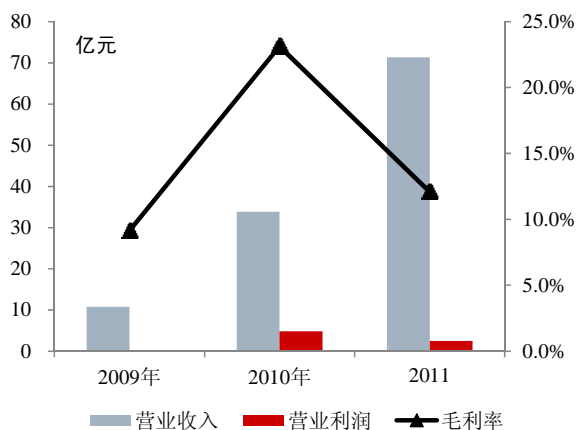


行业周期底部，短期业绩承压

2011 年整体实力实现较大突破

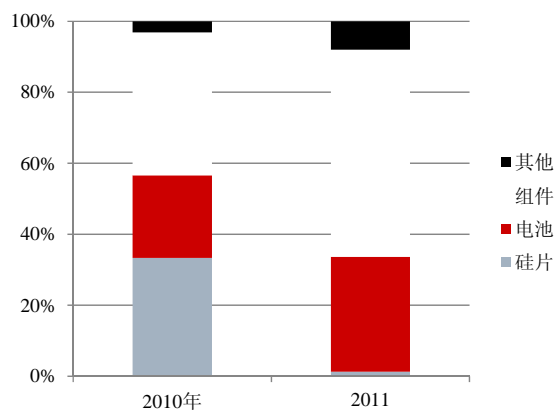
海润光伏 2011 年营业收入达到 71.3 亿元，同比增长 111%，主要得益于主营业务的扩展，以及总出货量的大幅增长。公司在顶尖管理团队的带领下，通过三年时间，快速成为国际一线大厂。但受累于行业景气周期低谷的影响，公司毛利率下降至 12.1%，营业利润也同比下滑 48%，至 2.48 亿元。

图 1：海润光伏 09-11 年主要经营状况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：海润光伏 10-11 年业务构成的转变



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2009 年 10 月，杨怀进为代表的管理层加入海润光伏，公司便开始转变经营策略，向下游延伸产业链，并提升规模、技术、市场等实力。从营收结构来看，电池及组件业务已经替代了硅片，且盈利能力较好的组件业务开始占据主流，并进入终端的电站开发。公司 2011 年电池片和电池组件的产量分别达到 669MW 和 428MW，预计电池组件的总出货量（抵消后）在 950MW 左右，在国内排名第六位。

表格 1：2011 年国内光伏企业电池组件出货量（MW）

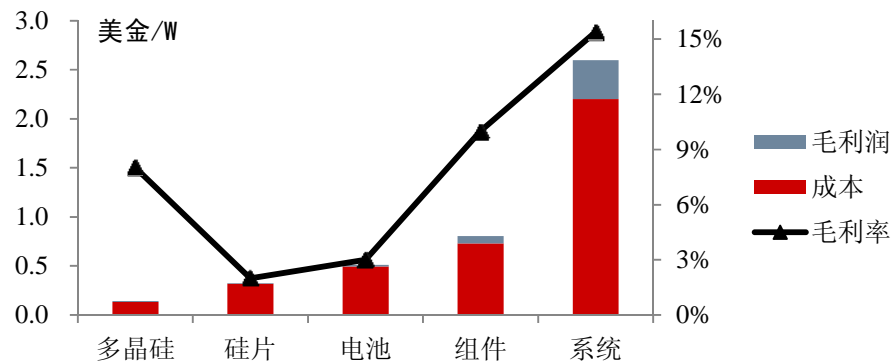
公司	尚德	晶澳	英利	天合	阿特斯	海润	韩华	晶科
出货量	2096	1690	1604	1512	1323	950 (E)	844	816

资料来源：华泰联合证券研究所

行业处于周期底部，短期业绩承压

我们认为 2012 年光伏行业仍将继续在景气底部徘徊。虽然市场仍在持续增长，但 50-60GW 的过剩产能短期内不会“硬”退出，压制着盈利能力的反弹。预计全年硅片及电池环节仍处于微利状态，组件略有盈利。公司相关的业务受此大环境的影响，年内很难有改观。

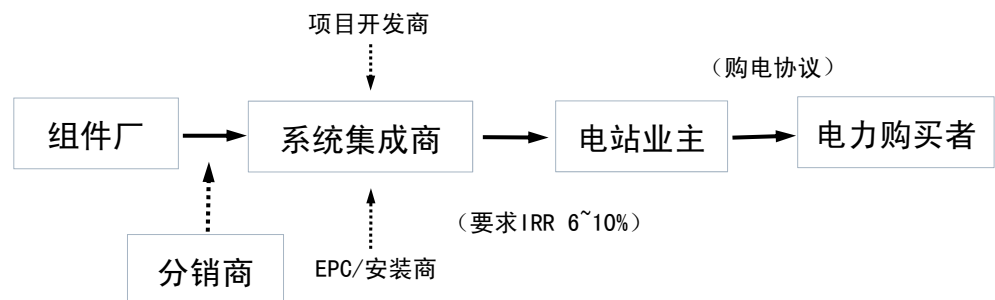
图 3：2012 年产业链平均盈利能力预期



资料来源：华泰联合证券研究所

电站开发成为近期主要的业绩增长点：在当前的行业状况下，电站投资仍然具备趋势性优势：1）掌握市场资源，受益于中游的产能过剩与组件价格下降；2）采购低价组件投资于高回报率的电站市场，赚取超额收益；3）跳过所有中间环节，直接衔接组件厂商与电站买家，使利润最大化。

图 4： 电站投资产业链



资料来源：华泰联合证券研究所

公司在 2011 年开始大举进入电站投资环节，根据公告披露，目前已有 98.1MW 的项目处在开发或建设中。由于电站项目的收益水平非常依赖于投资额、补贴、光照、财税政策等因素，各项目的投资收益均有差异，总体而言海外项目收益要高于国内。

光伏电站的建设周期相对较短，一年内资金基本可以收回，但资金门槛依然较高。预计以公司当前的资金及融资能力，今年可以累积开发 350MW 的项目。我们假设公司电站的平均销售价格 16.7 元/W，毛利率 16%，并在乐观情形下年内全部实现销售，则有望贡献 0.4 元 EPS，成为短期内最主要的业绩增长点。

表格 2：2011 年海外电站投资情况

项目名称	项目规模 (MW)	项目金额 (万欧元)	项目进度
保加利亚 Kolarovo	4.99	898.2	大部分组件安装已完成，预期于 2012 年 6 月底前完成并网
保加利亚 Karlovo	4.99	898.2	刚完成并网建设
保加利亚 Pobeda	50	9,000.00	已完成 50%组件安装，预期于 2012 年 6 月底前

意大利 Cassano	13.1	2,358.00	完成并网 预期于 2012 年 3 月底 前完成并网
保加利 Kazanluk	25	4900	投资初期
总计:	98.08	18054.4	

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

表格 3: 公司主营业务盈利预测

	2012E	2013E	2014E
电池			
出货量 (MW)	700.00	900.00	1,000.00
单价 (元/W)	3.15	3.02	2.90
营收 (百万元)	2,061.68	2,503.87	2,651.67
毛利率	6.5%	8.0%	8.5%
组件			
出货量 (MW)	350.00	500.00	500.00
单价 (元/W)	5.04	4.85	4.73
营收 (百万元)	1,587.60	2,158.70	2,090.81
毛利率	10.0%	11.0%	11.5%
电站			
出货量 (MW)	350.00	500.00	600.00
单价 (元/W)	16.73	15.05	14.30
营收 (百万元)	4,917.15	6,397.31	7,335.84
毛利率	16.0%	15.0%	14.5%

资料来源: 华泰联合证券研究所

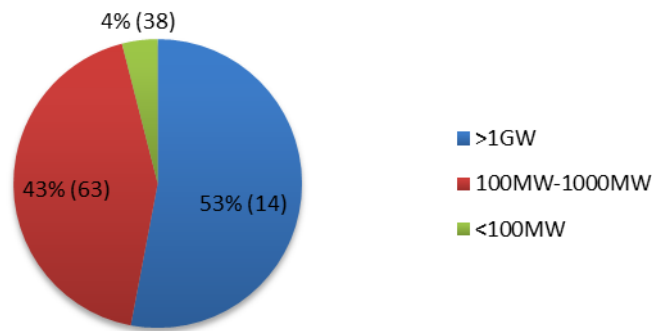
竞争优势显著, 未来值得看好

公司目前已经属于规模化的第一线品牌, 而且在快速扩张期, 符合“光伏十二五”扶持大厂做大做强的政策趋势。同时在产线自动化改造、技术研发与替代方面也走在前列, 成本优势将慢慢突出。我们认为在大浪淘沙的此轮行业整合中, 公司有望成为少数的胜出者。

1) 扩张放慢, 规模化整合提速

2011 年国内电池产量达到 20GW, 约占全球的 65%。根据弘亚世代的不完全统计, 截至 2011 年底, 我国共有电池企业约 115 家, 总产能为 36.5GW 左右 (全球产能则超过 50GW)。其中产能 1GW 以上的企业共 14 家, 占总产能的 53%; 在 100MW 和 1GW 之间的企业共 63 家, 占总产能的 43%; 剩余的 38 家产能皆在 100MW 以内, 仅占全国总产能的 4%。规模、技术、成本的差异化竞争格局逐渐明晰。

图 5: 2011 年我国光伏电池产能规模分布情况



资料来源：弘亚世代，华泰联合证券研究所

在艰难的行情下，多数光伏企业对产能扩张持有谨慎态度，少数企业则借机逆势扩张，抢占份额。部分欧美组件企业已经陆续申请破产，在本轮的洗牌中被率先淘汰出局。而公司目前采取逆势扩张策略，产能的规划较具侵略性。

表格 4：GW 级光伏电池企业扩容情况（MW）

	2011	2012E	扩容
海润	920	1700	780
英利	1700	2450	750
阿特斯	1300	2000	700
天合	1900	2400	500
中电	600	1000	400
天威	600	1000	400
亿晶	600	1000	400
腾辉	700	1000	300
晶澳	2770	2770	-
尚德	2400	2400	-
赛维	2000	2000	-
韩华	1300	1300	-
晶科	1200	1200	-
总计	17,970	22,220	4,250

资料来源：公司资料，弘亚世代，华泰联合证券研究所

2) 高效率低成本电池是主旋律

从工艺与理论角度来看，晶体硅太阳能电池的转换效率未来还有很大提高空间。在过去的五年中，常规的商业化晶体硅太阳能电池，通过工艺细化及设备原料的改进，使转换效率提高了 3% 左右。2011 年，中国多家光伏企业开始批量生产改进型的高效电池组件产品，单晶硅太阳能电池转换效率为 18%-19%，多晶硅太阳能电池转换效率 17%-18%，价格相比常规电池能有 5-10% 的溢价，开始体现一定的差异化优势。预计各种改进型技术待商业化印证成熟后，会在全行业内铺开。

表5：已量产的高效电池产品表格

企业名称	代号	类型	效率	产能（MW）
尚德电力	Pluto	电池	19%	300
		组件	14.8%--15.7%	

英利	熊猫	电池	18.9% (A)	600
晶澳	赛秀	电池	19.2%(M)	
	晶枫	电池	18.5%(P)	
	锐秀	电池	19.3%(M) 18.5%(Q)	
天合光能	Honey	组件	16.8%(T)	500
阿特斯	ELPS	电池	19.5%(M) 18%(P)	
		组件	16.47%(M)	
	ESE	电池	18.5%(M)	230
天威	神鸟	电池	18%(A) 18.8%(T)	150
新日光	Perfect19	电池	19%(M)	
Sanyo	HIT	电池	21.6%(M)	610
SunPower	Signature	电池	22.4%(A) 24.2%(T)	1000
Kyocera	Gyna	电池	17.8%(P)	
Sharp	Black Solar	电池	21.5%(T)	

注： M（单晶） P（多晶） Q（准单晶） A（平均） T（峰值）

资料来源：公司资料，弘亚世代，华泰联合证券研究所

根据公司年报披露，“目前海润光伏已经掌握了 150 微米的生产技术、先进制绒技术、均匀高方阻发射极扩散技术、精准对位印刷技术、先进钝化技术、激光应用、非接触式印刷技术、光诱导电镀技术等一系列电池产业化关键技术并大量资金进行设备的自动化改造”。各类高性价比的技术储备使公司有能力维持长期的竞争力。

风险提示

光伏行业盈利受国家政策及汇率变动的影响较大；电站的开工量及结算进度依赖于融资及运作能力，存在不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6075	11235	13277	14848	营业收入	7132	9823	12673	13840
现金	2213	2434	2677	2945	营业成本	6270	8566	11060	12078
应收账款	1369	2947	3042	3460	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	45	63	81	138	营业费用	103	138	171	187
预付账款	1045	2142	2765	3020	管理费用	249	324	393	429
存货	911	2570	3318	3623	财务费用	231	325	449	440
其他流动资产	491	1081	1394	1661	资产减值损失	29	41	27	32
非流动资产	4832	4903	4758	4385	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3442	3886	4011	3874	营业利润	248	427	573	673
无形资产	250	250	250	250	营业外收入	177	0	0	0
其他非流动资产	1140	767	496	261	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	10907	16138	18034	19232	利润总额	420	423	568	668
流动负债	5807	10667	12064	12674	所得税	51	51	68	80
短期借款	1808	5696	5372	5746	净利润	369	372	500	588
应付账款	1392	1713	2212	2416	少数股东损益	-33	-13	0	7
其他流动负债	2607	3258	4480	4512	归属母公司净利	402	385	500	581
非流动负债	1731	1731	1731	1731	EBITDA	763	1051	1367	1486
长期借款	1657	1657	1657	1657	EPS (元)	0.39	0.37	0.48	0.56
其他非流动负	74	74	74	74	主要财务比率				
负债合计	7538	12398	13795	14405	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	571	558	558	565	成长能力				
股本	1036	1036	1036	1036	营业收入	1618.8%	37.7%	29.0%	9.2%
资本公积	736	736	736	736	营业利润	1207.0%	72.0%	34.0%	17.5%
留存收益	1025	1409	1909	2490	归属母公司净利	4745.7%	-4.2%	29.9%	16.3%
归属母公司股	2798	3182	3681	4262	获利能力				
负债和股东权	10907	16138	18034	19232	毛利率(%)	12.1%	12.8%	12.7%	12.7%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%
单位: 百万元					ROE(%)	14.4%	12.1%	13.6%	13.6%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	8.8%	7.6%	10.4%	10.5%
经营活动现金	718	-2747	1217	333	偿债能力				
净利润	369	372	500	588	资产负债率(%)	69.1%	76.8%	76.5%	74.9%
折旧摊销	283	298	345	373	净负债比率(%)	47.90%	59.31%	50.95%	51.39%
财务费用	231	325	449	440	流动比率	1.05	1.05	1.10	1.17
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.89	0.81	0.83	0.89
营运资金变动	-103	-3787	-77	-1067	营运能力				
其他经营现金	-62	45	0	0	总资产周转率	1.20	0.73	0.74	0.74
投资活动现金	-2512	-414	-200	0	应收账款周转率	10	5	4	4
资本支出	2529	500	200	0	应付账款周转率	8.64	5.52	5.64	5.22
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	17	86	0	0	每股收益(最新)	0.39	0.37	0.48	0.56
筹资活动现金	2244	3382	-773	-66	每股经营现金流	0.69	-2.65	1.17	0.32
短期借款	1808	3888	-325	374	每股净资产(最	2.70	3.07	3.55	4.11
长期借款	1589	0	0	0	估值比率				
普通股增加	778	0	0	0	P/E	25.98	27.13	20.89	17.96
资本公积增加	731	0	0	0	P/B	3.73	3.28	2.84	2.45
其他筹资现金	-2662	-506	-449	-440	EV/EBITDA	16	12	9	8
现金净增加额	434	221	243	268					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司