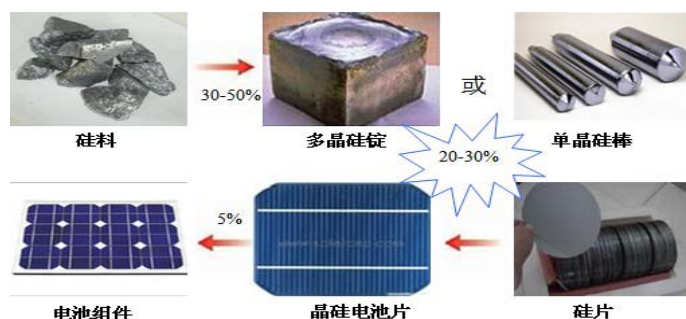
晶体硅电池的整条产业链工序包括：多晶硅料提纯，拉晶（单晶）或铸锭（多晶）、硅片切割、电池片及组件、系统安装。上游多晶硅提纯属于化工工程类，08 年以前毛利率可达 50-80%，多晶硅价格下降后，毛利率大概为 30-40%；中游从拉晶到电池组件生产属于制造业，毛利率在 20-30%之间，产品降价后毛利率为 10-15%左右；系统安装则是工程项目类，项目回报率大约在 8-10%。海润光伏目前拥有的业务主要集中在中游的制造业环节。

图表 1：光伏行业产业链性质



资料来源：公司资料、国联证券研究所

图表 2：各环节毛利率



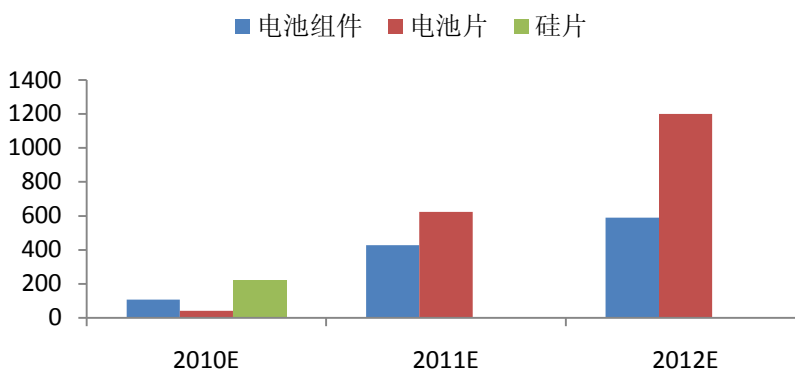
资料来源：国联证券研究所

从产业链环节的进入壁垒来看，多晶硅>电池片>硅片>组件，多晶硅是高耗能高污染的化工行业性质，对资金占用最大，只有产能达到一定水平才能降低成本，目前还没有实现完全国产化。对于制造环节，组件的技术壁垒最低，扩张容易；硅片生产主要取决于设备；电池片是直接决定光电转换效率的环节，相对技术壁垒较高，也是较能体现价格优势和差异化竞争的环节。

1.2 海润光伏未来收入将主要来自太阳能电池片

海润光伏成立之初，最先进入单晶硅片生产制造，但09年底杨怀进先生带领的团队加入公司后，在太仓成立奥特斯维能有限公司，仅用8个月时间就实现250mw电池片生产线达产，加上2010年收购鑫辉太阳能，截至2010年底，海润光伏已经具备生产硅片480mw，电池片580mw，电池组件150mw的生产能力。随着2011年子公司新项目的陆续达产，2011年度硅片产量为550mw，电池片和组件产量分别为970MW、590MW，另外，子公司合肥海润计划建设1.3GW的电池片生产项目，未来公司的模式将以技术含量较高的电池片为主，硅片供应主要以与保利协鑫208亿合约来实现。

图表 3：海润光伏产品销售以电池片为主（单位：mw）



数据来源：公司资料，国联证券研究所

1.3 光伏企业的商业模式探讨：强强联合将是趋势

同是制造环节的企业，不同的公司采取不同的运营模式，目前主要有三种：矩形、菱形和金字塔型。

(1) 矩形

特点：硅片-电池片-组件完全配套的完整垂直一体化企业。

优势：可以享受所有环节利润、减少检测环节、成本控制能力强。

劣势：有限的资金很难实现大规模扩产。

代表企业：亿晶光电、天合光能（不是完全匹配）。

(2) 菱形

特点：以电池片生产为主，上下游的硅片和组件配套一小部分。

优势：可以充分利用技术特长，专注于自己擅长的环节；快速复制生产线，大规模扩产，规避汇率风险。

劣势：只能享有单环节利润

代表企业：海润光伏、晶澳太阳能。

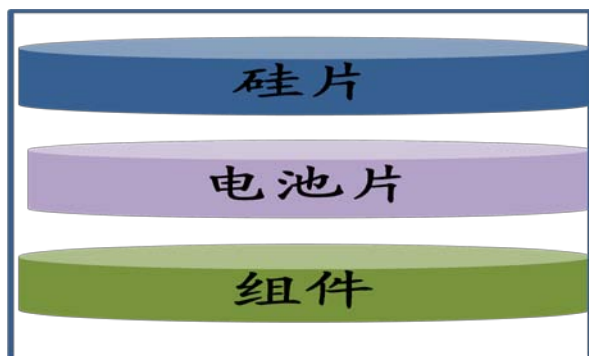
(3) 金字塔

特点：以电池组件生产为主，上游的硅片和电池片主要寻找合作伙伴代工。

优势：议价能力强，适合拥有一定品牌和渠道优势的企业。

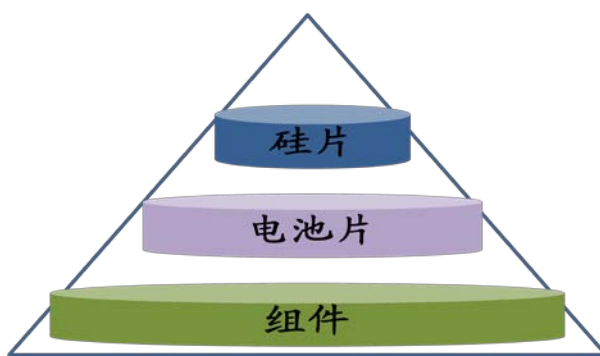
代表企业：尚德太阳能。

图表 4: 矩形



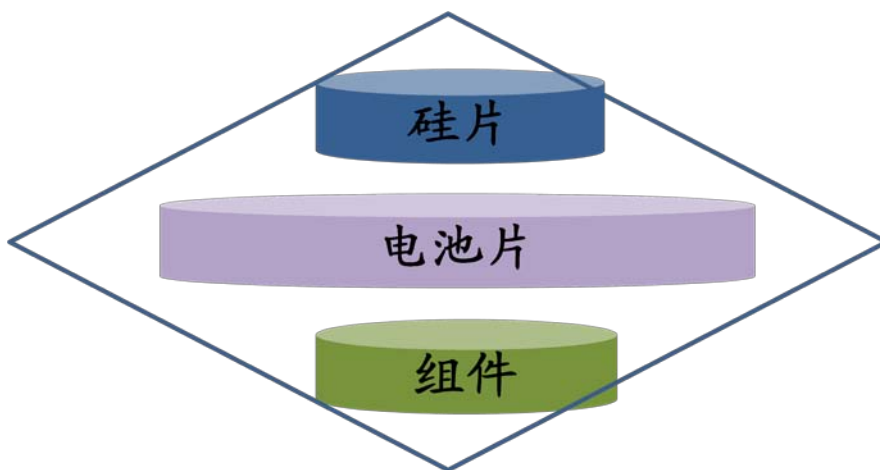
资料来源: 国联证券研究所

图表 5: 金字塔型



资料来源: 国联证券研究所

图表 6: 菱形



数据来源: 国联证券研究所

2010 年, 在德国市场的带动下, 光伏产品供不应求, 各环节毛利率都保持在较高水平, 在这个时候, 企业会参与尽量多的环节以享受各环节利润, 可能参与完整产业链的公司可以享受更多利润。但 2011 年, 在光伏行业的中游制造环节整体供过于求的情况下, 竞争越发激烈, 企业更关注的是如何在竞争中存活, 更多的企业会采用寻找战略联盟、扩大规模减小制造成本等方式。杨怀进先生带领的团队将可以让海润迅速复制晶澳的模式, 很快把公司带入电池片环节的一线厂商阵容, 成为强者的一员。

2. 海润光伏--即将登录 A 股的光伏龙头

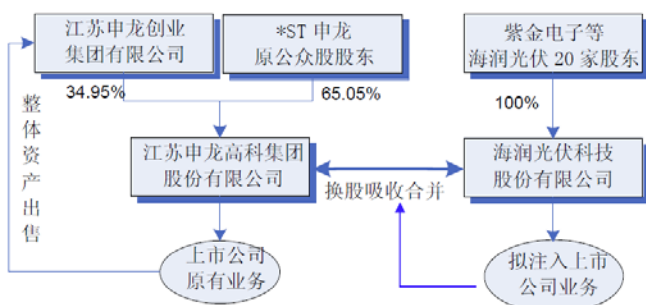
2.1 海润光伏历史沿革及本次资产置换简介

2.1.1 交易双方简介及资产置换过程

江苏中龙高科原是一家主营软塑彩印及复合包装产品企业, 由于 2006-2008 年连续三年亏损, 于 2009 年 4 月 2 日起被上交所暂停上市。公司 10 年

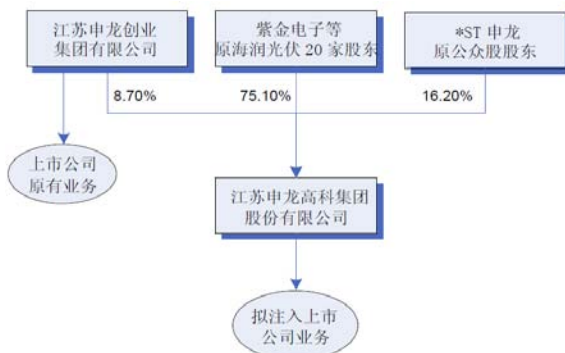
与海润光伏结缘，资产置换方案于2011年8月26日获得证监会通过。12年2月17日股票复牌后，公司将以一家具有从硅锭到电池组件光伏产品完整产业链的优势企业登录A股市场。交易完成后，上市公司股份由25,804.76万股增加至103,641.80万股，紫金电子及其一致行动人占总股本的41.87%。

图表 7：交易前股权结构



资料来源：公司资料、国联证券研究所

图表 8：交易后股权结构



资料来源：公司资料、国联证券研究所

2.1.2 海润光伏历史沿革

海润光伏前身为江阴海润，成立于2004年4月，实际控制人为任向东家族，主要经光伏行业中上游产品硅片制造；2005年1月公司变更为中外合资公司，2007年底进行股份制改革并启动IPO上市工作，此时公司注册资本增加至6.1亿元，硅片产能已达到300MW；2009年，由于业绩大幅下跌，中止IPO计划，09年11月，杨怀进团队加入，成立奥特斯维，生产下游的电池片及组件产品，只用8个月时间即形成250mw电池片及组件产能；2010年3月，海润光伏借壳st中龙的资产置换业务正式启动，2011年8月26日，获得证监会有条件通过。

图表 9：海润光伏历史沿革

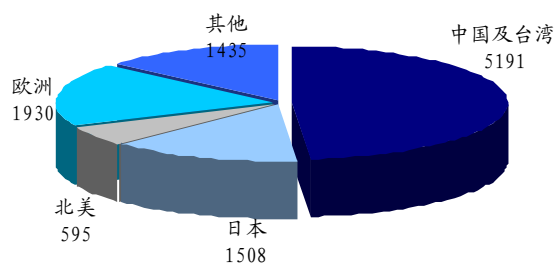
➤2004年4月	➤江阴海润成立，进入硅片制造环节，实际控制人为任向东家族
➤2008年2月	➤注册资本增至6.1亿元，硅片产能扩充至300MW，整体变更为股份公司，启动国内IPO上市工作，并于2009年放弃。
➤2009年11月	➤杨怀进带领前晶澳团队加入，太仓奥特斯维成立，进入下游电池片和组件领域，8个月建成250MW电池片产能，同时改善硅片环节的技术。
➤2010年3月	➤ST中龙公告，停止阳光置业注入的资产置换重组计划，启动海润光伏资产重组计划，江苏阳光开始介入。
➤2010年7月	➤置换前最后一次增资及股权变更，紫金电子（阳光集团子公司）成为第一大股东。
➤2011年8月	➤海润光伏借壳st中龙登录的重大资产重组获得证监会有条件通过。

数据来源：公司资料，国联证券研究所

2.2 成本优势将使国际光伏巨头主要分布在中国

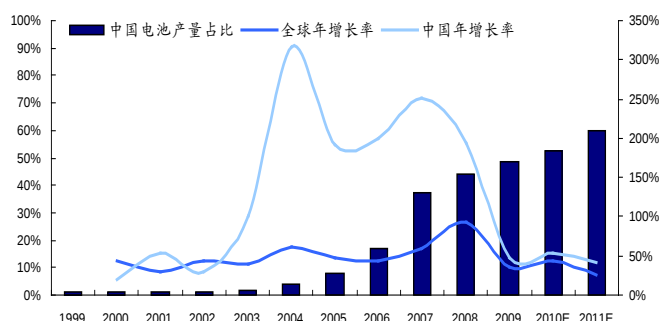
晶硅电池组件的成本构成包括直接原材料及辅助材料、直接人工、能源动力费、制造费用。其中原材料主要包括多晶硅、无水乙醇、银铝浆和 TPT 等，占总成本 85% 以上。08 年，多晶硅高价时，仅硅料成本占比一度超过总成本的 60%，目前硅料价格大幅下降，使得硅料占比已大幅降至 30-40%。随着硅料价格的不断下调，非硅成本将显得越来越重要，主要体现在人工、能源及折旧成本上。正是由于亚洲企业的成本优势，使得目前主要生产产品的生产基地往中国转移，2011 年我国电池产量已超过全球的 60%。因此，国际光伏巨头的竞争主要就是我国企业之间的竞争。

图表 10: 2010 年各地区和国家太阳能电池产量 (MW)



资料来源：公开资料、国联证券研究所

图表 11: 中国电池产量增长远快于世界平均水平



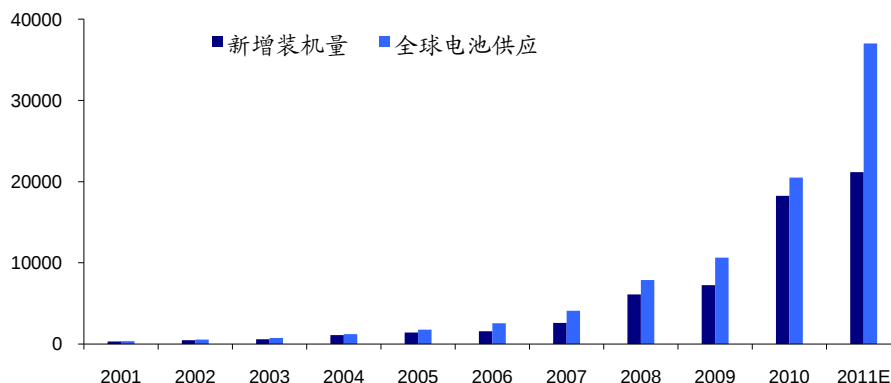
资料来源：EPIA、国联证券研究所

2.3 海润在光伏行业的战略地位逐步突显

2.3.1 行业加速洗牌

在市场仍需要各国政策支持的背景下，由于 2010 年的高基数，光伏行业的新增装机速度在 2011 年大幅放缓，即使按照 EPIA 的乐观情景预测，2011 年新增光伏装机容量为 27.7GW，增长 34%，这一速度远不及光伏产品生产企业的扩张速度，根据 PHOTON 统计，2010 年底全球光伏产能已达 37GW，2011 年甚至高达 50GW，供应的增幅严重超过需求。光伏产品的大规模降价以及许多中小企业的破产可以看出，继 2008 年金融危机后，光伏行业正在经历着新一轮的考验，行业集中度将逐步提高。

图表 12: 光伏行业供过于求是客观存在



数据来源：EPIA、国联证券研究所

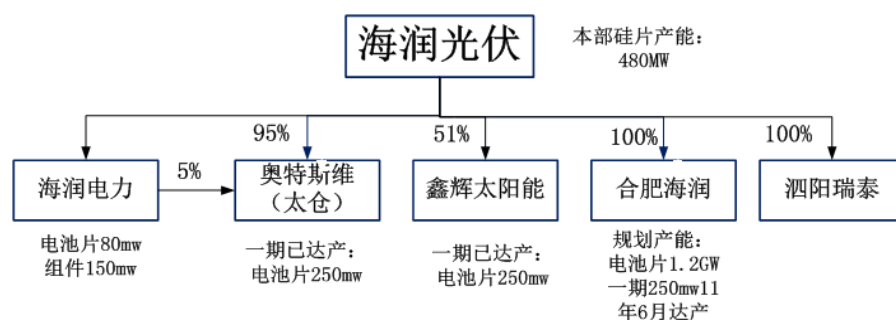
2.3.2 《“十二五”太阳能光伏产业发展规划》将支持骨干企业

11 年 10 月份出台的《“十二五”太阳能光伏产业发展规划》（意见稿）明确表明政府将集中支持骨干光伏企业的态度，预计 2015 年将形成 1-2 家 5GW 级太阳能电池企业，8-10 家 GW 级太阳能电池企业；培育 1-2 家年销售收入过千亿元的光伏企业，3-5 家年销售收入过 500 亿元的光伏企业。因此，在政策导向下，我国光伏行业将在未来几年大幅提高市场集中度，特别是在行业调整阶段，龙头企业将有望受益。

2.3.3 公司的行业地位将正逐步提高

公司全资子公司海润电力已有电池片产能为 80mw，电池组件 150mw，奥特斯维一期 250mw 的电池片生产线已达产，10 年收购的鑫辉太阳能一期 250mw 电池片生产线也已达产，截至 2010 年第，海润已经具备硅片 480mw，电池片 580mw 及电池组件 150mw 的生产能力。公司的战略是保持硅片和组件的规模不变，主要扩大电池片的规模，子公司合肥海润计划建设 1.3GW 的电池片生产线，预计今年年底将投产，随着新项目的陆续达产，至 2011 年底公司电池片产能将达 920mw，2012 年将实现 1880mw 的电池片产能，将大幅提升公司的竞争地位。

图表 13：海润光伏各子公司情况



数据来源：公司资料、国联证券研究所

图表 14: 海润光伏扩张速度极快

序号	企业	2010 产量	2010 产能	2011E	2012E**
1	晶澳	1460	1900	3000	3000
2	尚德	1570	1800	2400	2400
3	First Solar	1410	1502	2250	2250
4	天合	1060	1100	1900	1900
5	海润	155	580	920	1880
6	茂迪	850	1150	1750	1750
7	英利	1061	1000	1700	1700
8	夏普	1174	1300	1680	1680
9	昱晶	800	930	1500	1500
10	Q-cells	1014	1235	1300	1300
11	京瓷	600	600	1000	1000

数据来源: 国联证券研究所 **由于多数企业未公布 2012 年的扩张计划, 按 11 年产能计算

3. 谁能笑到最后——海润光伏

3.1 公司股权结构合理

从法律的角度来看, 下图中的第1、3、6名股东为一致行动人, 即紫金电子及其一致行动人共持有海润光伏55.75%股权, 陆克平为实际控制人; 第2、8、9名股东存在关联关系, 为任向东家族控制, 因此任向东家族共持有海润光伏26.38%股权; 第3、4、6、11、16名股东为外资股东, 因此海润光伏外资成分股东的持股比例为29.33%。

图表 15: 海润光伏股权结构 (法律角度)

序号	股东名称	持股数 (万股)	持股比例 (%)
1	江苏紫金电子集团有限公司	41730	33.65
2	江阴市九润管业有限公司	30729.6	24.78
3	YANGHUIJIN (杨怀进)	22403	18.07
4	升阳国际有限公司	8073	6.51
5	上海融高创业投资有限公司	5904	4.76
6	WUTINGTING (吴艇艇)	5000	4.03
7	江阴市金石投资有限公司	2952	2.38
8	江阴市爱纳基投资有限公司	1769	1.43
9	江阴市润达轴承有限公司	207.4	0.17
10	姜庆堂	1232	0.99
11	XINGGUOQIANG	500	0.40
12	陈浩	500	0.40
13	张永欣	500	0.40
14	吴廷斌	500	0.40
15	冯国梁	500	0.40
16	WILSONRAYMONDPAUL	400	0.32

17	缪建平	300	0.24
18	刘炎先	300	0.24
19	郝东玲	300	0.24
20	周宜可	200	0.16
合计		124,000	100

数据来源：公司资料，国联证券研究所

我们更愿意从持股股东的历史及利益所属来进行分类，可以划分为五类：江苏阳光持有33.65%股权，成为相对控股股东；任向东及其一致行为人持股26.38%（公司在仅生产硅片阶段，为任向东家族全资持有）；以杨怀进为首的管理层团队持有22.29%股权（从晶澳过来的团队）；两家财务投资者合计持股7.14%；其它两家外资投资者。

图表 16：海润光伏股权结构（按股东历史及利益集团划分）

股东	实际控制人	持股比例	类型	合计
江苏紫金电子集团	江苏阳光陆克平	33.65%	阳光集团	33.65%
江阴九润管业	任向东	24.78%	任向东家族	26.38%
江阴爱纳基投资有限公司	任向东	1.43%		
江阴润达轴承有限公司	任向东	0.17%		
杨怀近	管理团队	18.07%、澳籍	杨怀进团队	22.29%
姜庆堂	前晶澳首席技术官 海润首席运营官	0.99%、美国居留权		
陈浩	前江苏阳光董秘 海润董秘	0.40%		
XING GUOQIANG	前晶澳资深技术总监 海润首席技术官	0.40%、美籍		
张永欣	海润光伏晶体副总裁	0.40%		
吴廷斌	前晶澳扬州基地副总 海润副总裁	0.40%		
冯国梁	前晶澳销售总监 海润副总裁	0.40%		
WILSON RAYMOND PAUL	前晶澳营销副总 海润副总裁	0.32%、澳籍		
缪建平	海润硅片总经办主任 海润光伏副总	0.24%		
刘炎先	BP 佳阳总经理 海润副总	0.24%		
郝东玲	前晶澳河北基地副总 海润副总	0.24%	机构投资者	7.14%
周宜可	海润财务总监	0.24%、无锡		
上海融高	财务投资者	4.76%		
金石投资	财务投资者	2.38%	其它	10.54%
升阳国际	维尔京注册、周润源	6.51%、外资		

吴艇艇

澳洲籍

4.03%、外资

数据来源：公司资料，国联证券研究所

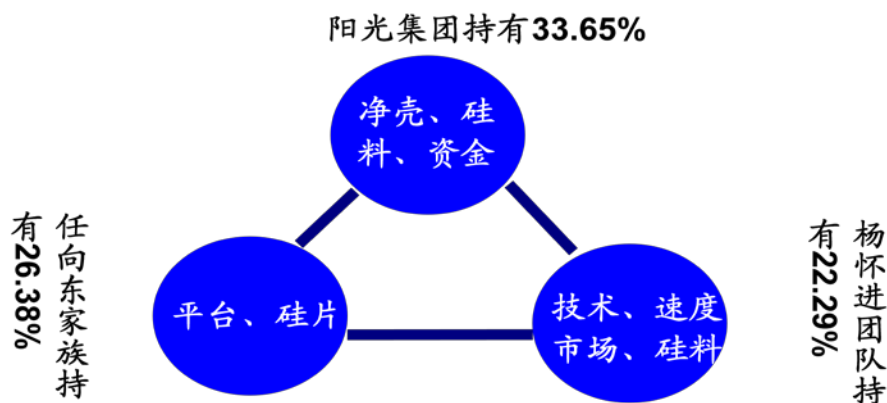
从这样的股权架构，我们可以看到，阳光集团（紫金电子为其全资子公司）、任向东家族、杨怀进的管理团队三个利益集团持股份额相当，组成一个比较合理的稳三角架构，有利于公司的长期发展。

首先，阳光集团和九润管业均为新桥当地企业，在新能源领域一直存在密切合作：（1）江苏阳光（600220）旗下的宁夏阳光硅业曾与海润签订过多晶硅供应长单；（2）海润光伏2010年12月底收购的鑫辉太阳能原为阳光集团投资的企业。

其次，阳光集团为海润提供壳资源，以及资金支持。

再次，杨怀进先生不仅为公司带来经营管理团队，而且他曾参股的香港上市公司马斯葛已收购多晶硅企业山阳科技100%股权，可为海润提供低价多晶硅。

图表 17：股权结构——三足鼎立，有利于公司快速发展



数据来源：国联证券研究所

3.2 大股东实力雄厚，融资能力强

本次海润光伏和申龙创业的资产置换交易将由阳光集团提供担保。海润光伏的大股东紫金电子是江苏阳光集团的全资子公司，阳光集团子公司江苏阳光旗下的宁夏阳光硅业曾为公司提供多晶硅料供应，而且集团拥有纺织服装、化纤、房产、电力、热电、贸易等实业公司，具有很高的资信评级。我们认为，在光伏行业面临调整阶段，是否能背靠大树，拥有足够强大的融资渠道是企业存活的重要因素。

图表 18：阳光集团在各银行的信用评级情况

授信行	信用等级	信用称号
工商银行	A A	总行级战略合作伙伴
农业银行	A A	总行级重点客户

中国银行	A A	总行级重点客户
建设银行	A A	总行级重点客户
民生银行	A A	总行级战略合作伙伴
光大银行	A A	总行级重点客户
广发银行	A A	总行级重点客户
农业发展银行	A A	总行黄金客户
招商银行	★★★★★★	总行战略合作伙伴
上海银行	—	总行级重点客户

数据来源：国联证券研究所

3.3 成熟的管理团队，优势明显

海润光伏成立之初，主要产品是硅片，2009年底杨怀进先生加盟海润光伏后，曾任晶澳太阳能管理层的姜庆堂、XING GUOQIANG、吴廷斌、冯国梁、WILSON RAYMOND PAUL、郝东玲等纷纷辞职，跟随其进入海润光伏担任高管，在奥特斯维建立电池片生产基地，仅用8个月时间就完成250mw电池片生产线的投产，该团队持股比例总和20.74%，技术研发多年的经验结合利益捆绑，将推动公司迅速复制晶澳太阳能的模式，快速提升市场竞争力。

图表 19：从晶澳加盟的管理团队

持股股东	履历	持股比例
杨怀进	前晶澳 CEO	18.07%
姜庆堂	前晶澳首席技术官、海润首席运营官	0.99%
XING GUOQIANG	前晶澳资深技术总监、海润首席技术官	0.40%
吴廷斌	前晶澳扬州基地副总、海润副总裁	0.40%
冯国梁	前晶澳销售总监、海润副总裁	0.40%
刘炎先	BP 佳阳总经理、海润副总	0.24%
郝东玲	前晶澳河北基地副总、海润副总	0.24%

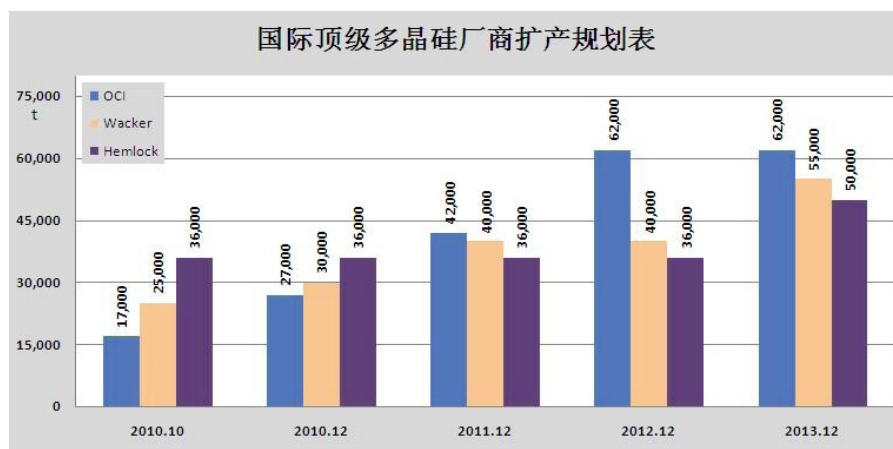
数据来源：国联证券研究所

3.4 关联公司有潜力提供低价多晶硅

海润光伏现已与多家主要的硅料厂商签订采购协议，不仅与保利协鑫 208 亿的硅片采购合同，对于自产的硅片部分，与 Wacker、REC、Sun Materials 等多家主要的硅料供应商签订多晶硅采购合同。在 11 年 10 月初，马斯葛宣布斥资 25 亿港币完成台湾 Sun Materials 余下 49.9% 股份的收购后，山阳科技将成为马斯葛公司的全资子公司，而马斯葛公司是杨怀进旗下公司的投资对象，杨怀进先生将拥有对山阳科技 18.31% 实际股权。山阳科技公司 08 年安装第一条 500 吨示范生产线，2012 年初产能将达 3500 吨，总计划完成 2.1 万吨。由于其多晶硅生产采用“衍生物热裂解法”模组化生产线，从氟硅酸钠中回收生产多晶硅，比其它企业可使用更少的原材料及水电消耗成本，未

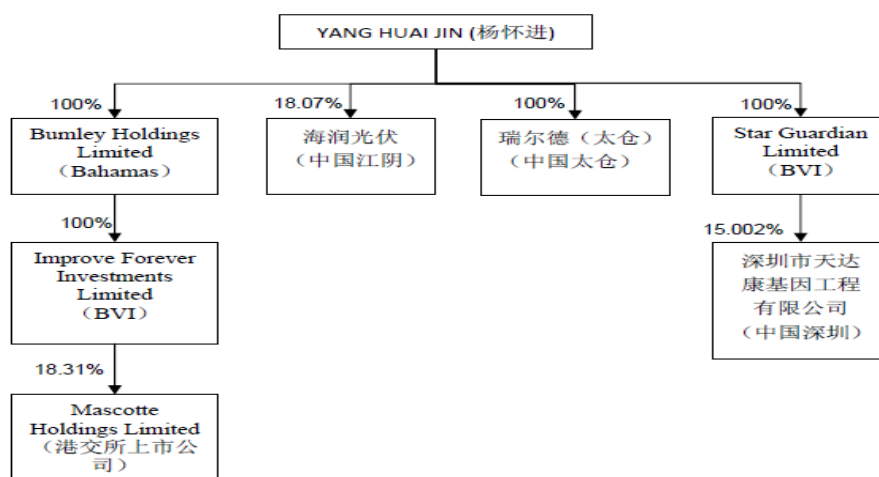
来生产成本有望降至 15 美元/公斤，作为公司的关联方，将有利于公司获得更低的原料成本。

图表 20: 多晶硅企业扩产规划表



数据来源：国联证券研究所

图表 21: 山阳科技是公司关联方



数据来源：公司资料，国联证券研究所

4. 盈利预测及基本假设条件

4.1 盈利预测

公司 11 年硅片产量为 550mw，电池片 970mw，组件 428mw，但是我们认为公司销售的最终产品只有电池片和组件，我们可以认为，428mw 是产业链一体化的产能，剩下的电池片产量单独销售。另外，公司正在积极参与国外光伏电站建设，11 年已成功并网 7.3mw，预计 12 年和 13 年将分别实现并网 80mw 和 120mw，电站将为公司提供现金流来源。

图表 22: 各项业务预测

		2010	2011E	2012E	2013E
产业链一体化	产能 (mw)	150	550	2,000	2,000
	销量 (mw)	95.00	428.00	590.00	800.00
	毛利率	18.44%	15.22%	14.77%	13.69%
	营业收入 (万元)	121,753.91	363,800.00	383,500.00	468,000.00
电池片	产能 (mw)	580	970	1,880	2,880
	销量 (mw)	60.00	542.00	1,102.00	2,080.00
	毛利率	16.00%	11.00%	10.45%	10.24%
	营业收入 (万元)	59,687.34	345,525.00	573,040.00	973,440.00
电站	当年完工 (mw)	0	10	100	200
	当年并网量 (mw)	0	7.3	90	210
	年发电量 (kwh)	0	1,825	24,325	76,825
	营业收入 (万元)	0	1,825.00	24,325.00	76,825.00
汇总	总收入 (万元)	328,357.77	711,150.00	980,865.00	1,518,265.00

数据来源：公司资料，国联证券研究所

4.2 估值结果

目前 a 股同行业上市公司的 12 年平均市盈率为 16 倍左右，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.39、0.49、0.62 元，鉴于公司较高的行业地位和丰富的产业积累，我们认为公司可以享受高于行业的估值，给予公司 18-20 倍的市盈率，合理股价为 9-10 元。

图表 23：A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价	EPS					PE		
		2012/2/15	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
300118.sz	东方日升	14.00	1.90	0.30	0.90	1.21	7.38	46.67	15.53	11.54
300111.sz	向日葵	11.55	0.53	0.05	0.96	1.24	23.39	231.00	12.03	9.28
002506.sz	超日太阳	13.95	1.09	0.20	0.52	0.64	12.80	69.75	26.89	21.80
600537.sh	亿晶光电	21.47	2.08	0.58	2.19	2.80	10.32	37.02	9.81	7.66
	均值		1.40	0.28	1.14	1.47	13.47	96.11	16.06	12.57

数据来源：国联证券研究所、WIND

5. 风险提示

5.1 各国光伏补贴政策变动风险

光伏行业属于新兴行业，多数国家还未能实现平价上网，市场需求与各国宏观经济政策紧密相连。虽然 2010 年由于欧洲需求爆发引发国内光伏产品需求大幅增长，但由于欧债危机和美国双反调查，欧洲各国的光伏补贴下调将影响装机量。

5.2 汇率变动风险

公司产品主要销往欧洲国家，采用欧元或美元计价结算，从国外采购的

多晶硅原料也以美元或欧元结算。11 年四季度，由于欧元汇率下滑，以欧洲为主要市场的光伏企业都受到很大打击，如果未来人民币兑美元或欧元汇率继续大幅下滑，仍会对公司造成损失。

5.3 硅料价格波动风险

多晶硅是晶硅电池的主要原材料，尽管随着产量的逐步释放，多晶硅已不再是光伏产业生产的瓶颈，不会再出现 07 年非理性的高价。但是多晶硅现货价格出现较大波动也会对公司的生产经营带来短期风险。

附表：盈利预测表

最近收盘价 2.78

财务报表预测与财务指标 单位：百万

更新日期： 12/02/17

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,079.22	3,380.19	7,111.50	9,808.65	15,182.65	现金	311.82	1,205.40	1,529.11	506.28	807.54
YOY(%)	-36.4%	213.2%	110.4%	37.9%	54.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	980.64	2,598.47	6,176.40	8,621.58	13,475.99	应收款项净额	5.04	11.68	24.58	33.90	52.47
营业税金及附加	0.51	2.50	5.26	7.26	11.23	存货	257.75	1,046.49	2,456.78	3,403.95	5,344.06
销售费用	8.78	43.79	106.67	114.78	144.14	其他流动资产	443.85	569.99	1,199.19	1,654.01	2,560.21
占营业收入比(%)	0.8%	1.3%	1.5%	1.2%	1.0%	流动资产总额	1,018.47	2,833.56	5,209.66	5,598.13	8,764.28
管理费用	56.42	163.71	163.71	369.80	459.14	固定资产净值	610.26	2,124.19	2,670.85	4,068.89	4,588.79
占营业收入比(%)	2.5%	5.2%	4.8%	5.2%	4.8%	减：资产减值准备	(0.01)	(12.95)	(16.28)	(24.80)	(27.96)
EBIT	31.80	570.06	445.91	598.43	880.77	固定资产净额	610.25	2,111.25	2,654.57	4,044.10	4,560.83
财务费用	21.41	78.51	118.53	85.27	87.08	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.0%	2.3%	1.7%	0.9%	0.6%	在建工程	254.68	450.14	126.59	298.96	164.33
资产减值损失	(0.01)	(12.95)	(13.00)	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	864.93	2,561.39	2,781.16	4,343.05	4,725.15
营业利润	10.38	478.77	279.38	513.16	793.69	无形资产	48.40	186.41	178.96	171.50	164.04
营业外净收入	17.70	(21.47)	280.00	135.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.07	457.30	559.38	648.16	793.69	其他长期资产	19.57	38.65	38.65	38.65	38.65
所得税	1.65	75.24	83.91	97.22	119.05	资产总额	1,951.37	5,620.01	8,208.43	10,151.34	13,692.13
所得税率(%)	5.9%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	462.00	772.68	772.68	772.68	772.68
净利润	26.43	382.06	475.47	550.94	674.63	应付款项	270.10	1,413.46	3,318.30	4,597.60	7,218.05
占营业收入比(%)	2.4%	11.3%	6.7%	5.6%	4.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	(70.64)	(48.41)	(34.47)	其他流动负债	23.72	170.30	399.14	547.64	853.91
归属母公司净利润	26.43	382.06	404.83	502.53	640.17	流动负债	755.82	2,356.44	4,490.12	5,917.92	8,844.64
YOY(%)	-87.5%	1345.7%	6.0%	24.1%	27.4%	长期借款	120.00	655.00	655.00	655.00	655.00
EPS (元)	0.03	0.31	0.39	0.49	0.62	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	74.36	148.72	223.08	297.44
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	875.82	3,085.80	5,293.84	6,796.00	9,797.08
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	56.51	95.24	122.81
营业收入	-36.4%	213.2%	110.4%	37.9%	54.8%	股东权益	1,075.55	2,155.74	2,479.60	2,881.63	3,393.76
营业利润	-95.5%	4513.7%	-41.6%	83.7%	54.7%	负债和股东权益	1,951.37	5,241.54	7,829.96	9,772.86	13,313.65
净利润	-87.5%	1345.7%	6.0%	24.1%	27.4%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	9.1%	23.1%	13.1%	12.1%	11.2%	税后利润	26.43	382.06	404.83	502.53	640.17
净利率(%)	2.4%	11.3%	6.7%	5.6%	4.4%	加：少数股东损益	0.00	0.00	56.51	38.73	27.57
ROE(%)	2.5%	17.7%	16.3%	17.4%	18.9%	公允价值变动	0.01	12.95	13.00	0.00	0.00
ROA(%)	1.4%	6.8%	4.9%	5.0%	4.7%	折旧和摊销	59.17	81.90	271.35	437.05	622.19
偿债能力						营运资金的变动	#VALUE!	436.64	158.98	99.38	139.36
流动比率	1.35	1.20	1.16	0.95	0.99	经营活动现金流	#VALUE!	913.54	904.67	1,077.68	1,429.29
速动比率	1.01	0.76	0.61	0.37	0.39	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	44.9%	54.9%	64.5%	66.9%	71.6%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-1,776.68	-500.00	-2,000.00	-1,000.00
总资产周转率	55.3%	60.1%	86.6%	96.6%	110.9%	投资活动现金流	0.00	-1,776.68	-500.00	-2,000.00	-1,000.00
应收账款周转天数	1.70	1.26	1.26	1.26	1.26	股权融资	0.00	698.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	101.92	151.53	151.53	151.53	151.53	长期贷款的增加/	20.00	535.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.03	0.31	0.39	0.49	0.62	股利分配	-34.78	-47.96	-80.97	-100.51	-128.03
每股净资产	1.40	1.74	2.39	2.78	3.28	计入循环贷款前融	-14.78	1,185.04	-80.97	-100.51	-128.03
估值比率						循环贷款的增加/(	#VALUE!	84.64	0.00	0.00	0.00
P/E	81.0	9.0	7.1	5.7	4.5	融资活动现金流	#VALUE!	1,756.71	-80.97	-100.51	-128.03
P/B	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8	现金净变动额	41.00	893.57	323.71	-1,022.82	301.26

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后 关注	行业指数在未来6个月内弱于大盘 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的 投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会 和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。