

光伏系列二：整合预期强烈，企业破局求存

——新能源行业深度报告

行业评级：增持

分析师：

侯文涛

执业证书编号：S0500511090002

(8621) 68634510-8007

hwt2894@xcsc.com

相关报告：

《光伏：投资进口替代、关注旺季到来》
2011-06-17

《光伏新技术：成本下降的最新推动力》
2011-06-20

《背板进口替代尚需时日，看好上游光伏 PET 膜企业》
2011-09-07

《光伏系列一：摆脱政策依赖，步入平价时代》
2011-11-11

投资要点：

□ 行业低景气、欧债问题、双反调查形成三重压力。

今年前三季度光伏公司的毛利率均出现大幅下滑，至少在明年上半年依然会维持低位。欧债问题导致的融资难也增加了欧洲光伏电站的投建难度，近期的流动性改善还难以形成大的改观。双反调查进行中，明年末才有可能尘埃落定，在此之前将一直存在不确定的悲观。在以上三重压力下，行业与企业面临的不只是业绩下滑，更有生存的压力。

□ 企业面临的资金问题和转型问题各不相同。

对于龙头企业来说，由于受到金融机构和地方政府的扶持，资金问题相对容易得到解决，目前主要关注的问题是如何在双反诉讼中争取更大的话语权，尽量降低对未来发展的负面影响。而对中小企业来说，面临的是生存问题，不得不寻找其他的盈利项目、或者是谋求行业内的转型，以应对短期难以过去的寒冬期。

□ 企业发展面临三种选择。

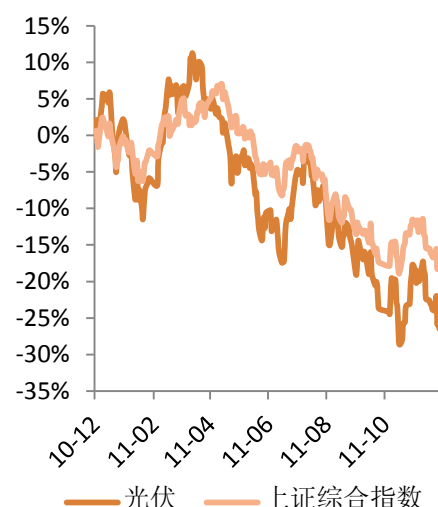
企业的发展路径除了整合制造产业链、成为龙头以外，还可以选择成为兼具制造和电站业务的“能源提供商”，或者轻资产的“系统集成商”。作为制造龙头，不得不持续推动技术创新和成本压缩，维持需求方不断下降的价格要求(价格风险)；作为能源提供商，不得不避免与大型电力企业形成直接竞争，寻找差异化的市场(竞争风险)；作为能源服务商，需要维持和扩充人才/渠道优势，获得成规模且稳定的项目来源(市场风险)。我们认为对于中小企业来说，在制造方面超越光伏大厂具有技术难度，转型成为面向中小规模电站的投资商或系统集成商，将是行业发展的大趋势。

□ 光伏产业可能面临二次创业期。

由于国内的下游需求日渐看好，在光伏制造业不景气的现状下，部分技术人员可能流动至系统集成领域进行二次创业，为后期庞大的国内需求提前布局。我们认为已上市的光伏公司将更可能转型为能源提供商，而新一批的系统集成公司将成为未来光伏公司 IPO 的主力。

□ 目前光伏投资处于青黄不接期，推荐点的机会。

短期行业难现趋势性行情，建议关注阳光电源 300274、东方电热 300217、苏州固锲 002079。



证券代码	公司名称	EPS(元)			PE(倍)		
		11E	12E	13E	11E	12E	13E
300217	东方电热	1.44	1.65	2.07	25	22	18
300274	阳光电源	0.98	1.51	1.85	33	22	18
002079	苏州固锲	0.25	0.46	0.77	62	34	20

正文目录

3	光伏企业期待困境中破局	1
3.1	内忧外患并举，忽如一夜寒风来.....	1
3.2	光伏企业的生存困境	2
3.3	企业发展面临十字路口	3
3.4	龙头企业：关注技术储备和精细化管理/服务.....	5
3.5	中小企业：关注业务拓展和角色转变.....	6
3.6	人才流动趋势：制造—>工程、技术咨询	8
4	重点行业事件及公司推荐	8
4.1	近期需关注的重要行业事件	8
4.2	阳光电源(300274)：逆变器面向快速成长的国内市场	9
4.3	东方电热(300217)：冷氢化电加热器垄断国内市场	10
4.4	苏州固锟(002079)：军工、银浆、光伏系统产品有业绩贡献预期	10

图表目录

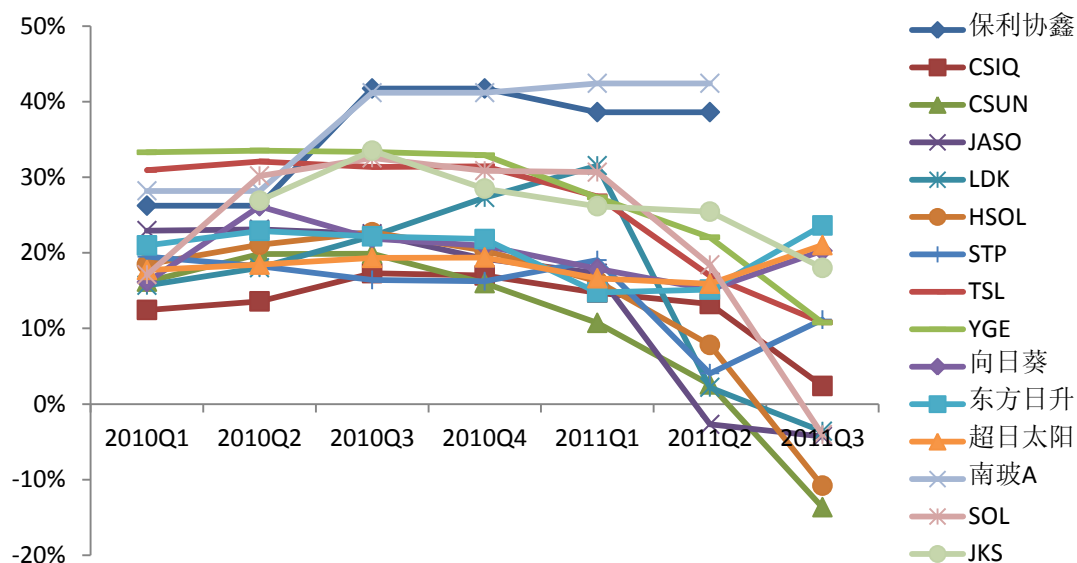
图 1、光伏主要制造企业的毛利率趋势.....	1
图 2、各国光伏市场和产量占比	1
图 3、光伏双反诉讼的重要时间节点.....	2
图 4、硅片厚度和转换效率趋势	3
图 5、硅片厚度和转换效率趋势	3
图 6、光伏企业的三种发展路径	4
图 7、光伏企业的核心竞争力将体现在研发和服务.....	5
图 8、EVERGREEN 的 STRING RIBBON 技术	6
图 9、国内光伏累计装机量(万千瓦)及系统类型预计	7
图 10、年内光伏企业高管离职一览.....	8
表 1、部分龙头企业维持盈利、资金充裕.....	2
表 2、上市公司光伏制造扩产计划(MW)	3
表 3、国内外公司的电池片新技术(不完全统计).....	5
表 4、系统集成的工作内容	7
表 5、国内 2011 年十大创新系统集成商(排名不分先后).....	7
表 6、阳光电源估值表	9
表 7、东方电热估值表	10
表 8、苏州固锝估值表	11

3 光伏企业期待困境中破局

3.1 内忧外患并举，忽如一夜寒风来

开工率下降、价格维持低位、盈利能力悲观。低价去库存及 50~70% 的开工率，使得年内光伏制造企业普遍出现了毛利率下跌的情况。由于行业景气并未好转以及财务报表的滞后性，Q3 和 Q4 的情况仍然悲观，这一趋势将至少延续到明年上半年。

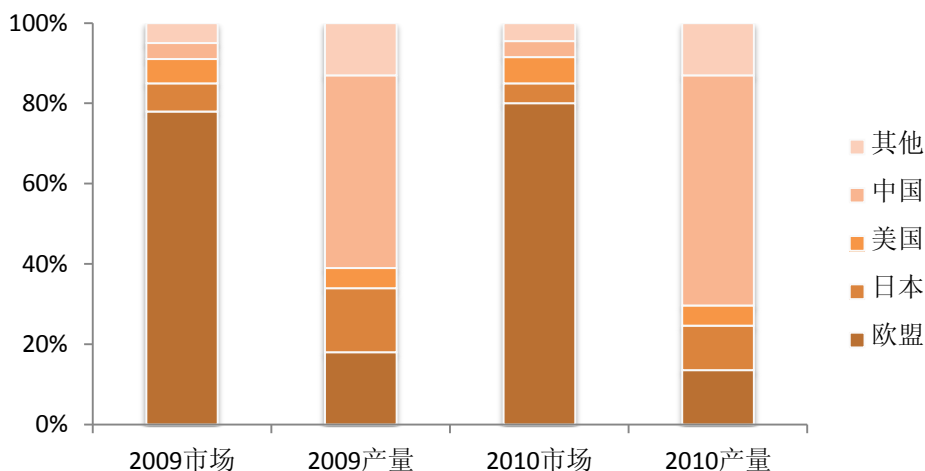
图 1、光伏主要制造企业的毛利率趋势



资料来源: Bloomberg, Wind, 湘财证券研究所

欧债危机愈演愈烈，电站融资存隐患。欧债危机可能导致的最坏后果是引发欧洲银行业的危机，光伏电站项目届时可能遭遇融资困难。电站项目中投资商自有资金的比例约为 20~30%，其余均通过银行贷款实现；银行信用评级下调及资金紧张，已经开始影响欧洲大型光伏电站项目的投资热情和建设进度。这对国内经营组件销售和电站投资业务的企业构成较大的负面预期。

图 2、各国光伏市场和产量占比



资料来源：EPIA，湘财证券研究所

双反调查进行中，海外市场填变数。12月5日，美国商务部通过了对光伏双反调查的初裁，如果一年后裁定征收反倾销反补贴税，中国将难以从快速成长中的美国市场获益。而如果欧盟跟进，则国内企业将丧失90%的终端市场中的竞争力。双反调查无异于悬顶之剑，随时可能对国内的光伏制造业带来灭顶之灾。

3.2 光伏企业的生存困境

龙头企业：保障资金缺口。在行业不景气的现状下，部分龙头企业仍然能够保持一定的盈利能力，例如：英利第三季度出货量同比增加20%，环比增加11~13%，毛利率水平16~17%。此类公司具备品牌效应，盈利能力、经营能力较强，相对更容易获得资金支持，因此只需适度收缩、加强销售，过冬的生存压力并不大。

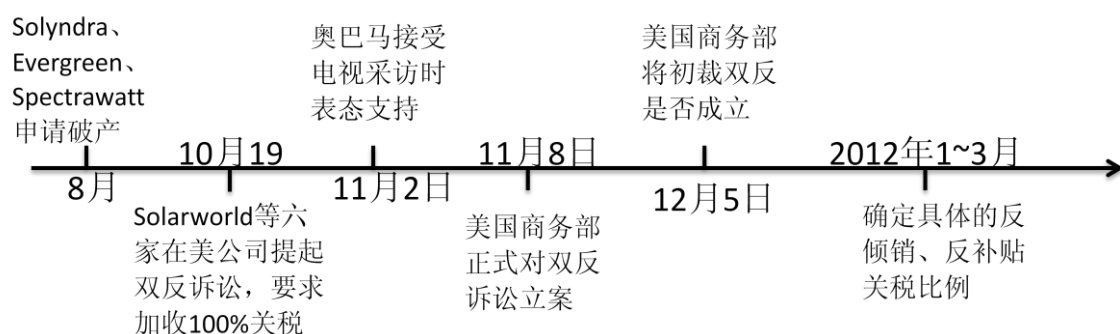
表1、部分龙头企业维持盈利、资金充裕

	三季度毛利率	扩产计划	内销比例	资金支持
英利	16~17%	年底2GW	20%	获中信银行和11.6亿元贷款用于项目扩产
保利协鑫	~20%	年底4.6万吨		与国开行签订协议，在未来五年提供融资支持
隆基股份	27.07%	年底1GW	80%	拟A股融资
亿晶光电	~15%	新建500MW	28%	拟A股融资

资料来源：湘财证券研究所

龙头企业：积极参与双反诉讼，关注市场风险。对于龙头企业来说，最大的风险来自于外部，国内14家企业已经联合参与到美国的双反抗辩中，以期反抗贸易保护。如果欧美设置光伏贸易壁垒，即使仅加征10%的关税，对于目前利润率5~15%的光伏企业来说，也是不可承受之重。国内企业未来将有两种策略应对双反关税：1、在欧美设厂进行生产，但成本将升高；2、将销售重点放在国内或者其他新兴市场，但市场蛋糕将减少。无论如何应对，龙头企业的收入和盈利都将遭到重大打击。

图3、光伏双反诉讼的重要时间节点



资料来源：湘财证券研究所

中小企业：资金压力大，转型求生存。与龙头企业恰恰相反，中小企业面临较大的融资困境，对海外市场的因素更加敏感(需求紧缩之时订单向一线企业集中)。部分中小企业在 2010 年下半年制定了激进的扩张计划，而目前远远不能达到预期收益，甚至开工即亏损，造成企业资金紧张、融资困难。由于大部分中小企业不具备产品技术和成本上的竞争力，将不得不面临破产、整合、或者转型的结局。

表 2、上市公司光伏制造扩产计划(MW)

上 市 公 司	东 方 日 升	向 日 葵	超 日 太 阳	海 通 集 团	航 天 机 电	南 玻 A	拓 日 新 能	横 店 东 磁	特 变 电 工	银 星 能 源	总 计
2010	150	175	71	200	150	100	50	300	100	100	1396
2011E	450	350	371	700	350	300	400	700	200	200	4021

此外，天通股份、江苏宏宝、奥克股份、恒星科技、天龙光电等诸多上市公司已轻度介入光伏制造领域

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

行业淘汰整合即将到来。在宏观经济不确定、光伏行业不景气、外需疲软、内需未启动的诸多因素压榨下，光伏产业面临巨大的生存压力：1、诸多新进入的企业将被淘汰，媒体报道称年中已经倒闭了 50 家左右的组件小厂，未来一年中还会有更多；2、诸多不达准入标准的企业将被淘汰，例如多晶硅行业准入标准即将出台，硅料企业将设置较高门槛(目前通过标准的仅有协鑫、新光、峨眉、乐电天威、永祥五家，工信部已明确鼓励硅料企业以大吃小)；3、诸多不具核心技术优势的企业将被市场整合出局，产品价格大幅下跌后的持续缓跌，将逐渐洗出高成本的企业。残酷的淘汰整合正在进行中。

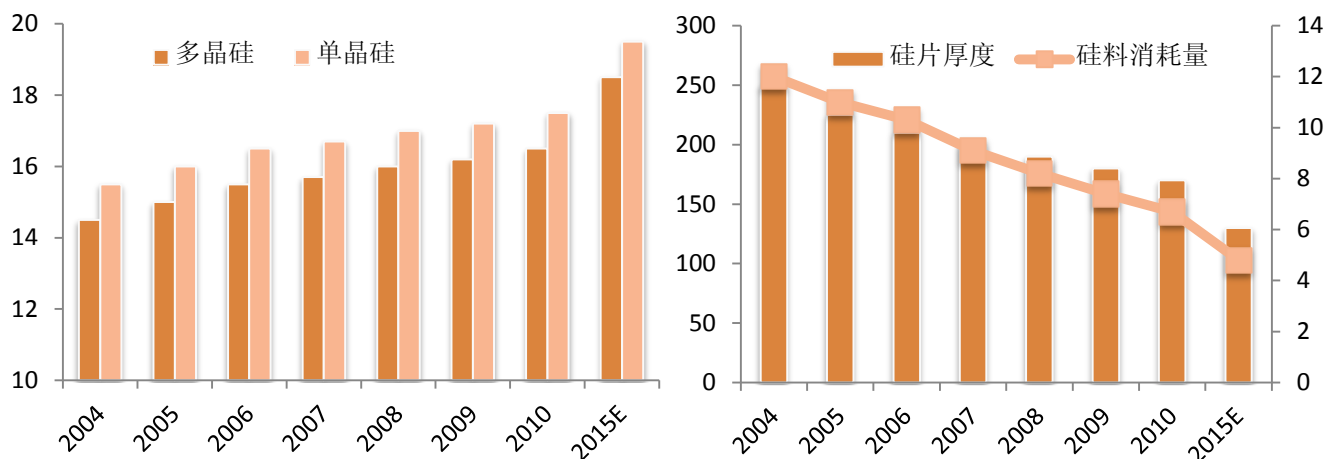
3.3 企业发展面临十字路口

市场最终将只剩第一梯队。成本是光伏企业的生命线。成本下降的速度超过价格降速，将给企业带来短期利润率的提升；成本降至可以支持平价上网条件，将给企业产品带来需求的高速攀升。短期目标达不到，企业将有可能半途夭折；长期目标达不到，企业最终无法获得平价时代的大市场。光伏产业中，并不是每一个参与者都会制定这样的目标，也不是每个参与者都有能力达到这样的目标；淘汰整合的结果，只会留下有且有能力完成目标的第一梯队。

光伏产业技术、规模日新月异，新进入者已很难超越先行者。当前行业已经具备了较大生产规模，供应链体系日趋成熟，管理水平产生分化，技术差距逐渐拉大，新进入者已经很难在各方面超越现有的龙头企业。(例如现在单晶硅电池的平均转换效率在 18%以下，而英利的熊猫和尚德的 Pluto 则分别达到了 18.7%和 19%的平均转换效率，已经领先行业水平 2 年以上。)对于中小型企业来说，在产品研发和制造方面想要超越行业龙头是很难的，企业发展目前处于选择的十字路口。

图 4、硅片厚度和转换效率趋势

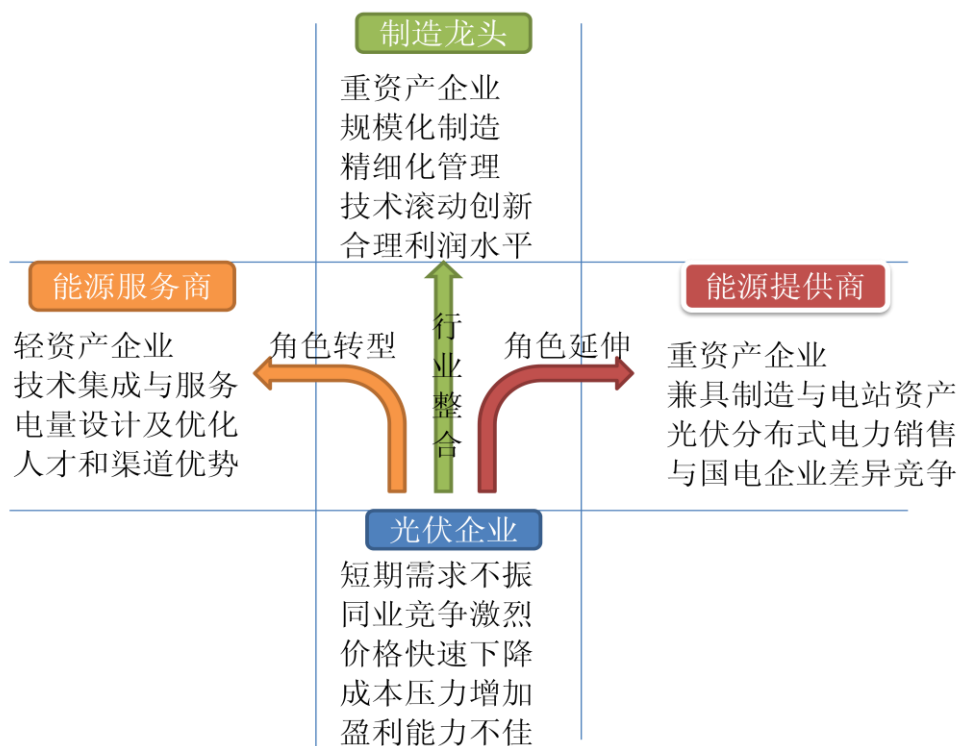
图 5、硅片厚度和转换效率趋势



资料来源：Solarbuzz，湘财证券研究所

企业已开始关注制造之外的应用市场。我们关注到，无论是龙头企业还是中小企业，目前都已经布局系统集成和电站建设领域。（具体可参见系列一：摆脱政策依赖，步入平价时代）。企业的发展路径除了整合制造产业链、成为龙头以外，还可以选择成为兼具制造和电站业务的“能源提供商”，或者轻资产的“系统集成商”。其目的都是在平价上网时代到来以后，从差异化的终端需求市场中获得高成长、高收益。

图 6、光伏企业的三种发展路径



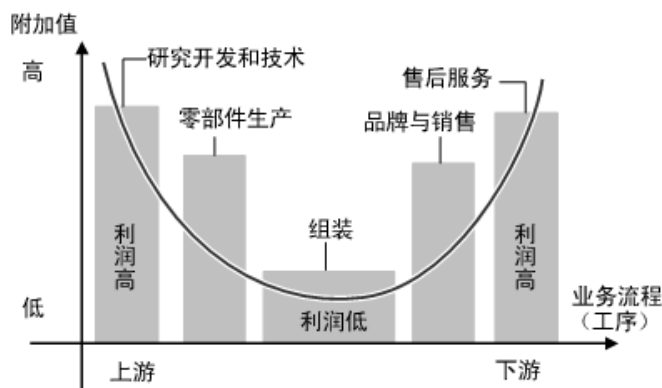
资料来源：湘财证券研究所

机遇与风险并存，砸钱就能赚钱的阶段已经结束。不论企业选择何种发展路径，都将面临一定的风险：作为制造龙头，不得不持续推动技术创新和成本压缩，维持需求方不断下降的价格要求(价格风险)；作为能源提供商，不得不避免与大型电力企业形成直接竞争，寻找差异化的市场(竞争风险)；作为能源服务商，需要维持和扩充人才/渠道优势，获得成规模且稳定的项目来源(市场

风险)。“投资即有收益、产出即可获利”的阶段已经过去，对企业的投资关注点，已不再是项目的数量而是项目的质量。

3.4 龙头企业：关注技术储备和精细化管理/服务

图 7、光伏企业的核心竞争力将体现在研发和服务



资料来源：湘财证券研究所

研发及品牌服务将是龙头企业的核心竞争力。对于龙头企业来说，通过扩大生产规模和锁定供应体系的方式降低成本，其边际效应已经微乎其微。考虑到组装生产终将是低附加值的环节，龙头企业的核心竞争力将位于高附加值的研发环节和品牌/服务环节。以 iPhone4 作为旁证，产品售价 600 美元，成本 187 美元，其中富士康的组装成本仅为 13 美元；而高达 360 美元的利润属于上游的产品设计者苹果公司和下游的分销商、零售商。

技术选择和储备可能左右公司未来的成本领先程度。我们在《光伏新技术：成本下降的最新推动力》中提到了各种有可能大幅降低组件成本的技术路径。企业在技术创新方面保持行业领先地位，有利于在产品性价比上保持领先的竞争优势。以美国太阳能市场为例：First Solar 低成本的 CdTe 薄膜技术和 Sunpower 高转换效率的点接触背电极技术，使得这两家公司占据美国市场的前两位，而尚德位于第三位。

表 3、国内外公司的电池片新技术(不完全统计)

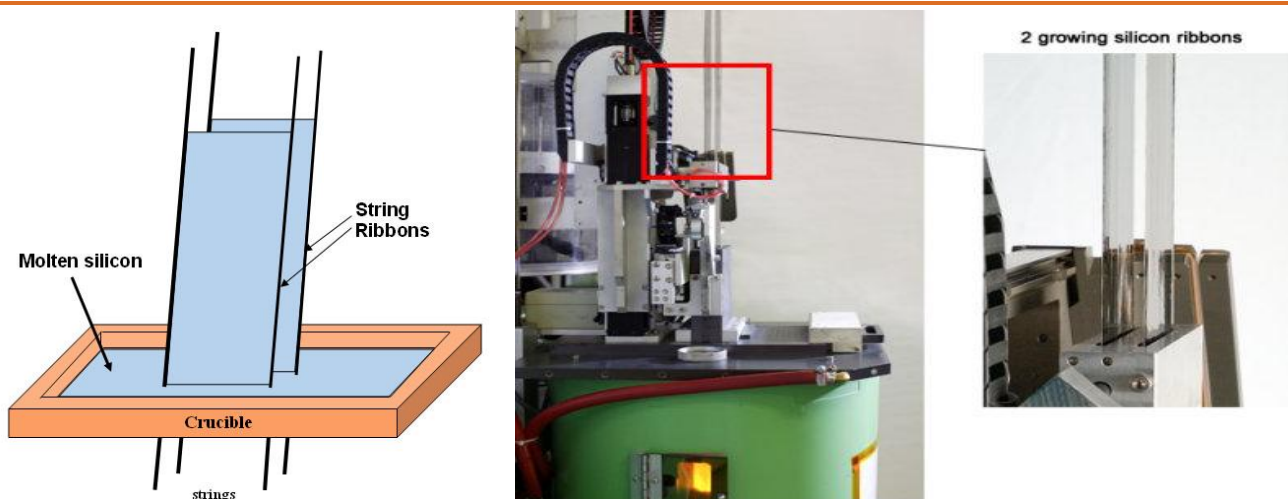
公司	新技术	合作方	单晶平均 η	生产状态
尚德	Pluto(PERL)	IP 授权/独立开发	19%	>100MW
中电	SE	独立开发	17.6%	150MW
中电	N 型电池	独立开发	18.5%	开发测试
阿特斯、晶澳	MWT、IBC	ECN	18.5%	开发测试
云南天达	LDSE	UNSW	18.5%	开发测试
晶澳	硅墨	Innovalight	18.5%	开发测试
英利	N 型电池	ECN、Amtech	18.7%	>30MW
天合	Net Emitter		18%	开发测试
天合	N 型电池	澳大利亚国立大学		开发测试
天合	HTJ	中科院微系统所		开发测试
超日太阳	HTJ	电工所、交大太阳能所		开发测试
林洋新能源	SE			160MW
日本三洋	HTJ	独立开发	19.5%	产业化

Sunpower	IBC	独立开发	22.7%
BP Solar	激光刻槽埋栅	独立开发	19.2%
	电池		
日本京瓷	反应离子刻蚀	独立开发	16.9%

数据来源：光伏产业发展现状及趋势 2010，湘财证券研究所

技术路线的风险也有可能左右公司命运。技术选择方面也有负面的先例，美国的 Evergreen 公司采用了 String Ribbon 的技术路径，而在硅料价格已经降至 30 美元的今天，这种高成本的方式显然已经无法跟规模化的机械加工方式进行竞争。技术研发的风险值得重视：近期准单晶铸锭技术被普遍看好，但也有业内人士认为准单晶硅片具有较多微观缺陷，无法充分发挥高纯硅的效率潜力；金刚石切割线被普遍看好，但在切割线价格已经大幅下跌的现状下，金刚石线可能的成本优势将被拉低，其在硅粉回收方面的潜力反而更值得期待。

图 8、EVERGREEN 的 STRING RIBBON 技术



资料来源：摘自网络、湘财证券研究所

精细化管理和服务决定公司的销售领先程度。企业面向制造和供应链的精细化管理，对销售和服务的支持是毋庸置疑的。例如尚德的 SAPERP 企业信息化平台，不但能够提升生产效率、降低库存和物流成本，也有利于在售后服务方面维持高效率；尚德还在搭建面向下游的 CRM 和销售管理系统。虽然短期内决定企业盈利能力的仍然在于行业供需、规模、成本、技术，但我们认为精细化管理是行业和企业走向成熟的必经阶段，将决定龙头企业未来的盈利能力，在这一点上一线的光伏企业已经远远的走在了市场前面。

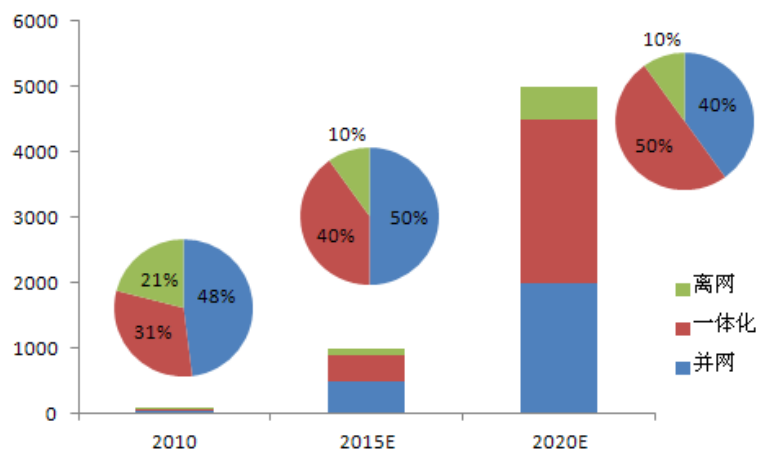
3.5 中小企业：关注业务拓展和角色转变

中小企业的业务拓展改善盈利预期。中小企业的优势在于转向和转型相对容易，光伏配套和耗材中仍有许多未实现进口替代的高毛利产品，这也成为了近期企业进行业务拓展和外部并购的重点。例如天龙光电(300029)利用超募资金收购上海杰姆斯和金坛光源，其石墨热场和石英坩埚产品均为光伏耗材，毛利率高达 60%，有望对冲掉 2012 年设备订单下滑的风险。

中期角色转变需要发展系统集成能力。中期来看，中小企业如果不能提供技术差异化的产品，将居于成本劣势和市场劣势地位，只能寻求向下游的分散

市场渗透，成为分布式能源提供商或者系统集成商(图 4)。在光伏系列一中我们已经表达了对系统集成的看好观点，将是光伏产业继组件制造后第二轮高速增长的重点方向。从我国光伏系统类型预计中，可以看到未来国内约有一半的装机属于建筑相关的中小型项目，其市场规模和增长潜力并不弱于大型的并网光伏电站。

图 9、国内光伏累计装机量(万千瓦)及系统类型预计



资料来源：中国光伏平价上网路线图、湘财证券研究所

系统集成更适合中小企业进行深耕细作。系统集成服务可以贯穿光伏项目的全生命周期，涉及的内容基本涵盖了资金以外的所有事项。其目的就是为不熟悉光伏项目的投资商提供全方位的专业支持和建议，最大化投资商的投资收益。系统集成属于服务型的业务模式，在资金占用、政府背景方面要求相对较低，更适于重视资产回报率而不是收入规模的中小企业进行深耕细作。

表 4、系统集成的工作内容

环节	可行性评估	方案设计	设备采购	工程实施	管理维护及优化
内容	光照资源、气候和温度、投资成本、预期收益率、并网/离网、负载能力、等	项目布局、光伏电池种类、逆变器种类、跟踪方式、配电、防雷、储能方式、监控系统、等	光伏组件、支架系统、逆变器、蓄电池、配电柜、控制器、防雷模块、汇流箱、变压器、监控调度软硬件、等	工程土建、阵列布线及安装、电子设备安装及布线、设备性能测试、等	发电系统调试、故障检测及处理、发电性能监控及调整优化、等
目的	评估项目的可能性和可行性，初步选择适合的方案	图纸设计，针对现场制定具体的设施布局和工程方案	决定所需设备的类型和型号，按预算实施采购	制定工程实施流程、保证工程质量	调试发电功能，优化发电量
客户关系	维持与设备供应商的业务关系，保持在项目审批和电价申请等流程方面的政府关系，处理各种可能的阻碍因素，利用自身的经验和渠道优势服务于项目投资商，保证项目的顺利完成和运营，最大化项目投资商的收益率				

资料来源：湘财证券研究所

表 5、国内 2011 年十大创新系统集成商(排名不分先后)

中环光伏系统

协鑫集团子公司，有注入保利协鑫(3800.HK)的预期

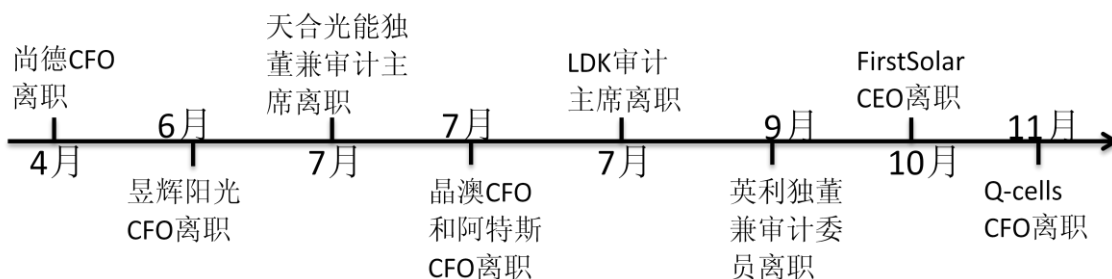
中海阳新能源电力	430065, 中海阳下属公司
中盛光电集团	
尚德能源工程	无锡尚德电力(STP.N)的全资子公司
上海太阳能科技	航天机电(600151)控股子公司, 股权比例 78.21%
中电电气集团	
天华阳光控股	与超日太阳(002506)合资成立新能源工程公司, 超日股权占比 70%
力诺光伏集团	与 st 力阳(600885)同属力诺集团, 但 st 力阳将被厦门宏发借壳
普尼太阳能	哈高科(600095)持有 31.2%的股权
北京泰豪太阳能电源技术	泰豪科技(600590)的全资子公司

资料来源: PV TOP50, 湘财证券研究所

3.6 人才流动趋势: 制造—>工程、技术咨询

财务人员流失不是问题, 技术人员流失才是。今年在全球光伏公司面临经营困境的同时, 迎来的是以 CFO 和审计主席为主的高管辞职潮, 反映了光伏企业财务和审计状况的恶化。我们也注意到, 光伏技术人员和专业管理人员的流动和流失相对较少, 这也反映了光伏行业的中长期预期依然良好。(虽然存在回流半导体行业的短期现象, 但行业人才依然在不断积累和培育。)

图 10、年内光伏企业高管离职一览



资料来源: 湘财证券研究所

高端人才将集中于研发和应用两端。由于光伏制造业目前的人才需求正在紧缩, 除了少数回流半导体行业外, 大部分行业人才或将寻求向下游的光伏应用市场转移(研发的专业性较强, 人员相对稳定)。由于预期国内大规模兴建光伏电站的时点临近, 这部分由制造转工程的行业人员在经过几年的储备和锻炼后, 将成为未来系统集成公司的核心人力资本。

4 重点行业事件及公司推荐

4.1 近期需关注的重要行业事件

双反诉讼的进程。12 月双反初裁已经通过、2012 年 1 月和 3 月将初裁具体关税的比例, 后期事态的进展、国内光伏产业联盟的应对方式, 等等, 将影响行业的中期预期, 有可能对行业产生较大的利空。

新兴能源产业规划的推出。虽然新兴能源产业规划的内容已经多次被披露(2015 年 15GW、2020 年 50GW)，且规划的数字依然保守，但政策的正式出台依然可能给板块带来交易性的机会。

光伏上网电价政策的完善。上网电价政策确定 1.15 及 1 元/度的电价后，并未出台细则。后期具体的指导意见以及态度(例如要求电网企业积极接纳光伏电力、出台分省的差别电价等)将有可能给国内的光伏企业带来一阵暖风。

多晶硅行业准入标准的制定和落实。多晶硅行业准入标准的预期推出，利好具有规模和成本优势的硅料企业，相关公司的预期可能趋于乐观。

国内光伏装机的速度提升。2011 年国内装机的快速增长，以及对 2012 年国内市场的乐观，有可能增强投资者对光伏行业的信心，利好光伏估值的修复。

行业重要整合并购事件。企业间的并购整合将改善经营预期，行业集中度提高后竞争环境改善，利好龙头企业发展。

企业的发展战略变化。部分企业在制造业不景气的前提下，可能会寻求下游电站领域的机会，导致对企业经营预期的变化，可能利好公司的估值水平。

4.2 阳光电源(300274): 逆变器面向快速成长的国内市场

公司逆变器绝对的国内龙头，国际第一梯队。公司主营光伏逆变器产品，国内市场占有率达到 40%，是绝对的龙头。公司产品在 2010 年以前以外销为主，通过了各项认证，年内有望实现排名进入全球前十的突破。

价格和成本同步下降，毛利率有望维持。国内市场容量快速扩大，短期逆变器行业不会形成类似光伏组件的供过于求现象和恶性降价现象。价格方面公司认为会有年均 10%左右的降幅，而公司生产规模的提升、生产效率的提高(自动化生产线将在明年底实现)、产品性能的提升(研发投入占 5%)，均会使公司成本有等比例的下降，因此公司毛利率水平后期有望维持在 35~45%。

超募资金有增厚业绩预期。公司今年产能 500MW，实际出货量达到 800MW，明年底达到 1.5GW 产能，产量预估在 2GW 左右。超募资金方面，公司可能会投入到风电变流器、储能逆变和能量管理、电动汽车驱动产品方面，接近 10 亿元的超募资金投向将可能给公司带来更多的业绩预期。

推荐，目标价 50 元。预计公司 2011~2013 年 EPS 为 0.98、1.51 和 1.85 元，对应当前股价 PE36、23、19 倍。我们认为公司成长确定，超募资金仍有增厚业绩的预期，第一目标价 50 元。

风险因素。价格超预期的下跌，国内市场增长不达预期，公司市占率出现明显下降等。

表 6、阳光电源估值表

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	599	998	1690	2510
收入同比(%)	232%	67%	69%	49%
归属母公司净利润	148	175	271	331
净利润同比(%)	320%	18%	55%	22%
毛利率(%)	49.8%	42.7%	40.4%	38.1%
ROE(%)	37.7%	11.2%	20.3%	28.3%
每股收益(元)	0.83	0.98	1.51	1.85

P/E	42.97	36.29	23.46	19.23
P/B	16.20	4.06	4.76	5.45
EV/EBITDA	38	33	21	15

资料来源：湘财证券研究所

4.3 东方电热(300217): 冷氢化电加热器垄断国内市场

产品立足于电加热器，下游领域多元化。公司的民用电加热器产品主要给三大家电企业进行配套，而工业和防爆电加热器主要应用于冷氢化、石化/化工行业。公司的陶瓷 PTC 电加热器和水电加热器新产品的推出，将在产品种类及下游应用方面做更多的横向扩展。公司产品的下游需求分散，这也使得公司可以及时调整生产线和销售策略，平抑下游需求的波动。

行业低景气度对公司产生短期利好，高景气度对公司产生长期利好。由于公司的冷氢化电加热器产品在国内处于垄断地位，且属于“产业升级设备”的性质，近期低景气度对产业升级产生倒逼作用，利好公司的订单获取。而长期来看，平价上网将带来行业的高景气度，国内硅料自给率的提升以及产业规模的扩大均有利于公司长期的订单获取。因此我们认为，公司是光伏行业内少有的可以避开行业景气波动，具有持续向好预期的标的。

推荐，目标价 43 元。考虑到公司在工业电加热器方面的拓展，我们向上调整了公司的业绩，预计 2011~2013 年 EPS 为 1.44、1.65 和 2.07 元，对应 PE 为 26、23、18X，维持目标价 43 元。

风险因素。多晶硅行业受到准入标准和业绩不佳的限制，投资短期放缓可能使公司的订单获取产生延迟。空调行业的增速放缓有可能使得公司的民用电加热器增长不达预期。

表 7、东方电热估值表

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	592	789	974	1229
收入同比(%)	56%	33%	23%	26%
归属母公司净利润	77	129	149	186
净利润同比(%)	63%	68%	15%	25%
毛利率(%)	28.8%	32.1%	30.3%	31.2%
ROE(%)	28.6%	13.4%	13.3%	14.3%
每股收益(元)	0.86	1.44	1.65	2.07
P/E	43.75	26.08	22.72	18.13
P/B	12.52	3.50	3.03	2.60
EV/EBITDA	31	19	16	12

资料来源：湘财证券研究所

4.4 苏州固锝(002079): 军工、银浆、光伏系统产品有业绩贡献预期

业绩贡献预期

晶讯公司在航天及军工方面具备充足的技术实力。晶讯公司主要产品是金属浆料(不包括光伏用)和可控硅开关，熔断器将应用于天宫和神舟系列航天器，电子涂层产品将应用于战斗机隐形等方面，中航国际的入股已经充分证明了

公司在产品技术方面具备足够的实力。公司 2012 年计划达到 2~3 亿收入、2013 年达到 4~5 亿收入，由于熔断器和电子浆料被国外厂商垄断，公司发展初期的产品毛利率水平有望维持在 50% 以上的高位。

晶银公司的光伏银浆产品陆续推出。公司的背银产品已经推出，正银产品计划年底前推出，低成本的第二代正/背银产品也将陆续推出。公司产能 100 吨/年，产品价格低于市场价 7% 左右（目前银浆已经占据了组件成本的 10% 左右，公司的低价策略更容易打开市场），预计年内即可形成销售，而达产后年收入将达到接近 10 亿元。固得作为国内银浆国产化的领先企业，有望受益于银浆的进口替代进程；公司规划 3 年后成为主流光伏企业的供应商，我们认为这一目标可期。

光伏旁路集成和接线盒业务有望受益于国内市场启动。公司募投项目中包括年产 3000 万只旁路集成模块，子公司固得新能源经营接线盒业务。随着国内光伏需求市场的启动，对于光伏组件配套的数量和质量要求将随之提升，这也有利于公司相关业务的培育和业绩释放。

目标价 20 元。预计公司 2011~2013 年 EPS 为 0.25、0.46 和 0.77 元，对应当前股价 PE62、34、20 倍。我们认为公司目前的股价已经比较合理，由于公司在物联网传感器方面有值得期待的投资和业绩预期，给予公司目标价 20 元。

超预期因素和风险因素。由于公司未来的业绩增量主要来源于晶讯和晶银的贡献，对于公司技术实力和业务增速的判断，主观性较强。我们认为后期公司的业绩弹性较大，超预期和低于预期的可能性对等，需要及时关注公司进展和市场变化。例如：银浆国产化后，是否会出现价格和盈利能力的大幅压缩；平价上网时点提前到来是否会导致光伏需求超预期；公司的航天、军工产品透明度较低，是否能够如期获得较大规模的订单，等等。

表 8、苏州固得估值表

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	819	960	1400	2100
收入同比(%)	47%	17%	46%	50%
归属母公司净利润	69	91	166	275
净利润同比(%)	84%	32%	82%	66%
毛利率(%)	17.9%	15.9%	18.1%	18.6%
ROE(%)	12.1%	13.7%	20.0%	24.9%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.46	0.77
P/E	81.47	61.75	33.90	20.43
P/B	9.85	8.48	6.78	5.09
EV/EBITDA	44	33	19	12

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。