

向日葵 (300111)

公司研究/中报点评

打通组件上下游，迎来发展黄金期

—向日葵 (300111) 中报点评

民生精品---调研报告/电力设备与新能源行业

2011 年 08 月 24 日

一、事件概述

向日葵公布 2011 年半年报：2011 年 1-6 月份，公司实现营业收入 12.48 亿元，同比增长 21.69%，实现营业利润 1.58 亿元，同比增长 70.07%。归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元，同比增长 60.90%。EPS：0.26 元，同比增长 44.44%。

二、分析与判断

➤ 价格下跌刺激市场需求回升，组件销售业绩大幅增加

报告期内由于受到海外市场的需求放缓，国内供给大量增加等因素影响，光伏组件价格出现大幅下滑。公司组件业务毛利率为 16.30%，同比下滑 5.3%，但仍处于行业较高水平。产品价格下滑带动市场需求迅速回升，上半年产能满负荷运行，实现组件出货 130MW 以上，销售收入增幅 23.43%。加上报告期内欧元汇率平稳，汇兑损益得到改善，利润同比大增 70.07%。

➤ 下半年新增产能开始释放，业绩将保持快速增长

募投项目年产 200MW 太阳能电池二期工程已于 5 月 30 日开始试产，同时年产 1.6 亿片硅片项目也将于年内达产，下半年产能将全面释放。组件价格下降后欧洲市场需求热度继续升温，下半年需求增速有望加快，确保新增产能转化为业绩。

➤ 发力电站业务，明年可望获得丰厚回报

公司已在德国收购一电站项目，装机容量 20-25MW，此举标志着公司正式涉足电站建设领域。考虑到建设期一年左右，明年该业务即能够获得稳定的回报。在组件产能日益过剩，传统组件厂商毛利率逐渐被挤压的趋势下，成功开拓高毛利率的电站业务不仅将为公司带来新的利润来源，同时也将有力带动组件的销售。长期来看，从硅片到电站的垂直布局完成后，公司将稳定的享受到来自整个产业链的高毛利。

三、盈利预测与投资建议

组件价格大幅下滑虽对盈利造成一定影响，但公司毛利率仍处于行业内较高水平。下半年市场需求热度不减，新增产能的释放和在硅片、电站上下游布局的完成将为公司带来新的增长空间。维持“谨慎推荐”评级。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.76 元、1.13 元与 1.46 元，对应当前股价 PE 为 28、19 与 15 倍，目标价格为 28 元。

四、风险提示：

组件价格持续下跌，电站业务开展进度低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,329	4,200	6,250	7,348
增长率（%）	129.02%	80.37%	48.81%	17.56%
归属母公司股东净利润（百万元）	251	389	574	741
增长率（%）	143.18%	54.60%	47.85%	29.06%

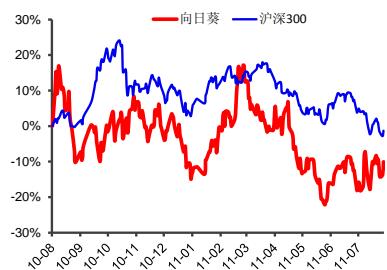
谨慎推荐 维持评级

合理估值： 28 元

交易数据 (2011-08-23)

收盘价(元)	21.23
近 12 个月最高/最低	29.50/18.11
总股本 (百万股)	509
流通股本 (百万股)	51
流通股比例%	10.02
总市值 (亿元)	108.06
流通市值 (亿元)	10.83

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙
执业证书编号：S0100511080002
电话：(021) 68885796
Email：chenlong@mszq.com

联系人：龙雷
电话：(021) 68885169
Email：longlei@mszq.com

联系人：黄彤
电话：(021) 68885572
Email：huangtong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

1、《向日葵 (300111) 调研简报：行业东风助量利齐增，垂直布局保长期效益》-2011.7.26

每股收益(元)	0.61	0.76	1.13	1.46
PE	43.00	27.81	18.81	14.58
PB	6.51	5.29	4.13	3.22

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,329	4,200	6,250	7,348
减：营业成本	1,824	3,519	5,210	6,066
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	66	105	156	184
管理费用	50	126	156	162
财务费用	145	(14)	46	58
资产减值损失	18	10	15	20
加：投资收益	(23)	(2)	0	0
二、营业利润	280	452	666	859
加：营业外收支净额	10	(1)	2	4
三、利润总额	290	452	668	862
减：所得税费用	39	63	94	121
四、净利润	251	389	574	741
归属于母公司的利润	251	389	574	741
五、基本每股收益(元)	0.61	0.76	1.13	1.46

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	24.52	24.85	15.77	12.49
成长能力:				
营业收入同比	129.0%	80.4%	48.8%	17.6%
营业利润同比	138.7%	61.8%	47.4%	28.8%
净利润同比	143.2%	54.6%	47.8%	29.1%
营运能力:				
应收账款周转率	6.45	9.30	8.73	7.89
存货周转率	10.33	12.87	11.62	10.57
总资产周转率	0.99	1.23	1.32	1.21
盈利能力与收益质量:				
毛利率	21.7%	16.2%	16.6%	17.4%
净利率	10.8%	9.3%	9.2%	10.1%
总资产净利率 ROA	8.9%	9.6%	10.6%	11.0%
净资产收益率 ROE	15.1%	19.0%	22.0%	22.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.67	1.76	1.94	2.10
资产负债率	41.0%	49.5%	51.5%	50.3%
利息保障倍数	2.9	-31.4	15.5	15.8
每股指标:				
每股收益	0.61	0.76	1.13	1.46
每股经营现金流量	0.47	(0.11)	(0.35)	(0.17)
每股净资产	3.26	4.01	5.14	6.60

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	578	855	875	1,046
应收票据	0	0	0	0
应收账款	328	575	856	1,007
预付账款	531	1,059	1,840	2,750
其他应收款	77	138	205	242
存货	219	434	642	748
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	1,811	3,061	4,419	5,792
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	359	549	664	734
在建工程	317	191	115	70
无形资产	152	142	133	124
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,001	984	976	970
资产总计	2,811	4,045	5,396	6,762
短期借款	851	1,120	1,352	1,650
应付票据	85	193	285	332
应付账款	139	289	428	499
预收账款	16	37	69	105
其他应付款	3	96	143	166
应交税费	(51)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1,083	1,737	2,279	2,754
长期借款	53	73	103	143
其他非流动负债	5	192	397	507
非流动负债合计	58	265	500	650
负债合计	1,152	2,002	2,779	3,404
股本	509	509	509	509
资本公积	825	825	825	825
盈余公积	37	37	37	37
未分配利润	283	672	1,246	1,988
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,659	2,042	2,617	3,358
负债和股东权益合计	2,811	4,045	5,396	6,762

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	237	(56)	(178)	(86)
投资活动现金流量	(687)	73	(2)	(2)
筹资活动现金流量	744	283	216	280

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

龙雷，电气设备、新能源行业分析师，复旦大学经济学硕士、法国巴黎一大经济学硕士、华中科技大学工学学士。

黄彤，电气设备、新能源行业分析师，复旦大学金融学硕士、山东大学金融数学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。