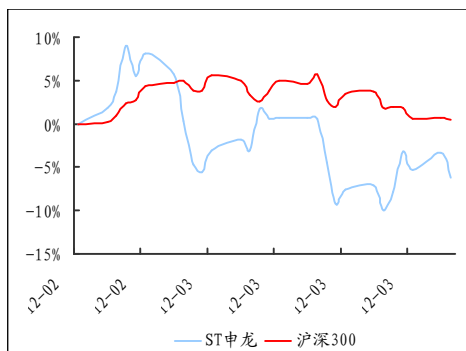


评级：中性（首次）**重组利润补偿方案有利于公司安全“过冬”**

报告时间：2012年03月27日

——ST 申龙（600401）年报点评



市场数据（截至2012年03月27日）：

所属行业	新能源
最新价格	10.07 元
上证指数	2347.18
深圳成指	9841.38
沪深300 指数	2547.14

分析师：蔡文彬

执业证书编号：S0770511050001

电话：(0351) 4131415

E-mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

邮编：030012

网址：http://www.dtsbc.com.cn

➤ 2011年ST 申龙（即“海润光伏”）实现营业收入71.32亿元，同比增长110.98%；营业利润2.48亿元，同比减少48.10%；归属于母公司所有者的净利润4.02亿元，同比增长5.13%。利润分配预案：每10股派发现金红利1.4元（含税）。

➤ 行业景气度低迷，产品毛利率下降 据欧洲光伏协会统计，2011年全球光伏装机容量27.7GW，但是全球光伏产能约为50GW（PHOTON统计），行业产能严重过剩导致了2011年光伏产品价格持续下降，行业整体盈利能力急剧下滑。

随着在建电池和组件项目逐渐投产，2011年海润光伏产品结构重点已经彻底由硅片转移至电池和光伏组件，公司全年电池片和光伏组件的产量分别为669MW和428MW，两者占总收入比重超过九成。其中，公司电池片实现营业收入为23.08亿元，同比增长193%，毛利率降至8.51%；光伏组件实现营业收入41.63亿元，同比增长206%，毛利率降至11.65%。因此，公司主营业务盈利能力出现下滑，整体毛利率水平下降11个百分点至12.08%。

➤ 2012年电池和光伏组件业务等待“见底” 预计2012年全球光伏行业景气度难以出现较大改观。首先，2010年和2011年上半年光伏行业扩产产能释放将在今年达到峰值，这将使得光伏行业供应端的压力继续增加。需求方面，德国、意大利等传统光伏市场受到越来越严厉的补贴政策限制，而中国、印度等新兴市场增长还难以完全抵消传统市场需求增速下滑的影响。此外，中国光伏企业还需要面对美国、德国等国家“双反”调查的威胁。

我们判断，2012年海润光伏的在建电池和光伏组件产能将继续释放，但行业景气低迷将导致整体毛利率继续承压，因此，公司电池和光伏组件业务还需要继续等待“见底”时机。

➤ 财政补贴激增，支撑2011年业绩 2011年海润光伏营业外收入1.77亿元，同比激增45倍。年报显示，全年公司收到的贷款贴息补助、产业引导资金等财政补贴项目达数十项，在很大程度上减轻了主营业务盈利能力下降对公司业绩的负面影响。

➤ 开展光伏电站业务，延伸公司产业链 2011年海润光伏开始向光伏产业链的最终端电站建设环节延伸。年报显示，2011年公司共有四个在建光伏电站项目，其中保加利亚两个4.99MW、一个50MW

风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

光伏电站项目，意大利一个 13.1MW 光伏电站项目，总装机规模约为 73MW。以上项目有望于今年上半年投产。2012 年 3 月公司公告称，拟收购保加利亚 BCI Cherganovo EOOD 公司 100% 股权并进行 25MW 光伏电站的建设；并投资设立新疆海润电力投资有限公司，拓展在新疆及中国西北地区的太阳能工程、电站等业务。

我们认为，光伏产品价格下降有利于提高光伏电站的投资回报率；进军光伏电站领域延长了海润光伏业务产业链，有利于增强公司的抗风险实力。公司目前在建电站项目主要分布在保加利亚和意大利，保加利亚作为新兴的光伏市场，公开资料显示目前光伏标杆电价约为 0.3 美元/千瓦时，预计光伏电站的投资回报率较为可观。公司公告也显示，保加利亚 25MW 光伏电站投资预计回收期为 8 年。

➤ **重组利润补偿方案有利于公司安全“过冬”** 2011 年海润光伏净利润低于重组时的盈利预测值。根据公司此前重组利润补偿方案，海润光伏全体股东将以现金方式向公司补足利润差额 9,689.51 万元，这部分收入将计入公司 2012 年营业外收入。

根据重组利润补偿方案，海润光伏 2012 年及 2013 年盈利预测中归属于母公司股东的净利润分别为 50,965.79 万元、52,858.38 万元，如果低于以上值，阳光集团将在上市公司年报披露的 5 日内，以现金方式向上市公司补足利润差额。面对当前行业低迷，国内光伏企业纷纷“节衣缩食”，而海润光伏的重组利润补偿方案将有利于公司安全“过冬”。

➤ **投资建议：**在不考虑电站收入的情况下，初步预计海润光伏 2012、2013 年每股收益分别为 0.18 元、0.65 元。未来我们将根据行业和公司基本面变化，对盈利预测做动态调整。

我们认为，2012 年光伏行业扩产产能释放将达到峰值，全球光伏行业景气度难以出现较大改观。虽然海润光伏的在建电池和光伏组件项目产能将继续释放，但行业景气低迷将导致整体毛利率继续承压。此外，中国光伏企业还需要面对美国、德国等国家“双反”调查的威胁。因此，海润光伏的电池和光伏组件业务还需要继续等待“见底”时机。当然，重组利润补偿方案将为公司未来几年业绩提供一定的保障，有利于公司安全“过冬”。

结合以上分析，综合考虑公司估值情况，我们首次给予公司“中性”的投资评级，未来将视行业和公司基本面变化情况动态调整评级。

图表 1 盈利预测结果

项目	2011A	2012E	2013E
主营收入（万元）	713,169	846,177	1,111,016
主营收入增长率	110.98%	18.65%	31.30%
EBITDA（万元）	50,834	37,251	77,066
EBITDA 增长率	-10.84%	-26.72%	106.88%
净利润（万元）	36,880	18,591	67,206
净利润增长率	-3.47%	-49.59%	261.50%
EPS（元/股）	0.36	0.18	0.65

注：每股收益指标（EPS）统一按最新总股本计算。

资料来源：大同证券研究部

风险提示

德国、美国等传统光伏需求市场鼓励政策的不确定性；美国、德国等国对中国光伏企业“双反”调查结论的不确定性。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	"+"表示市场表现好于基准，"-"表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。