



2017-07-29

公司深度报告

买入/首次

拓日新能 (002218)

目标价: 6.5

昨收盘: 4.26

电气设备 电源设备

拓日新能 (002218) —— 电站和 EPC 业务突飞猛进 业绩增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,236/1,215
总市值/流通(百万元)	5,267/5,177
12 个月最高/最低(元)	11.64/4.17

相关研究报告:

《电站开发和组件扩产确保全年业绩高增长—拓日新能 (002218) 公司点评》--2017/04/17

《全年业绩亮眼, 电站开发和组件销售促增长—拓日新能 (002218) 公司点评—拓日新能 (002218) 公司点评》--2017/02/28

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

联系人: 雷强

报告摘要

◆ 区别于市场的观点:

上半年市场对光伏这一子行业的看法大多比较悲观, 主要理由是预期装机增速放缓和上网电价的下调等。而我们的观点是区别于市场的, 对于光伏行业的看法是偏乐观的, 主要原因如下:

一是虽然光伏装机增速放缓, 但是只局限于地面式电站, 分布式电站在十三五期间的增速依然值得期待。从今年分布式电站补贴不降的政策可以看出国家对分布式光伏有明显的政策倾斜。同时, 各地方政府对于分布式的补贴力度也不容小觑, 我们预计分布式光伏的市场空间巨大, 建议重点关注。

二是海外市场空间巨大, 在“一带一路”的历史背景下, 我国的光伏企业走出去带来了新的机遇。目前, 中国光伏产能已占到全球的 70%, 规模效应凸显, 在价格和质量上存在明显优势, 未来中国的光伏企业将会进一步拓展海外布局, 全球影响力将进一步加强。

三是光伏上网电价的下调是确定的事情, 目前市场已经对此形成了预期并消化。而光伏技术的进步所导致的各产品成本的下降幅度是超预期的。市场会进一步分化, 优胜劣汰, 对于优质企业来说, 毛利率不降反升, 脱颖而出。

◆ 公司投资亮点:

➢ **转型电站运营, 电费收入成为主要增长点。**光伏行业产业链各环节中, 电站运营的毛利是最高的, 行业平均毛利率达到近 60%。拓日新能在战略上积极布局电站的建设与运营, 2016 年公司的电费收入达到 2.03 亿, 同比增加了近 1 倍。预计 2017 年底, 公司自有的并网运行电站将达到 400-500MW, 电费收入成为公司新的增长点。公司规划未来自有的地面电站将扩大到 1GW, 为公司的长期稳定的发展提供了强有力的支撑。

➢ **EPC 业务逐步放量, 成本管控优势明显。**公司凭借公司十年来的光伏电站设计、安装及运营经验, 具备有竞争力的 EPC 建设成本优势, 其中 70%-80% 的成本可以由公司自身进行控制。公司 2017 年大力扩展 EPC 业务, 抓住市场先机, 为进一

电话：010-88321616

联系人：张文臣

电话：010-88321731

联系人：周涛

电话：010-88321940

步的发展增强了动力。预计到 2017 年底，公司的 EPC 将达到 60MW，同比增加 5 倍。

- **低杠杆抗风险，厚积薄发扩张潜力巨大。**公司稳健的低杠杆的发展路线使其具有极强的抗风险能力，为公司下一步的电站开拓积聚了力量，公司资金充足，后劲十足，实力和潜力都不容小觑。公司利用在青海、陕西、喀什等当地的产业来带动当地的电站建设，在拿地方面具有绝对优势。公司厚积薄发，业绩爆发可期。
- **海外业务无双反，款到发货营收稳健。**公司的太阳能应用产品和太阳能集热器主要销往海外 81 个国家，合作超市达到 31 家。公司每年可以实现近 4000 万的销售收入，国内很少有企业涉足该领域。这类业务毛利率较高（2016 年公司太阳能应用产品 21.24%，太阳能集热器 42.22%），并且不受欧美双反的影响，对公司业绩的支撑非常稳健。

◆ 盈利预测：

截至 2017 年 7 月 28 日，公司的收盘价为 4.45 元，总市值为 55.02 亿元，对应的 2017 年-2019 年 EPS 是 0.19、0.29 和 0.36，对应的 PE 分别为 22 倍、15 倍和 12 倍，低于行业平均水平。

我们认为公司全产业链经营模式为公司稳健长远的发展奠定坚实基础，低杠杆的财务结构又为公司的进一步扩张提供资金支持，可以实现逆周期的稳定增长。另外，公司的成本管控能力和抗风险能力也为公司的下一步发展保驾护航，未来不排除做大的可能。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.5 元。

◆ 风险提示：

政府光伏政策风险、公司电站业务增长不达预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1141.56	1462.002	1856.4124	2251.70
(+/-%)	56.81%	28.07%	26.98%	21.29%
净利润(百万元)	128.71	233.87	358.79	452.85
(+/-%)	314.38%	81.71%	53.41%	26.22%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.19	0.29	0.36
市盈率(PE)	42	23	15	12

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 深耕光伏行业，相关产业链全布局	5
(一) 历史沿革	5
(二) 股权结构及股东背景	6
(三) 产品种类齐全，产业链全布局	7
(四) 经营状况稳定，净利润稳步提升	8
二、 光伏行业蓬勃发展，行业机会突显	9
(一) 上半年行业增速超预期，电站运营利润丰厚	9
(三) 政策引导倒逼技术进步，促使行业健康发展	13
三、 公司投资亮点	15
(一) 转型电站运营，电费收入成为主要增长点	15
(二) EPC 业务逐步放量，成本管控优势明显	16
(三) 低杠杆抗风险，厚积薄发扩张潜力巨大	17
(四) 海外业务无双反，款到发货营收稳健	18
四、 盈利预测及估值	19
(一) 盈利预测	19
(二) 估值及投资建议	19
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 拓日新能五大产业基地	5
图表 2: 拓日新能集团架构	6
图表 3: 公司股权结构 (2016)	7
图表 4: 拓日新能四大产业链条	8
图表 5: 公司营业收入增长情况 (百万)	8
图表 6: 公司净利润增长情况 (百万)	8
图表 7: 营业收入结构 (按照项目划分)	9
图表 8: 我国多晶硅产量对比 (GW)	10
图表 9: 我国硅片产量对比 (GW)	10
图表 10: 我国电池片产量对比 (GW)	10
图表 11: 我国组件产量对比 (GW)	10
图表 12: 全国光伏发电新增装机情况 (GW)	10
图表 13: 产业链各环节毛利率对比	10
图表 14: 2017 年 1-5 月中国光伏产品进出口情况	11
图表 15: 2017 年上半年组件市场出口变化	11
图表 16: 印度太阳能 GHI	12
图表 17: 非洲太阳能 GHI	12
图表 18: 非洲和印度普遍好于中国 (GHI)	12
图表 19: 非洲和印度普遍好于中国 (DNI)	12
图表 20: 光伏产业化技术发展情况	14
图表 21: 各种晶硅电池转换效率趋势	14
图表 22: 各种电池技术市场占比	15
图表 23: 公司电站并网情况 (截至到 2017 年 6 月 30 日)	15
图表 24: 电费收入占比提升	16
图表 25: 拓日新能 EPC 工程案例	17
图表 26: 拓日新能资产负债率行业对比	18
图表 27: 公司各业务毛利率	18
图表 28: 太阳能草坪灯	18
图表 29: 太阳能集热器	18

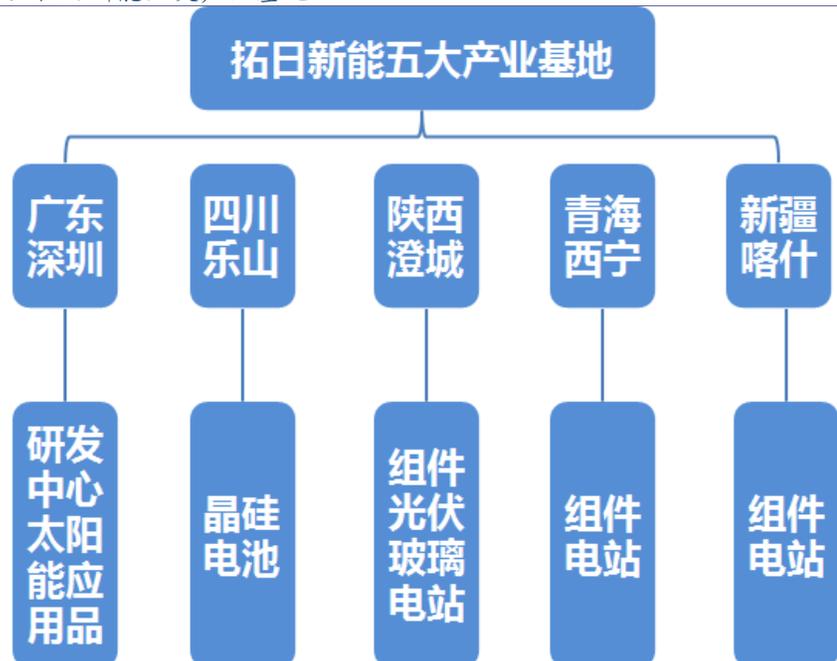
一、深耕光伏行业，相关产业链全布局

(一) 历史沿革

深圳市拓日新能源科技股份有限公司（股票代码 002218，简称“拓日新能”）注册资金 6.1817 亿元人民币，是首家登陆国内资本市场的纯太阳能企业。拓日新能历经 15 年的发展，目前的主营业务有：光伏组件、太阳能应用产品及光伏玻璃的研发、生产和销售；光伏地面电站、分布式电站和光伏扶贫电站的投资开发、承揽建设和运营业务；光热产品及新项目的研发和推广等。

- 2002 年，公司注册成立，是国内最早的一批太阳能先驱企业。
- 2008 年 2 月，公司在深圳交易所上市，成为首家登陆国内资本市场的纯太阳能企业
- 2009 年，公司在四川成立了太阳能电池生产基地；在陕西成立“太阳能组件和玻璃的基地”。
- 2012 年开始，公司先后在新疆喀什、陕西榆林、青海建设了 330MW 的光伏电站。
- 截至目前，拓日新能已拥有美国、德国、乌干达、乐山新天源、陕西拓日、喀什瑞城及青海拓日等 24 家子公司及深圳光明分公司，形成了遍及全球的销售服务网络，拥有广东深圳、四川乐山、陕西澄城、新疆喀什、青海西宁 5 大产业基地。

图表 1：拓日新能五大产业基地



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2: 拓日新能集团架构

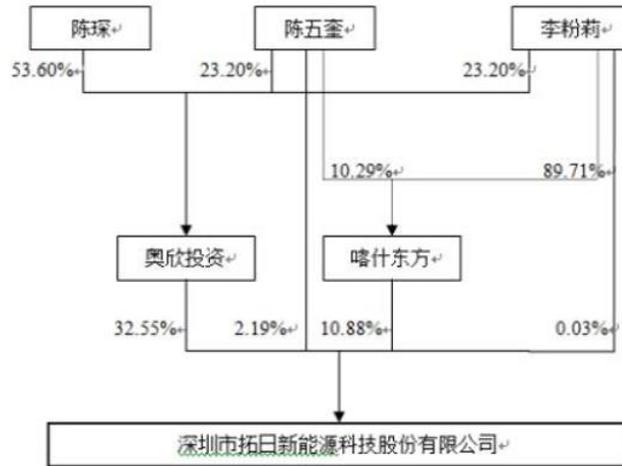


资料来源: 公司网站, 太平洋证券整理

(二) 股权结构及股东背景

公司于 2008 年 2 月 13 日向社会公开发行人民币普通股 (A 股) 4000 万股, 发行价格为 10.79 元/股。公司控股股东为深圳市奥欣投资发展有限公司 (原名深圳市奥欣太阳能科技有限公司)。实际控制人为陈五奎家族 (陈五奎本人、陈五奎之妻李粉莉、陈五奎之女陈琛), 三人在公司首次公开发行股票后合计持有本公司 71.54% 的股权。根据最新披露的年报显示, 目前三人合计持有本公司 45.65% 的股权, 仍然为本公司的实际控制人。

图表 3：公司股权结构（2016）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）产品种类齐全，产业链全布局

与国内其他太阳能电池企业相比，公司在产业链方面优势明显。产品种类齐全，产业链布局完善。产业链囊括了非晶硅、晶体硅、太阳能应用产品和太阳能热水器四大领域。

在晶体硅太阳能电池领域，形成了“晶体硅棒拉制/多晶硅浇铸-切片-电池芯片制造-电池-EPC 工程总承包”等较为完整的产业链结构。在非晶硅太阳能电池领域，完成了“石英石/石英砂-光伏太阳能玻璃-非晶硅电池-EPC 工程总承包-光伏电站运营”的全球最完整的产业链。在太阳能应用产品方面实现“产品研发设计-模具制作-塑料注塑-包装设计-产品组装”的产业链条；在平板型太阳能热水器领域实现“卷对卷镀膜-光热组件封装-光热系统”的产业链条。

公司的产品非常多样化，目前有单晶硅片、电池片及组件；多晶硅电池片及组件；非晶硅电池组件；镀膜钢化光伏玻璃；平板式太阳能集热器等大类产品。此外，公司还生产太阳能喷泉、太阳能照明灯、太阳能灭蚊灯等太阳能应用产品，远销海外 81 个国家和 31 家超市。

图表 4: 拓日新能四大产业链条



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(四) 经营状况稳定, 净利润稳步提升

2016 年, 公司实现营业收入 114,156 万元, 同比增长 56.81%, 实现营业利润 10,704 万元, 同比增长 593.56%, 利润总额 12,765 万元, 同比增长 274.88%, 归属于上市公司股东的净利润 12,871 万元, 同比增长 314.38%, 实现了公司业绩的大幅增长。2017 年上半年, 公司业绩依然保持较快增长。第一季度, 公司实现营业收入 32,638 万元, 同比增长 0.32%, 归属于上市公司股东的净利润 3,131 万元, 同比增长 14.9%。

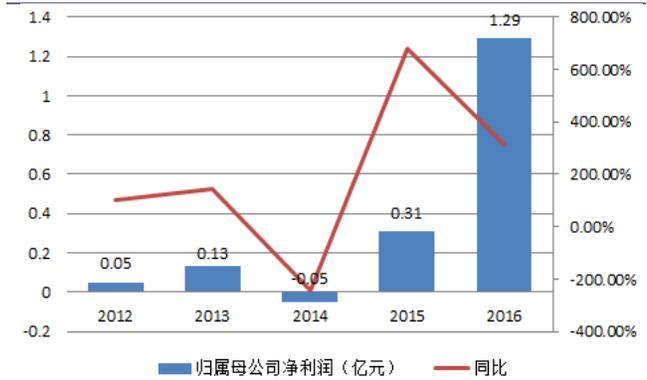
另外, 根据公司公布的业绩预测, 预计公司 2017 年 1-6 月份业绩预增, 预计净利润 7,500~9,500 万元, 增长 28.86%~63.22%。公司积极推进在国内的各项业务, 电费收入、组件销售继续发力, EPC 工程承揽业务大幅度增长, 对公司业绩产生积极影响。

图表 5: 公司营业收入增长情况 (百万)

图表 6: 公司净利润增长情况 (百万)



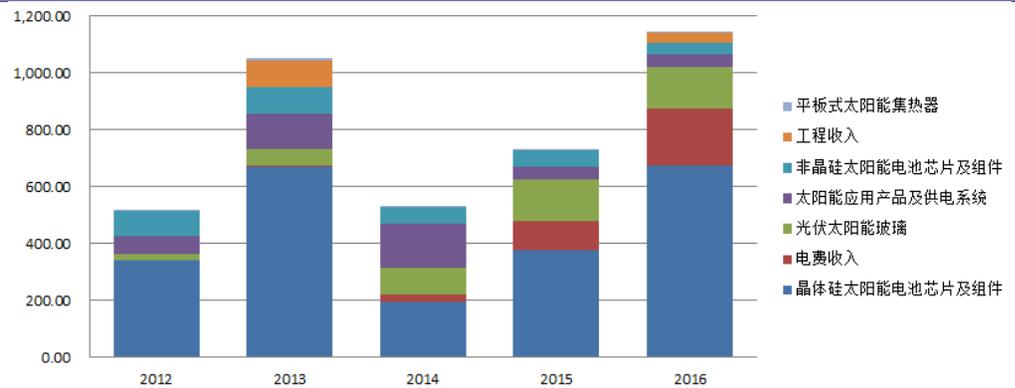
资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 7: 营业收入结构 (按照项目划分)

百万



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

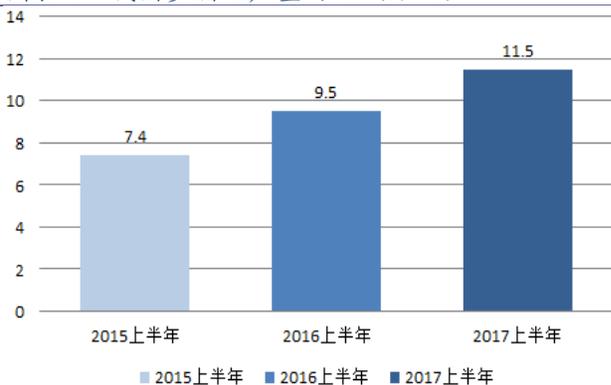
二、光伏行业蓬勃发展, 行业机会突显

(一) 上半年行业增速超预期, 电站运营利润丰厚

根据光伏业协会的最新数据, 2017 年上半年新增光伏装机量 24.4GW, 总装机量已经达到 101.82GW, 其中, 光伏电站 84.39GW, 分布式光伏 14.73GW。今年的抢装潮如约而至的同时增速超预期。行业发展的特征是规模增速“快”, 产业化技术水平“高”, 产能布局“优”, 应用市场“活”。上半年光伏行业的规模持续扩大, 成本持续下降, 技术不断进步。多晶硅方面, 2017 年上半年的产量约为 11.5 万吨, 同比增长 21%; 行业产能利用率在 90% 以上; 生产成本降至 9 美元/kg 以下。硅片方面, 2017 年上半年产量约为 36GW, 同比增长 20% 以上; 行业产能利用率在 80% 以上; 生产成本降至 6 美分/瓦以下。电池片方面, 2017 年上半年产量 32GW, 同比增长超过 28%; 单、多晶电池效率提升至 21% 和 19%; 产能利用率在 80% 以上。组件方面, 2017 年上半年产量超过 34GW, 同比增长 25.9% 以上; 二季度产能利用率在 85% 以上; 组件加工成本在 12 美分/瓦以下。

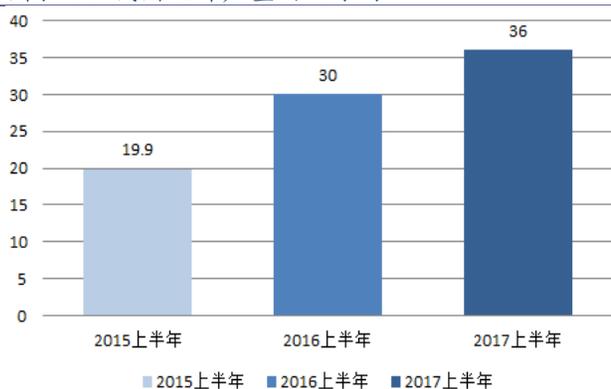
光伏产业链上到多晶硅料的拉晶铸锭，下到光伏电站的建设和运营，每一环节都是必不可少的，而其中各环节的盈利性存在着差异，我们统计了现有的涉及光伏制造及电站运营的上市公司的最新披露的毛利率数据发现，在所有的环节中，电站运营的电费收入毛利率是最丰厚的，平均行业毛利率达到了 57.54%。并且我们也发现企业在扩张的过程中，也更偏好向下游延伸。

图表 8：我国多晶硅产量对比（万吨）



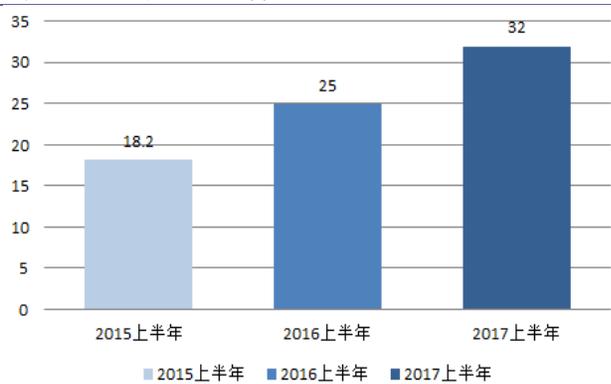
资料来源：光伏协会，太平洋证券整理

图表 9：我国硅片产量对比 (GW)



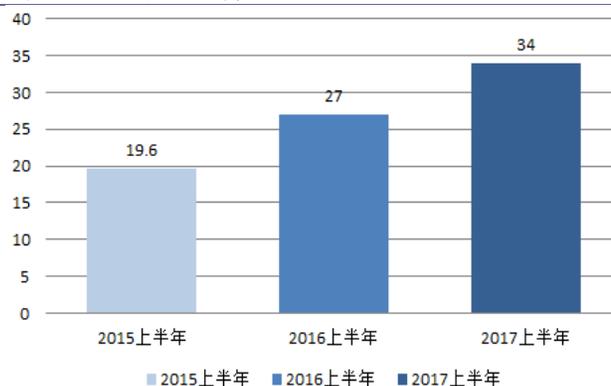
资料来源：光伏协会，太平洋证券整理

图表 10：我国电池片产量对比 (GW)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

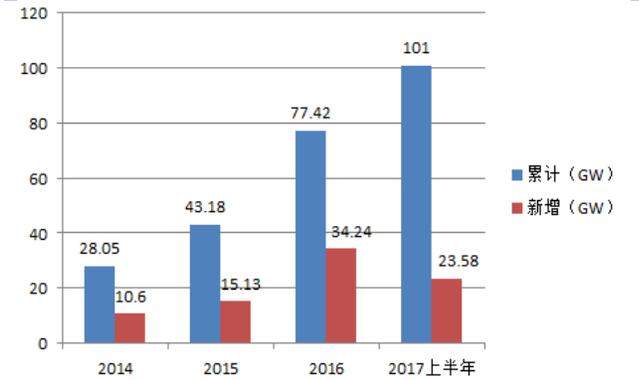
图表 11：我国组件产量对比 (GW)



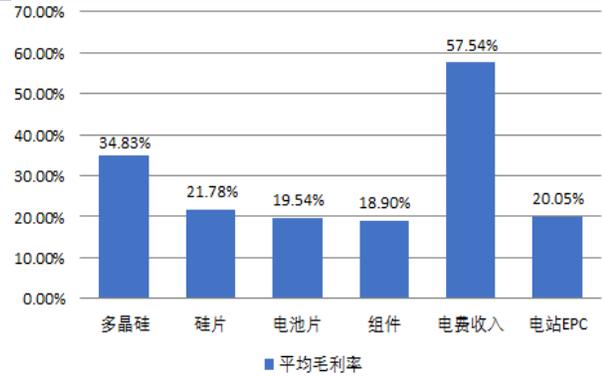
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：全国光伏发电新增装机情况 (GW)

图表 13：产业链各环节毛利率对比



资料来源: 光伏协会, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) “一带一路”时代机遇, 海外市场机会潜伏

据海关总署统计, 2017 年上半年光伏产品每月出口额均超过 10 亿美元, 月均出口额为 11.27 亿美元; 光伏产品出口额同比下降, 出口量却同比增加, 其中硅片同比增加 21.6%, 电池片同比增加 36.4%, 组件同比增加 40.7%。随着海外工厂的设立, 硅片的主要出口市场由中国台湾转移到马来西亚、泰国、越南等东南亚市场; 组件出口市场由欧洲、美国、日本等成熟市场转向新兴市场的趋势明显, 包括印度、巴西、巴基斯坦、墨西哥等; 多晶硅每月进口量均超过 1 万吨, 月均进口量为 1.12 万吨。

图表 14: 2017 年 1-5 月中国光伏产品进出口情况

产品	出口额 (亿美元)	同比 (%)	出口量	同比 (%)
硅片	10.9	-10.40%	16.9 亿片	21.60%
电池片	2.98	-14.80%	1.5GW	36.40%
组件	42.5	-10.10%	12.3GW	40.70%
总计	56.4	-10.40%		
产品	进口额 (亿美元)	同比 (%)	进口量 (万吨)	同比 (%)
多晶硅	8.3	0.60%	5.6	-1.00%

资料来源: 海关总署, 太平洋证券整理

图表 15: 2017 年上半年组件市场出口变化

组件市场	国家和地区	同比 (%)
成熟市场	美国	-96.60%
	日本	-12.20%
	荷兰	-73.70%
	德国	-96.30%
新兴市场	巴基斯坦	14.10%
	巴西	117.90%
	墨西哥	284.70%
	约旦	192.30%

资料来源: 海关总署, 太平洋证券整理

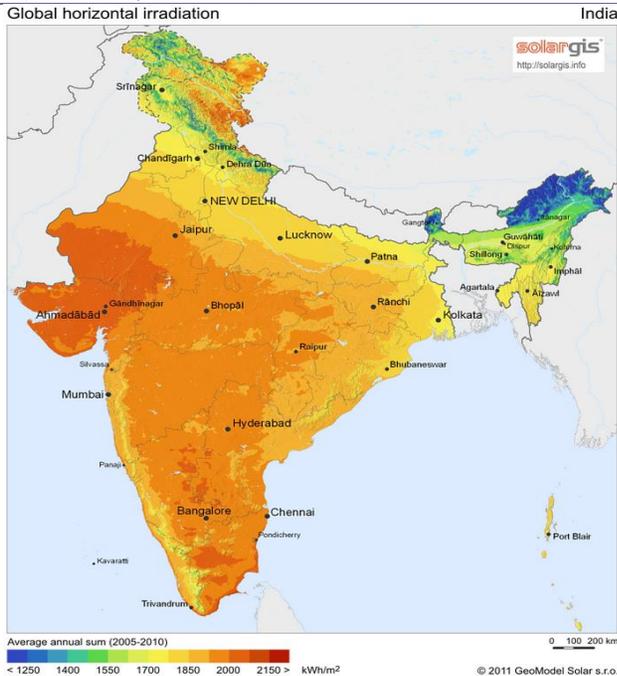
在新常态下, 绿色、低碳、循环发展是国家的发展战略, “一带一路”在目前新的历史背景下, 为我国的“光伏企业”走出去带来了新的机遇。国内主要光伏制造业厂商瞄准海外市场, 特别是印度、东南亚和非洲等缺电和缺基础设施严重的地区。

印度太阳能资源十分丰富。印度在世界前 20 位经济体中平均日照量排第一。尤其是拉贾斯坦

邦有广袤的沙漠地带，常年日照充足，平均每年有 250-300 个晴天。同时，印度政府大力支持光伏业的发展。目前，印度光伏装机容量仅为 10GW 左右，政府目标是到 2022 年累计装机量为 100GW。印度本地的光伏制造业企业和人员技术、资金、设备等资源有限，需要国外企业大力投资，并且政府加大对光伏业的政策扶持。国内有实力的相关公司目前正在积极布局印度市场（包括但不限于电池片、组件、光伏玻璃和电站等上中下游）。

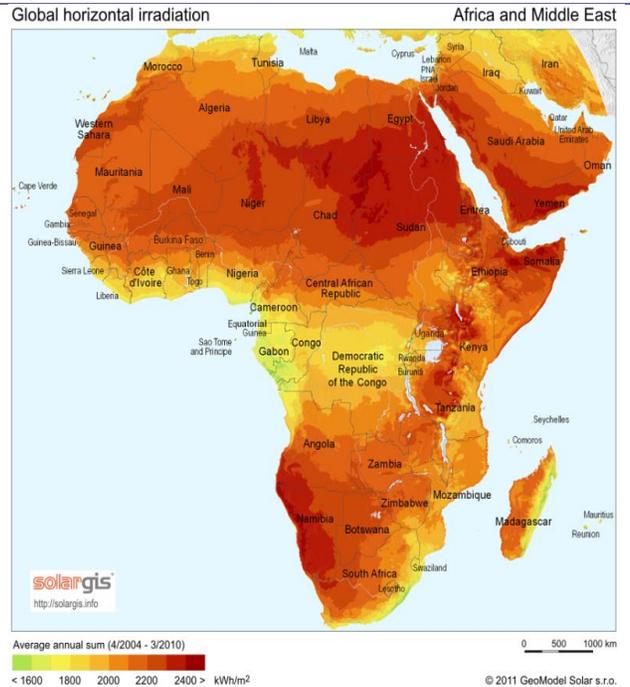
非洲人口全球占比 15%，约有 6 亿人仍未通电。电力不足造成的经济损失占非洲 GDP 的 4%。非洲新能源发展的驱动因素主要有以下几方面因素促进：一是政治以及经济持续地趋于稳定（非洲大部分国家政治稳定，比如南非、埃及、埃塞俄比亚、厄立特里亚、肯尼亚，赞比亚，莫桑比克，阿尔及利亚，坦桑尼亚，纳米比亚，摩洛哥、博茨瓦纳和塞内加尔等国）；二是城市化进程加速以及人口增长；三是基础设施缺乏的迫切需求；四是工业化进程对电力供给需求的增大；五是新能源成本的持续下降。比如，南非政府高度重视新能源的发展，明确提出到 2030 年实现新能源发电量占发电总量 42% 的目标。摩洛哥政府已经制定了到 2030 年可再生能源发电占发电装机容量 50% 的目标。

图表 16: 印度太阳能 GHI



资料来源: solarGIS, 太平洋证券整理

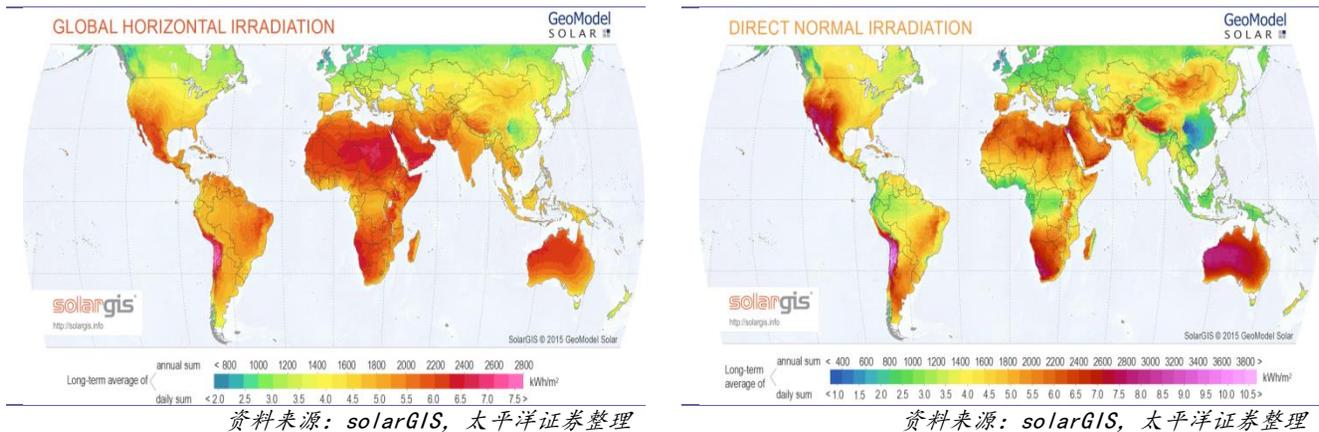
图表 17: 非洲太阳能 GHI



资料来源: solarGIS, 太平洋证券整理

图表 18: 非洲和印度普遍好于中国 (GHI)

图表 19: 非洲和印度普遍好于中国 (DNI)



由此可见，不管是从优越的地理位置来看，还是政府层面的支持和规划，印度、非洲等海外市场空间广阔，中国光伏产能已占到全球的 70%，中国的光伏产品在价格和质量上具有明显的优势，未来中国的光伏企业将会进一步拓展海外布局，全球影响力将进一步加强。

(三) 政策引导倒逼技术进步，促使行业健康发展

2017 年 2 月 20 日，工信部电子信息司发布《中国光伏行业发展路线图》(2016 年版)，涵盖了光伏产业链各环节，涉及多晶硅、硅棒/硅锭/硅片、电池、组件、平衡部件、系统等各环节的 62 项关键指标。光伏产业是我国具有国际竞争优势的战略性、朝阳性产业。近年来，在政策引导和市场需求双轮驱动下，我国光伏产业快速发展，产业规模迅速扩大，产业链各环节市场占有率多年位居全球首位，已经成为世界上重要的光伏大国。通过制定产业发展路线图的方式引领产业发展方向，有利于中长期的产业布局和规划，有利于进一步扩大我国光伏制造业优势，有利于抢占产业发展的制高点，有利于在世界上引领全球光伏产业的发展。因此，作为全球光伏制造和光伏应用大国，制定符合我国国情的光伏产业发展路线图，对于引导光伏产业“十三五”期间健康良性发展具有重要意义。

5 月 22 日，国家能源局综合司印发《关于 2017 年建设光伏发电先进技术应用基地有关要求的通知》(征求意见稿)(即升级版领跑者计划)，通知要求，在 2015 年“领跑者”指标的基础上，根据产业技术提高水平提高 2017 年“领跑者”技术。多晶硅电池和组件转换效率分别达到 19.5% 和 17% 以上，单晶硅电池和组件转换效率分别达到 21% 和 18% 以上。光伏领跑者计划以技术领先为评优标准，鼓励技术、管理、电价多方面最优组合的企业投资，通过市场配置资源的决定性作用，来提高光伏产品的市场准入标准，逐步推进技术进步、产业升级和平价上网，是国家政策对光伏行业的正确引导。这次的转换率要求相比 2015 年的标准又有了新的提升，这就促进了优质企业在技术上下功夫，力争通过技术进步来降低成本，早日实现光伏的平价上网。

2017 年上半年，光伏技术发展突飞猛进，光伏产品的世界纪录不断被打破。日本 Kaneka 公司研发的 HBC 电池达到 26.3%，再次创造新的世界记录，比之前的记录提高了 0.7%。德国弗朗霍夫利用 Topcon 技术研制的 N 型多晶电池转换效率达到 21.9%，刷新了新的世界记录。天合光能研发大面积 6 英寸全背电极太阳电池（IBC）效率达到 24.13%，创造新的世界记录。斯坦福研究组钙钛矿-硅基叠层电池转换效率达到 23.6%。

随着光伏产业的技术不断进步（单晶和多晶的转换效率不断提高）、制造成本的加速降低以及相关“领跑者计划”的实施，可以预计光伏标杆电价水平将会进一步下降（目前仍然高于全球先进水平），并且政府鼓励招标等市场竞争方式确定光伏发电项目业主和上网电价，促进行业集中度进一步提高和优胜劣汰的良性发展。

图表 20：光伏产业化技术发展情况

多晶硅	硅片	晶硅电池	组件	逆变器
流化床法	连续投料或 CCZ	钝化技术	双 bo5/双面组件	50kW 以上串组
电子级硅料	G6 改 G7, G8	/PERC/PERL	高耐压	MW 级集中式
冷氟化及多对棒	金属线切割	细棒线/5 主栅/ 无主栅	低 CTM	带 SVG 功能
还原炉	铸锭单晶	金刚线硅片黑硅 制绒 N-PERC/异质结	智能组件	集散式

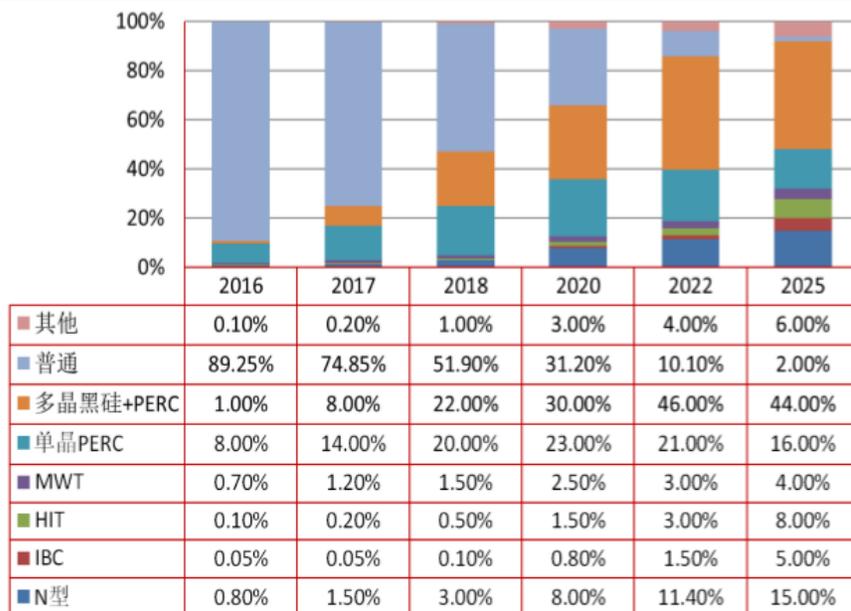
资料来源：光伏业协会，太平洋证券整理

图表 21：各种晶硅电池转换效率趋势

晶硅电池平均转换效率	2016 年	2017 年	2018 年	2020 年	2022 年	2025 年
PERT N 型单晶电池平均转换效率	20.5%	21.0%	21.5%	22.1%	22.5%	23.0%
BSF P 型单晶电池平均转换效率	19.8%	20.0%	20.2%	20.5%	20.8%	21.0%
BSF P 型多晶电池平均转换效率	18.5%	18.7%	18.9%	19.5%	19.7%	20.0%
PERC P 型单晶电池平均转换效率	20.5%	20.7%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%
PERC P 型多晶电池平均转换效率	19.0%	19.3%	19.6%	19.7%	20.0%	20.4%
黑硅多晶电池平均转换效率	18.9%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%	20.0%
PERC+黑硅多晶电池平均转换效率	19.2%	19.6%	19.8%	20.1%	20.3%	20.7%
异质结 N 型单晶电池平均转换效率	21.5%	22.0%	22.5%	23.5%	24.0%	25.0%
背接触 N 型单晶电池平均转换效率	23.0%	23.3%	23.6%	24.0%	24.2%	24.5%

资料来源：《中国光伏行业发展路线图 2016 版》，太平洋证券整理

图表 22：各种电池技术市场占比



资料来源：《中国光伏行业发展路线图 2016 版》，太平洋证券整理

三、公司投资亮点

(一) 转型电站运营，电费收入成为主要增长点

报告的前章提到目前来看，光伏行业产业链各环节中，电站运营的毛利是最高的，行业平均毛利率达到近 60%。虽然国家下调了光伏发电的标杆上网电价，导致单位电费收入呈现一定的下滑，但是，随着技术的进步，组件的成本和价格也在下滑，并且下滑的幅度比电价更甚，这就从一定程度上削减了上网标杆电价的下调给电费收入带来的影响。光伏电站的寿命基本上可以达到 25-30 年，这就给运营光伏电站的投资商带来至少 25 年的稳定收入和现金流。据测算，目前光伏电站的投资内部收益率可以保持在 10%-15%，这对运营企业来说是有较大吸引力的。

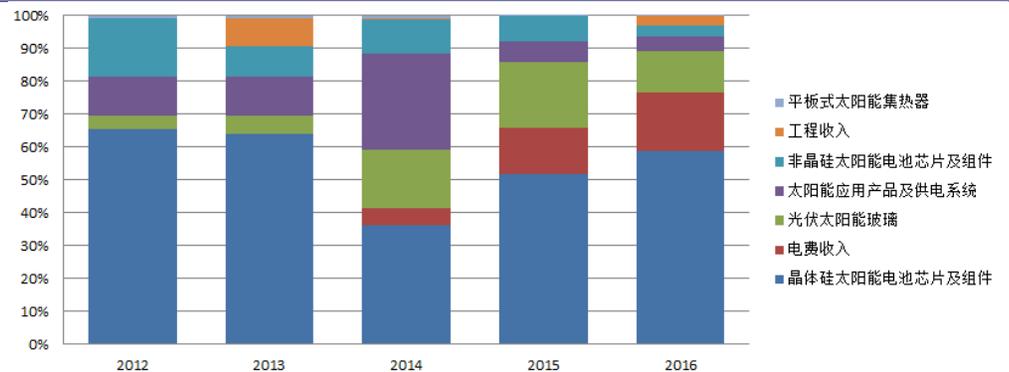
拓日新能在战略上积极布局电站的建设与运营，据公司公开资料统计，2016 年公司的电费收入达到 2.03 亿，同比增加了近 1 倍。截至到 2017 年上半年，公司在新疆、山西、青海三地一共并网运行了 330MW 的电站项目，预计 2017 年底，公司自有的并网运行电站将达到 400-500MW，电费收入成为公司新的增长点。公司规划未来自有的地面电站将扩大到 1GW，为公司的长期稳定的发展提供了强有力的支撑。

图表 23：公司电站并网情况（截至到 2017 年 6 月 30 日）

光伏电站名称	规模 (MW)	上网电价 (元/kwh)	投产时间	预测发电量 (万度)	预计收入 1(万元)	项目公司占比	预计收入 2 (万元)
陕西蒲城	10	0.32	2013.1	1300	416	100%	416
新疆喀什瑞城一期	20	1	2013.1	3000	3000	100%	3000
陕西定边一期	50	1	2013.1	7900	7900	100%	7900
新疆岳普湖	20	0.95	2015.5	3000	2850	100%	2850
陕西定边二期	110	0.95	2015.1	15000	14250	100%	14250
青海拓日共和县	30	0.95	2016.6	4500	4275	100%	4275
陕西拓日澄城	20	0.88	2017.6	2415.6	2125.7	100%	2125.7
青海拓日联合体一	50	0.88	2017.6	7500	6600	30%	1980
青海拓日联合体二	20	0.88	2017.6	3000	2640	20%	528
小计	330			47615.6	44056.7		37324.7

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 24: 电费收入占比提升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) EPC 业务逐步放量, 成本管控优势明显

公司凭借公司十年来的光伏电站设计、安装及运营经验, 依托全产业链结构以及优异的成本控制能力, 能够迅速有效地向市场提供高效低成本各类光伏产品, 并且已具备有竞争力的 EPC 建设成本优势。由于公司的产品涉及产业链各个环节, 在 EPC 的过程中, 可以使用自己的组件和支架, 既保证了 EPC 项目过程的高效率, 又能有效控制成本, 获取更大的利润空间, 同时也保证

了公司自有产品的销售。在整个 EPC 流程中，70%-80%的成本可以由公司自身进行控制，强有力的 EPC 建设优势得到市场的强烈认可。公司 2017 年大力扩展 EPC 业务，抓住市场先机，为进一步的发展增强了动力。预计到 2017 年底，公司的 EPC 将达到 60MW，同比增加 5 倍。

分布式光伏是十三五期间国家政策的重点，发展潜力巨大，市场空间广阔，公司未来将加大分布式电站开发的力度，EPC 业务有望进一步提升。

图表 25：拓日新能 EPC 工程案例

EPC 工程案例

国内 EPC 工程案例

BIPV（分布式光伏发电）



地面电站



国外 EPC 工程案例

地面电站



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

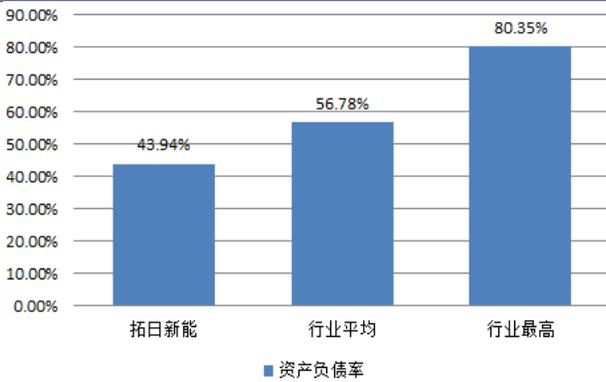
（三）低杠杆抗风险，厚积薄发扩张潜力巨大

拓日新能和光伏行业一般的高负债率极速扩张模式不同，一直坚持稳健的低杠杆的发展路线，保持较低的资本负债率。对比来看，公司目前的资产负债率为 43%左右，远低于行业平均和行业最高水平。低杠杆经营赋予了公司很强的抗风险能力，使其在经历了光伏行业大周期危机中存活

下来，并逐步发展壮大。

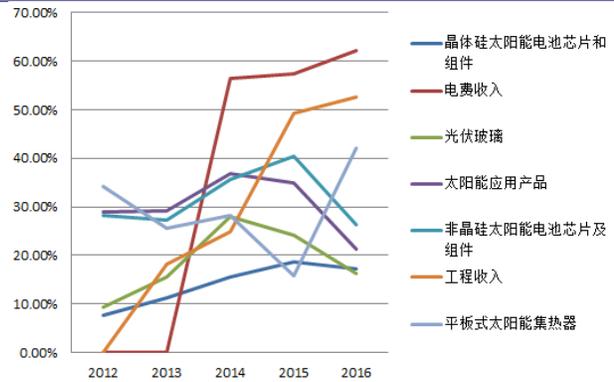
一方面，低杠杆的经营策略为公司下一步的电站开拓积聚了力量，公司资金充足，后劲十足，实力和潜力都不容小觑。另一方面，公司利用在青海、陕西、喀什等当地的产业来带动当地的电站建设，在拿地方面具有绝对优势，这也是公司长期进行相关产业布局的成果。此外，从公司各业务的分项毛利率来看，电站 EPC 和电站运营是利润最丰厚的，公司在战略层面往这两块业务扩张，将会大幅提升公司的整体利润率。公司厚积薄发，业绩爆发可期。

图表 26: 拓日新能资产负债率行业对比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 27: 公司各业务毛利率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(四) 海外业务无双反，款到发货营收稳健

拓日新能的太阳能产品除了多晶、单晶和非晶之外，还有太阳能应用产品，可以说是国内做太阳能产品最齐全的企业之一。拓日新能的太阳能应用产品包括太阳能喷泉、太阳能照明灯、太阳能灭蚊灯和太阳能热水器等，远销到海外 81 个国家，合作超市达到 31 家。预计太阳能民用产品每年有 3 个亿的市场容量，公司每年可以实现近 4000 万的销售收入，国内很少有企业涉足该领域，这类业务毛利率较高（2016 年公司太阳能应用产品 21.24%，太阳能集热器 42.22%），并且不受欧美双反的影响，对公司业绩的支撑非常稳健。

图表 28: 太阳能草坪灯

图表 29: 太阳能集热器



资料来源：公司网站，太平洋证券整理



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

预计公司 2017 年在 EPC 工程收入上发力，比 2016 年增长 5 倍，预计电站并网量在年底会达到 400-500MW，电费收入将在 2018 年将迎来爆发。晶硅组件收入将随着产能和下游需求的增加稳定增长，其他业务平稳发展。未来公司的电费收入将占到主营收入的 70%-80%，带动公司整体营业收入大幅度增长。

经过测算，预计公司 2017-2019 年营业收入分别同比增长 28.07%、26.98%和 21.29%，2017-2019 年净利润分别同比增长 81.71%、53.41%和 26.22%。

(二) 估值及投资建议

截至 2017 年 7 月 28 日，公司的收盘价为 4.45 元，总市值为 55.02 亿元，对应的 2017 年-2019 年 EPS 是 0.19、0.29 和 0.36，对应的 PE 分别为 23 倍、15 倍和 12 倍，低于行业平均水平。

我们认为公司全产业链经营模式为公司稳健长远的发展奠定坚实基础，低杠杆的财务结构又为公司的进一步扩张提供资金支持，可以实现逆周期的稳定增长。另外，公司的成本管控能力和抗风险能力也为公司的下一步发展保驾护航，未来不排除做大做强可能。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.5 元。

五、风险提示

政府光伏政策风险、电站业务增长不达预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。