

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2017年08月23日

市场数据

目前股价	4.67
总市值（亿元）	57.74
流通市值（亿元）	56.75
总股本（万股）	123,634
流通股本（万股）	121,531
12个月最高/最低	5.35/4.00

分析师

甄峰 075583516231

Email: zhenfeng@cgws.com

执业证书编号: S1070516100001

联系人（研究助理）：

黄红卫 010-88366060-8787

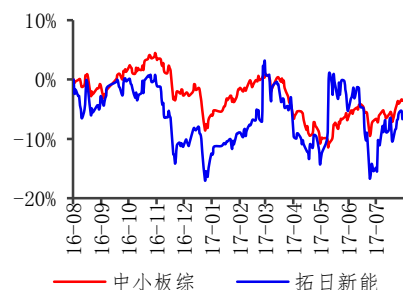
Email: huangwh@cgws.com

从业证书编号: S1070116080084

林彦宏 0755-83881635

Email: linyh@cgws.com

从业证书编号: S1070117010015

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<半年报业绩延续高增长——拓日新能

(002218) 公司动态点评>> 2016-08-24

<<反转势不可挡，预计全年高增长持续——

拓日新能(002218) 公司动态点评>>

2016-04-05

<<业绩符合预期，四季度有望高增长>>

2015-10-29

EPC 工程收入大幅增长 24 倍，驱动业绩高速增长

——拓日新能(002218) 公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1769	2566	3335
(+/-%)	55.0%	45.0%	30.0%
净利润	200	302	405
(+/-%)	55.0%	51.4%	34.2%
摊薄 EPS	0.16	0.24	0.33
PE	28.93	19.11	14.24

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**8月22日，拓日新能(002218.SZ)公布《2017年半年度报告》。2017年上半年，公司实现营收8.29亿元，同比增长29.35%，实现归母净利润0.87亿元，同比增长49.63%。对此我们点评如下：
- 业绩稳步提升，高于市场预期：**根据《2017年半年度报告》：2017年上半年，公司实现营收8.29亿元，同比增长29.35%，实现归母净利润0.87亿元，同比增长49.63%，净利润接近业绩预测(0.75亿-0.95亿、同比28.86%-63.22%)上限，高于市场预期。业绩增长主要系“光伏EPC工程承揽收入大幅增加、组件销售稳步提升”所致。鉴于“电站运营和EPC工程承揽业务”增长势头良好，及“分布式电站EPC项目带动组件销售”，公司预计2017年1-9月归母净利润变动幅度在1.16-1.5亿元(37.45%-77.74%)，业绩呈现稳步提升。
- EPC工程收入大幅增长24倍，并驱动公司组件收入销售增长：**2017年上半年，拓日新能整体毛利率22.12%，毛利率比去年降低-3.37个百分点，主要系“相对低毛利率的EPC工程营收占比大幅增加”所致，不过EPC工程基数大，并可带动集团系列产品销售。报告期内，公司电费收入毛利率高达62.12%，远高于“晶体硅太阳能电池芯片及组件业务毛利率(15.21%)及EPC工程收入毛利率(18%)”。目前，公司自持运营的光伏电站项目共计260MW，未来计划自有并网电站达到1GW，电费收入将显著贡献公司营收，毛利率有望整体提升。分业务而言，2017年上半年：1) EPC工程实现2.11亿元，同比大幅增长24倍，营收占比由去年同期1.30%提升至25.50%，成为公司业绩的重要支撑。公司EPC工程建设经验丰富、成本优势明显，EPC业务承揽进展加快；2) 晶体硅太阳能电池芯片及组件业务实现4.27亿元(营收占比51.60%)，同比增长18.08%，主要系“项目EPC以及屋顶分布式EPC带动公司组件销售”所致；3) 电费收入实现1.10亿元(营收占比13.28%)，同比降低-11.93%，主要系

“光伏电站政府电价补贴下降”所致。公司计划不断累加持有电站，每年通过发电收益来实现稳定投资回报。

- **费用管控效果显著，业绩质量有所改善：**期间费用而言，2017年上半年：1) 销售费用同比降低-35.54%，主要系“收入结构调整、及集团化管控费用性开支”所致；公司上半年推出“以项目带动产品销售的打包模式”，降低营销费用；2) 管理费用略微下降-3.14%，主要系“集团化管控费用性开支”所致；3) 财务费用大幅增加 81.33%，主要系“EPC 业务拓展及信贷规模增长”所致。期末，公司应收账款为 9.69 亿元，应收账款与总资产比例从去年同期 14.11% 提升至 18.18%，主要系“垫资 EPC 工程增加”所致。公司采取了严密的风控措施，比如股权质押和收益权质押，风险可控。此外，2017 年上半年，公司实现经营活动产生的现金 0.12 亿元，虽然低于同期净利润，但现金流同比增长 82.56%，业绩质量有所改善。
- **光伏行业增长较快，国内企业的竞争优势较强：**太阳能发电是国家和地方支持的一个朝阳行业，行业发展迅速，光伏发电在未来 20 年都将持续增长。根据工信部《2016 年我国光伏产业运行情况》，2016 年，中国光伏产业总产值已达 3360 亿，硅片、组件等等产业链各环节生产规模在全球占比均超过 50%，继续位居全球首位。其中，2016 年多晶硅产量 19.4 万吨，同比增长 17.5%；硅片产量约 63GW，同比增长 31.2%，光伏电池产量约为 49GW，同比增长 19.5%，光伏组件产量约为 53GW，同比增长 20.7%，光伏新增并网装机量达到 34.5GW（累计装机容量约为 77GW），同比增长 127%。而 2016 年全球光伏新增装机容量约为 73GW，同比增长率为 38%，中国光伏新增装机增速远高于全球增速。此外，中国光伏行业的生产规模大、成本持续降低，先进多晶硅企业成本已下降至 70 元/千克以下，晶体硅组件成本下降至 2.5 元/瓦以下，部分光伏发电成本下降至 0.65 元/度水平，竞争实力持续加强。拓日新能在光伏行业积累 15 年，拥有非晶硅太阳能电池全套生产线设备制造和生产工艺技术、高效晶体硅太阳能电池关键设备制造及生产工艺技术、新型平板太阳能集热器关键设备制造及生产工艺技术、光伏玻璃关键设备制造及生产工艺技术，在全球光伏行业中独树一帜。
- **全产业链布局光伏行业，EPC 建设及电站运营优势明显：**拓日新能形成全产业链布局的商业模式，公司拥有最全面的太阳能产品，产业链涵盖了非晶硅薄膜电池、晶体硅太阳能电池、太阳能应用产品、光伏玻璃和太阳能集热器等领域。1) 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。2) 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”、“从石到电”的全球最完整的产业链。3) 太阳能应用领域：可实现“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；4) 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。拓日新能的电站运营业务持续快速扩张，将成为未来公司业绩的最主要来源，2017 年上半年，公司电费收入的毛利率高达 62.12%。依托公司在布局光伏全产业链后，公司已经完全实现太阳能设备自主生产，从而有效控制光伏电站建设成本，形成具备竞争力的 EPC 建设优势，并高效低成本地提供各类

太阳能产品，有效保证了自有电站的投资高收益，并可实现低成本的快速扩张。此外，“产品种类多样化、海外营收占比较高”，也使公司具备较强市场抗风险能力。

- **杠杆率低，发展后劲较强，业绩确定程度高：**2017 年上半年末，公司资产负债率为 47.66%，远低于行业 60-80%的资产负债率，财务杠杆有较大提升空间。公司稳健财务状况也使得公司具备多种方式融资的能力，并获得更多的政策性银行、商业银行对公司给予授信支持，从而为实现公司战略目标提供可靠的资金保障，发展后劲较强。当前，公司一共持有 260MW 的电站，今年计划再持有 90-100MW（相当于前几年工作量的 70-80%）。此外，公司上半年已经完成约 51MW 的 EPC（去年总共做了 10MW 的 EPC），下半年的 EPC 计划仍在继续推进，业绩存在较强支撑。电站的下游需求稳定（居民用电、工业用电），“公司光伏全产业链布局”保证了电站建立与运营的低成本，公司业绩确定程度高。我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 2.00 亿、3.02 亿、4.05 亿，对应摊薄 EPS 分别为 0.16 元、0.24 元、0.33 元，当前股价（4.67 元/股）对应 PE 分别为 28.9X、19.1X、14.2X，维持【推荐】评级。
- **风险提示：**政府政策、政府补贴变化风险；业绩增速不及预期风险；

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	728	1142	1769	2566	3335	成长性					
营业成本	525	837	1292	1873	2435	营业收入增长	33.4%	56.8%	55.0%	45.0%	30.0%
销售费用	41	43	66	96	125	营业成本增长	34.9%	59.4%	54.3%	45.0%	30.0%
管理费用	84	86	133	193	251	营业利润增长	-153.8%	593.6%	100.1%	56.3%	36.3%
财务费用	50	45	38	38	33	利润总额增长	-1105.9%	274.9%	83.9%	51.4%	34.2%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	-728.8%	314.4%	55.0%	51.4%	34.2%
营业利润	15	107	214	335	456	盈利能力					
营业外收支	19	21	21	21	21	毛利率	27.9%	26.7%	27.0%	27.0%	27.0%
利润总额	34	128	235	355	477	销售净利率	4.3%	11.3%	11.3%	11.8%	12.2%
所得税	3	-1	35	53	72	ROE	1.2%	4.8%	7.0%	9.8%	11.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	3.0%	5.1%	5.8%	8.7%	9.7%
净利润	31	129	200	302	405	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	5.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
流动资产	1428	1710	3026	3801	4997	管理费用/营业收入	11.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
货币资金	59	138	354	513	667	财务费用/营业收入	6.8%	4.0%	2.1%	1.5%	1.0%
应收和预付款项	582	837	1304	1801	2235	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	564	518	1151	1269	1878	所得税/利润总额	8.8%	-0.8%	15.0%	15.0%	15.0%
其他流动资产	224	217	217	217	217	应收账款周转率	1.61	1.56	1.82	1.71	1.94
非流动资产	2657	2942	2605	2268	1928	存货周转率	0.93	1.62	1.12	1.48	1.30
固定资产	2322	2563	2262	1961	1660	流动资产周转率	0.37	1.01	0.86	0.81	0.71
资产总计	4085	4653	5631	6068	6925	总资产周转率	0.18	0.25	0.31	0.42	0.48
流动负债	1061	876	1703	1910	2459	偿债能力					
短期借款	289	360	142	563	95	资产负债率	36.2%	41.9%	49.3%	49.2%	51.0%
应付和预收款项	772	516	1561	1347	2365	流动比率	1.31	1.79	1.70	1.91	1.97
非流动负债	416	1073	1073	1073	1073	速动比率	0.59	1.02	0.93	1.16	1.14
长期借款	143	692	692	692	692	每股指标 (元)					
负债合计	1478	1949	2776	2983	3532	EPS	0.03	0.10	0.16	0.24	0.33
股东权益	2607	2704	2855	3085	3393	每股净资产	2.11	2.19	2.31	2.50	2.74
股本	618	618	618	618	618	每股经营现金流	-0.09	0.12	0.17	0.13	0.12
留存收益	55	152	303	533	841	每股经营现金/EPS	-3.77	1.15	1.08	0.53	0.38
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	4085	4653	5631	6068	6925	PE	185.88	44.86	28.93	19.11	14.24
现金流量表 (百万)						PEG	1.64	0.96	0.54	0.41	0.36
经营活动现金流	37	25	506	-164	741	PB	2.21	2.14	2.02	1.87	1.70
其中营运资本减少	-506	468	489	567	648	EV/EBITDA	14.76	10.12	6.23	5.76	4.38
投资活动现金流	-652	-293	18	18	18	EV/SALES	4.56	3.45	2.10	1.61	1.10
其中资本支出	671	262	0	0	0	EV/IC	1.09	1.05	1.01	0.95	0.88
融资活动现金流	496	407	-307	306	-605	ROIC/WACC	0.03	0.05	0.05	0.07	0.09
净现金总变化	-118	140	216	159	154	REP	36.25	20.44	21.50	12.98	9.99

研究员介绍及承诺

甄峰: 首席中小市值研究员, 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 6年证券研究经验, 覆盖过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

黄红卫: 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

林彦宏: 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士, 2016年11月加入长城证券, 任中小市值研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>