

还款付息压力陡增，风险迅速集中

超日太阳（002506）事件点评

投资要点：

- ✧ **事件：1、**据经济参考报报道，超日太阳能科技股份有限公司董事长倪开禄携款“跑路”，留下数十亿待偿债务，公司内部人员称实际情况为董事长在国外讨债。
- ✧ **2、**超日太阳公司近日连续发布公告称，董事长倪开禄正在境外催收应收账款并洽谈资产处置等事宜，以回笼资金应付短期还款压力，并将总经理职位交由女婿张宇欣担任。目前公司本部组件6条生产线中仅有2条正常生产，本部电池片、全资子公司超日九江、超日洛阳生产线、卫雪太阳能组件生产线均处暂停产状态。
- ✧ **公司简介：**公司主营涵盖多晶硅锭至多晶硅电池组件、单晶硅组件等光伏产品，其中截止2012年前三季度，单晶硅和多晶硅太阳能组件收入占比分别为22.52%和75.86%，利润占比分别为10.13%和89.91%。近两年年来因光伏业不景气导致光伏产品价格暴跌，公司为转变利润增长方式，开始转向光伏电站建设，并积极向海外市场开拓，如卢森堡、塞浦路斯、希腊、意大利里、美国、德国等多均有电站。
- ✧ 公司实际控制人为倪开禄，截止2012年11月13日，倪开禄持股占总股本比例37.38%；与其女儿倪娜共计持股占比43.89%。父女两人所质押股份共计占比43.86%，基本上将所持股份全部质押。
- ✧ 2012年3月7日，公司发行规模10亿元的公司债券，期限不超过5年，票面利率8.98%，面值100元。付息方式为每年付息一次，到期一次性还本付息。
- ✧ **三季度业绩大幅下滑超过96%。**公司收入同比减少23%，至20.98亿元；归属于上市公司股东净利润同比增涨减少97.39%至622.8万元，基本每股收益0.01元，同比下降96.44%。从公司的季度收入情况来看，三季度收入同比增长11.3%，环比增长达104.4%，三季度销售情况略有改善，暂时结束了负增长的趋势，主要是由于下半年公司电池组建出货量有所增加。然而，出货量的增加有一部分有自产自销，具有关联交易嫌疑。
- ✧ **应收账款高达33.64亿元，回款风险骤增。**截至三季度公司应收账款高达33亿元，同比大幅增加64.2%，而与此相对应的是预收款减少33.4%，应收账款周转率大幅降低至0.76次，公司回款期过长。应收账款超过半年将计提坏账，过高的应收账款和周转率低下使得公司回款风险迅速增加。另外，公司货币资金因建设电站大幅减少57%，经营性现金流净额仍高达近-6亿元，资金紧张情况并未得到改善。

回避（下调）

风险评级：一般风险

2012年1月7日

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理：饶志

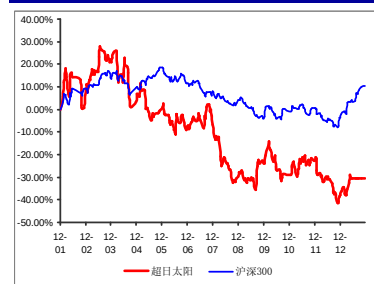
电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2012年1月6日

收盘价(元)	5.11
总市值(亿元)	43.10
总股本(百万股)	843.52
流通股本(百万股)	434.78
ROE (TTM)	-10.05%
12月最高价(元)	15.56
12月最低价(元)	4.13

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

- ✧ **公司经营状况不佳使得付息还款压力迅速上升。**截止前三季度公司合计负债50.4亿元，负债率达63.75%。其中，流动负债36.68亿元，占负债比率72.8%，带息债务30个亿左右，前三季度应付利息达0.55亿元，增长479%，净利润已经无法还清利息。从公司最近的动作也能看出近期由于不断扩张投资电站，融资活动较往年有明显增加，公司较高的负债率和短期借款比例无疑将快速加大公司还款的压力。值得注意的是，截止2012年12月28日，公司尚有3.8亿元银行借款逾期，另外有3家供应商因货款清偿事项提前诉讼，涉及货款金额9000万元左右，公司是否能成功解决这些问题将对公司挽回信用起到决定性的作用。
- ✧ **债券违约风险正集中，挽回信誉是核心。**公司于2012年3月7日发行规模为10亿元的5年期的无担保债券，信用评级为AA级，票面利率8.98%，意味着公司每年债券的利息就近9000万元。根据债券上市公告书的内容，该债券附有第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，债券的兑付日为2017年3月7日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的兑付日为2015年3月7日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日；顺延期间兑付款项不另计利息），即投资者最早兑付日为2015年3月7日。
- ✧ 若公司不能按时支付利息、到期兑付本金或发生其他违约情况，由于公司债券为无担保债券，债券持有人持有的债券价值将仅体现在公司破产清算偿还银行借款后的清算资产价值上。必须警惕的是，一旦违约形成，这将严重影响公司债券的AA信用评级，也或成为第一个公司债券违约案例。因此，公司如何挽回信誉，使得债券利息按时得到支付将是核心需要解决的问题。
- ✧ **海外电站收益不确定，目前风险远大于收益。**在2011年的年度报告中，天健会计师事务所对公司 2011年度财务报告出具了保留意见的审计报告，其出具保留意见的事项包括：第一，公司海外电站合作方客户的应收账款能否收回以及何时收回存在不确定性；第二，公司组件销售往海外电站合作方客户的收入金额及相应的销售毛利，未能获取充分、恰当的审计证据。海外如希腊、塞浦路斯、卢森堡等对于光伏行业的政策并不确定，使得公司光伏电站收益不稳定。而且三季度经营的同比改善有关联交易的嫌疑，尤其是在公司转向电站建设之后。加上利润已经无法偿还银行和债券的利息（债券每年利息超过8000万），目前风险远大于收益。
- ✧ **给予“回避”评级。**在经过长期的低位徘徊后，最近部分光伏产品如硅片价格有小幅反弹，不过整个光伏行业的复苏拐点依然未到，虽然国内在四季度不断推出一系列拯救光伏业的政策，公司短期显然还无法受益。目前最大的风险还是公司的经营状况和资产负债情况的恶化。因此综合考虑各种风险，给予公司“回避”评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn