



2017年05月11日

证券研究报告/点评报告

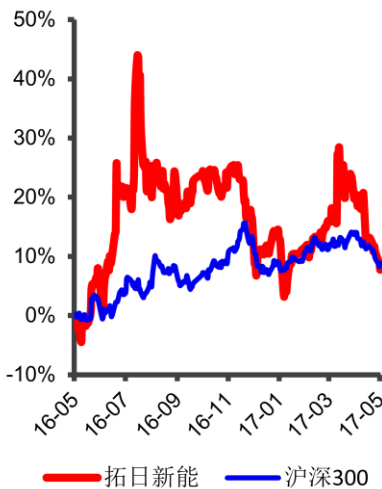
## 增持(下调)

光伏设备/电源设备/电气设备

### 基础数据:

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本          | 6.18 亿股 |
| 流通股本         | 6.08 亿股 |
| ROE (2016 年) | 4.85%   |
| EPS (2017Q1) | 0.05 元  |
| 5月11日收盘价     | 8.71 元  |

### 股价表现:



### 相关报告:

公司研究: 拓日新能 (002218) ——光伏全产业链布局, 电站 EPC 助推业绩增长

### 长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

## 拓日新能 (002218) 一季报点评

——持续电费收入稳定业绩预期, 电站 EPC 成增长新亮点

### 事件:

◆拓日新能发布 2017 年一季报, 公司 2017 年第一季度实现营业收入 3.26 亿元, 同比增长 0.32%; 实现归母净利润 3131.05 万元, 同比增长 14.90%。公司预计 2017 年上半年归母净利润增长幅度为 28.86%-63.22%, 归母净利润变动区间 7500 万元-9500 万元。

### 投资要点:

◆**电费收入和电站 EPC 业务发展迅速。**公司 2017 年一季度营业收入与去年同期基本持平, 盈利水平有所提升, 毛利率和净利率分别为 27.81% 和 9.59%, 分别增长 1.75 和 1.21 个百分点; 2016 年全年业绩表现亮眼, 晶硅太阳能电池芯片及组件、电费收入、光伏太阳能玻璃构成公司营收最主要的三大来源, 营收占比分别为 58.93%、17.79%、12.55%; 其中, 晶硅太阳能电池芯片及组件业务主要受益于光伏装机热潮, 实现收入 6.73 亿元, 增长 78.33%; 电费收入板块的毛利率最高, 为 62.11%, 增速高达 99.81%。工程收入是公司增长最显著的业务板块, 增长 8.12 倍, 营收占比也有明显提升。

◆**光伏产业链全布局, 灵活应对市场变化。**拓日新能相对于国内其他太阳能电池企业最突出的特点和优势即在于公司一直坚持稳健经营和全产业链布局策略, 不盲目跟风扩充产能, 产业链垂直整合程度较高, 具有较强的成本管控能力和市场反应能力。在上升周期中, 公司能够较好的顺应市场变化, 适时扩大产能, 实现收入和利润增长; 而下降周期中更表现出优越的风险抵御能力, 后端的光伏电站建设和 EPC 业务不仅能持续带来收入和利润, 也为其光伏组件提供了一条消纳渠道, 充分体现了稳健发展、全面布局的优点, 保障了公司长期持续的成长与发展。



◆自有电站提供持续电费收入，稳定公司业绩预期。拓日新能持续推进光伏电站项目的开发与建设，为公司带来了持续稳定的收入和现金流。目前公司已并网验收的光伏电站超过 240MW，在青海还分别中标了青海格尔木光伏发电产业园区 50MWp 和 20MWp 光伏电站新项目。我们预计仅目前已有的 240MW 光伏电站就可给公司带来约 2.39 亿元的电费收入，形成稳定的业绩支撑。4 月 28 日中电联发布《2017 年 1 季度全国电力供需形势分析预测报告》，2017Q1 国内 6000 千瓦及以上光伏电站并网发电量同比增长 78.4%，设备利用小时数 275 小时，同比提高 11 小时。我们认为，弃光改善为持有运营光伏电站的企业提供了业绩提升契机，利好公司电费收入预期。

图表 1：拓日新能现有大型地面光伏电站项目

| 光伏电站名称      | 上网电价(元/kwh) | 投产时间    | 预测发电小时数(小时) | 预计收入(万元) |
|-------------|-------------|---------|-------------|----------|
| 喀什瑞城一期 20MW | 1.00        | 2013.12 | 1080        | 2160.00  |
| 定边一期 50MW   | 1.00        | 2013.12 | 1080        | 5400.00  |
| 岳普湖一期 20MW  | 0.95        | 2015.5  | 1080        | 2052.00  |
| 定边二期 110MW  | 0.95        | 2015.11 | 1080        | 11286.00 |
| 青海拓日共和 20MW | 0.95        | 2016.6  | 1080        | 2052.00  |
| 青海拓日共和 10MW | 0.89        | 2016.12 | 1080        | 961.20   |
| 合计          |             |         |             | 23911.20 |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

◆光伏电站 EPC 业务成为公司业绩增长新亮点。公司自建并网的光伏电站项目的发电效率均保持较高水平，在一定程度上反映出公司在电站建设和运营方面拥有较好的技术和较丰富的经验，为公司开展光伏电站 EPC 业务和运维业务奠定了良好基础。按照 2016 年公司取得电费收入 20312.60 万元、适用光伏发电上网标杆电价为 0.95 元/千瓦时、在运电站的并网容量为 200MW 进行估算，公司 2016 年的发电小时数约为 1069.08 小时，较之西北五省的光伏并网运行情况，拓日新能已有光伏电站的发电小时数处于中上水平，所持电站能够以较高的效率完成发电作业。公司正在继续加大电站 EPC 承接规模，我们认为，先进的建站和运维技术是公司抢占 EPC 市场的主要工具，凭借全产业链布局形成的优良的成本控制能力、充足的组件产能和先进的技术优势，光伏电站 EPC 业务有望成为公司收入和利润大幅增长的新动力。

图表 2：西北五省 2016 年光伏电站运行情况

| 省（区） | 2016 年并网容量<br>（万千瓦） | 2016 年发电量<br>（亿千瓦时） | 发电小时数估计值<br>（小时） |
|------|---------------------|---------------------|------------------|
| 陕西   | 278.4               | 19.65               | 705.82           |
| 甘肃   | 680.1               | 59.3                | 871.93           |
| 青海   | 680.9               | 59.48               | 873.55           |
| 宁夏   | 500.4               | 52.88               | 1056.75          |
| 新疆   | 597.6               | 66.35               | 1110.27          |
| 平均数  | 547.48              | 51.53               | 941.26           |
| 拓日新能 | 24                  | 2.14                | 1069.08          |

资料来源：西北能源监管局，长城国瑞证券研究所

◆**员工持股计划完成购买，提振市场信心。**公司于 2016 年 9 月 26 日完成第一期员工持股计划股票购买，提振了市场信心。第一期员工持股计划共买入 99.8 万股，均价 9.62 元/股，锁定期一年，较目前市场价格已经折价 6.53%。

### 投资建议：

基于公司光伏发电业务盈利稳定、EPC业务快速增长的前提假设，我们预计 2017、2018 年公司 EPS 分别为 0.26 元、0.30 元，对应目前 PE 分别为 33.50 倍、29.03 倍。以光伏设备行业 P/E 中位数 26.80 倍来看，公司目前的估值已较为均衡，我们调整公司评级至“增持”，继续看好公司光伏电站 EPC 业务的增长前景。

### 风险提示：

光伏电站 EPC 业务等占用资金较多带来资金运营和融资压力较大的风险；光伏电站 EPC 业务拓展不及预期；光伏组件销售不及预期。

### 主要财务数据及预测

|            | 2014A    | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 545.79   | 727.99  | 1141.56 | 1471.93 | 1762.19 |
| 增长率（%）     | -48.71%  | 33.38%  | 56.81%  | 28.94%  | 19.72%  |
| 归母净利润（百万元） | -5.38    | 31.06   | 128.71  | 157.93  | 183.76  |
| 增长率（%）     | -141.43% | 677.63% | 314.38% | 22.70%  | 16.36%  |
| EPS（元）     | -0.009   | 0.050   | 0.208   | 0.255   | 0.297   |
| 毛利率        | 28.70%   | 27.87%  | 26.69%  | 25.68%  | 24.49%  |
| 净资产收益率     | -0.38%   | 1.19%   | 4.76%   | 5.65%   | 6.32%   |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

| 利润表       | 2014A  | 2015A  | 2016A   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 545.79 | 727.99 | 1141.56 | 1471.93 | 1762.19 |
| 减：营业成本    | 389.13 | 525.09 | 836.91  | 1093.94 | 1330.63 |
| 营业税金及附加   | 3.01   | 3.82   | 7.57    | 9.77    | 11.69   |
| 营业费用      | 44.83  | 41.11  | 42.81   | 44.16   | 54.63   |
| 管理费用      | 70.12  | 83.63  | 85.76   | 88.32   | 105.73  |
| 财务费用      | 59.16  | 49.54  | 45.13   | 49.95   | 43.32   |
| 资产减值损失    | 8.25   | 9.37   | 16.28   | 0.00    | 0.00    |
| 加：投资收益    | 0.00   | 0.00   | -0.04   | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益  | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益    | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润      | -28.70 | 15.43  | 107.04  | 185.80  | 216.19  |
| 加：其他非经营损益 | 25.32  | 18.62  | 20.61   | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额      | -3.39  | 34.05  | 127.65  | 185.80  | 216.19  |
| 减：所得税     | 1.55   | 2.99   | -1.06   | 27.87   | 32.43   |
| 净利润       | -4.94  | 31.06  | 128.71  | 157.93  | 183.76  |
| 减：少数股东损益  | 0.44   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 归母净利润     | -5.38  | 31.06  | 128.71  | 157.93  | 183.76  |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 现金流量表    | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营性现金净流量 | 143.67  | 37.33   | 25.27   | 466.69  | 345.98  |
| 投资性现金净流量 | -231.87 | -651.61 | -292.69 | -200.00 | -200.00 |
| 筹资性现金净流量 | 208.33  | 496.39  | 406.53  | -389.65 | -143.08 |
| 现金流量净额   | 118.51  | -117.77 | 139.90  | -122.97 | 2.90    |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 资产负债表     | 2014A   | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金      | 73.82   | 59.05   | 137.68  | 14.72   | 17.62   |
| 应收和预付款项   | 247.55  | 581.86  | 837.34  | 994.44  | 1201.20 |
| 存货        | 510.50  | 563.59  | 518.09  | 895.79  | 824.01  |
| 其他流动资产    | 161.64  | 223.57  | 217.20  | 217.20  | 217.20  |
| 长期股权投资    | 0.00    | 0.00    | 5.78    | 5.78    | 5.78    |
| 投资性房地产    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产和在建工程 | 1781.38 | 2321.57 | 2563.02 | 2432.21 | 2281.39 |
| 无形资产和开发支出 | 219.22  | 292.60  | 334.95  | 297.75  | 260.56  |
| 其他非流动资产   | 58.16   | 42.98   | 38.57   | 22.99   | 7.42    |
| 资产总计      | 3052.27 | 4085.23 | 4652.63 | 4880.88 | 4815.18 |
| 短期借款      | 420.57  | 289.10  | 360.00  | 84.44   | 59.32   |
| 应付和预收款项   | 826.97  | 772.34  | 516.04  | 926.07  | 776.37  |
| 长期借款      | 100.00  | 142.69  | 692.12  | 692.12  | 692.12  |
| 其他负债      | 301.40  | 273.69  | 380.63  | 380.63  | 380.63  |
| 负债合计      | 1648.95 | 1477.81 | 1948.80 | 2083.27 | 1908.44 |
| 股本        | 489.75  | 618.17  | 618.17  | 618.17  | 618.17  |
| 资本公积      | 857.80  | 1933.93 | 1933.93 | 1933.93 | 1933.93 |
| 留存收益      | 55.78   | 55.31   | 151.73  | 245.51  | 354.64  |
| 归属母公司股东权益 | 1403.32 | 2607.41 | 2703.83 | 2797.62 | 2906.74 |
| 少数股东权益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 股东权益合计    | 1403.32 | 2607.41 | 2703.83 | 2797.62 | 2906.74 |
| 负债和股东权益合计 | 3052.27 | 4085.23 | 4652.63 | 4880.88 | 4815.18 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我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担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。