

上下游稳健扩张 风险抵抗增强 增持首次

投资要点：

- 上半年业绩同比增长 60.90%，环比下降 4.25%，毛利率同比下降 4.96%
- 应收账款占比小，现金流较好，收入质量高，下半年盈利空间将打开
- 稳健扩张，逐步延伸垂直产业链，进军硅片与电站，拟参股多晶硅

报告摘要：

- 上半年营收同比增长 21.69%，净利润同比增长 60.90%。** 主要因为上市后业务规模扩大，汇兑损失减少，期间费用同比大幅度下降 10.90%。
- 上半年营收环比下降 4.25%，业绩环比下降 25.44%。** 考虑到二季度光伏产品价格大幅下跌约 20%，出货量环比仍有显著增长。虽然欧洲市场增长速度减缓，但公司产品销售仍然顺畅，并且回款速度相对较快。
- 上半年主营业务毛利率是 16.3%，同比下降 4.96%，环比下降 5.05%。** 主要原因是电池片及组件价格下降，且多晶硅及硅片价格下跌滞后于组件，公司毛利率空间受到压缩。6 月份多晶硅料价格出现大幅下跌，组件价格稳中有升，毛利率在三季度将会提高。
- 硅料价格虽然有所反弹，但预计硅料价格涨幅有限，下半年盈利空间稳定。** 原因是下半年国内大量多晶硅产能释放，缓解多晶硅供不应求局面，并且单位生产成本将有望下降，多晶硅价格上涨的空间很小。由于欧洲市场下半年趋于稳定，新兴市场迅速成长，组件价格将稳定。
- 光伏产品价格的下降，是通向平价上网的必经之路，将带来太阳能电池的更广泛应用。** 光伏产品补贴的下调，直至最终取消，实现平价上网，是行业发展的趋势。虽然将直接导致公司产品价格下降，但是却能够通过整个产业链的技术进步与管理优化来降低成本。
- 稳健扩张，逐步延伸垂直产业链，积极谋求参股与长期合作，提高公司的盈利能力。** 超募项目 1.6 亿片硅片产能建设顺利，一期将于年内投产。公告拟参股焦作合晶科技，希冀通过合作涉足多晶硅产业，保证原料的供应稳定。8 月份收购了卢森堡 BOREAS 公司 20MW 电站。
- 预计公司全年出货量 350MW，净利润同比 2010 年增长 27.8%。** 预测 11/12/13 年的 EPS 分别为 0.631, 0.816, 1.055 元，PE 分别是 33, 26, 20 倍。给予公司增持评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	1016.72	2328.54	3168.00	4104.00	5694.00
同比增速	-6.38%	129.02%	36.05%	29.55%	38.74%
母公司净利润 (百万)	103.34	251.31	321.23	415.57	537.11
同比增速	37.92%	143.18%	27.82%	29.37%	29.25%
EPS	0.203	0.494	0.631	0.816	1.055
毛利率	22.41%	21.65%	17.00%	17.23%	16.47%

新能源与电力设备行业研究组

分析师：

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

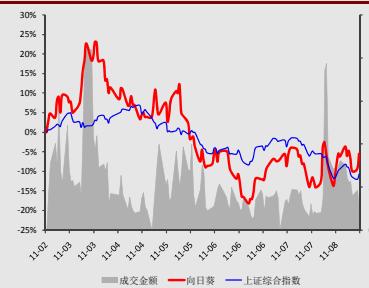
联系人：

徐伟

电话：010-88085388

Email：xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股) 50,900

流通股 (万股) 20,858

控股股东 吴建龙

控股股东 40.98%

持股比例

数据来源：Wind 资讯

相关研究

底部左侧徘徊，迎来新一轮景气周期 2011. 6. 16

德国取消补贴削减，市场回暖可期 2011. 6. 17

把握平价上网前行业重大机遇 2011. 06. 23

抢装潮再现，三季度走出阴霾 2011. 06. 30

表 1：向日葵财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,835	2,438	3,090	3,924	营业收入	2,329	3,168	4,104	5,694
货币资金	603	705	805	1,015	营业成本	1,824	2,629	3,397	4,756
应收与预付款项	936	1,123	1,505	1,949	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	219	532	703	882	销售费用	66	86	98	142
非流动资产	992	1,133	1,135	1,174	管理费用	50	98	107	131
固定资产在建工程	836	995	1,015	1,070	财务费用	145	10	42	68
无形资产待摊费用	152	136	120	104	资产减值损失	18	1	15	15
资产总计	2,827	3,571	4,225	5,098	投资收益	-23	0	0	0
流动负债	1,095	1,518	1,839	2,176	利润总额	290	364	472	611
短期借款	851	951	1,051	1,201	所得税	39	43	57	74
应付与预收账款	244	566	788	974	净利润	251	321	416	537
长期借款	53	53	53	53	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	73	73	73	73	归属母公司净利	251	321	416	537
负债合计	1,168	1,591	1,912	2,249	EPS (元)	0.494	0.631	0.816	1.055
股本	509	509	509	509					
资本公积	825	825	825	825	主要财务比率				
留存收益	325	646	979	1,516	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	129.02%	36.05%	29.55%	38.74%
归属于母公司权益	1,659	1,980	2,312	2,850	净利润	143.18%	27.82%	29.37%	29.25%
负债股东权益合计	2,827	3,571	4,225	5,098	获利能力				
					毛利率	21.65%	17.00%	17.23%	16.47%
现金流量表					净利率	10.79%	10.14%	10.13%	9.43%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	15.15%	16.22%	17.97%	18.85%
经营活动现金流	335	267	245	272	偿债能力				
税后经营利润	197	301	389	508	资产负债率	41.33%	44.55%	45.26%	44.11%
折旧摊销	36	108	133	146	流动比率	1.65	1.59	1.66	1.79
资产减值损失	18	1	15	15	速动比率	1.45	1.24	1.28	1.39
利息费用	80	35	38	40	营运能力				
投资活动现金流	-687	-230	-124	-171	总资产周转率	0.82	0.89	0.97	1.12
融资活动现金流	744	65	-21	110	应收账款周转率	7.10	4.35	4.49	5.08
现金流量净额	358	102	100	210	存货周转率	8.33	4.94	4.83	5.39

资料来源：宏源证券研究所，根据 Wind 估值模型调整得到

分析师简介：

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师，2008 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511010008。。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。