

海润光伏 (600401)

公司研究/点评报告

关注海外电站出售进程

—海润光伏 (600401) 点评报告

民生精品---点评报告/电气设备、新能源行业

2013 年 03 月 12 日

暂无评级

合理估值： 暂无

交易数据 (2013-03-11)

收盘价 (元)	7.05
近 12 个月最高/最低	13.25/4.40
总股本 (百万股)	1036
流通股本 (百万股)	309
流通股比例%	43.75
总市值 (亿元)	21.76
流通市值 (亿元)	73.07

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师：王海生

执业证书编号：S0100512090003

电话：(021) 58768935

Email: wanghaisheng@mszq.com

研究助理：黄彤

电话：(021) 58768512

Email: huangtong@mszq.com

地址：上海银城中路 488 号太平金融大厦 39 楼 200120

一、事件概述

公司公布了 2012 年年报，营业收入 49.66 亿元，同比下降 30.37%，营业利润亏损 5.34 亿元，净利润 0.02 亿元，同比下降 99.48%，EPS0.01 元。

公司决定每 10 股派 7.4 元 (含税)。由于未完成 2012 年业绩承诺，按照《利润预测补偿协议》，大股东现金补偿 5.08 亿元。

二、分析与判断

价格快速下滑、大幅计提减值准备拖累业绩

组件出货量提升，但价格快速下滑。公司在 2012 年电池出货量达 356MW，同比下降 14%，组件出货量达 814MW，同比增长 63%，但价格方面电池价格由 3.9 元/W 下滑到 2 元/W，组件价格由 6 元下滑到 3.8 元/W，价格下降导致毛利率大幅下降，由 12% 下滑到 9%。

由于公司向下游电站延伸，导致管理费用大幅提升，公司 2012 年三费共计 8.12 元，较 2011 年 5.83 亿元，同比增长 39%，加上存货减值和折旧，公司计提 1.7 亿元资产减值准备和 3.6 亿元折旧，导致 2012 年业绩大幅下降。

光伏制造业将在二季度迎来最差

一季度由于日本抢装行情，加上春节部分小厂暂时停止运营，一线厂商一季度发货量环比有着明显改善，但是我们认为今年二季度整个行业将迎来最差，欧洲双反追溯期 3 个月，在二季度将逐步体现，若欧洲市场失去，整个行业将迎来重大打击。

向下游延伸，发电站开发

公司 2012 年开始发电站开发，完成海外电站开发 100MW；公司 2012 年已经启动 299MW 电站开发，其中与国电集团合作开发 69MW；同时公司在 2012 年申请约 38MW 金太阳项目。

若电站项目在今年顺利完成转让，按照目前市场转让 1W 净利润 1 元来计算，公司将获得净利润约 3.9 亿元。但目前海外电站转让风险较大，国内电站转让如果转让方在建设前并未签订相应转让协议，同样面临转让价格较低风险，关注公司今年在电站开发后续动作。

关注在建工程和现金流

公司目前在建工程约 31 亿元，2012 年新增 21 亿在建工程，其中 13.5 亿元投向保加利亚电站，目前暂未并网，由于保加利亚开始征收并网费，电站转让存在不确定性，存在大幅计提在建工程减值准备风险。

短期流动负债达 69 多亿，其中银行借款 22 亿元，但公司资产投资过重，关注现金流状况。

公司资产负债率达 75%，若分红将进一步拉高资产负债率。

三、盈利预测与投资建议

不考虑补贴，预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.12 元、0.22 元和 0.29 元，暂无评级。

四、风险提示：

欧洲双反税率超预期、价格大幅下滑、国内装机市场增速低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	4,966	4,391	5,026	5,151
增长率 (%)	-30.37%	-11.56%	14.45%	2.49%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2	128	232	305
增长率 (%)	-99.48%	6080.94%	80.64%	31.47%
每股收益 (元)	0.01	0.12	0.22	0.29
PE	584	57	32	24
PB	2	2	2	2

资料来源：民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明证券研究报告

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2013E	2014E
一、营业总收入	4,966	4,391	5,026	5,151
减：营业成本	4,518	3,676	4,185	4,282
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	98	79	90	93
管理费用	440	351	402	412
财务费用	274	280	270	200
资产减值损失	171	80	30	30
加：投资收益	4	0	0	0
二、营业利润	(534)	(78)	45	131
加：营业外收支净额	474	242	250	258
三、利润总额	(61)	163	295	388
减：所得税费用	(17)	23	41	54
四、净利润	(44)	141	254	334
归属于母公司的利润	2	128	232	305
五、基本每股收益 (元)	0.01	0.12	0.22	0.29
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	129.79	62.23	44.12	43.01
成长能力:				
营业收入同比	-30.4%	-11.6%	14.5%	2.5%
营业利润同比	-315.0%	-85.4%	-157.5%	190.8%
净利润同比	-99.5%	6080.9%	80.6%	31.5%
营运能力:				
应收账款周转率	2.83	2.23	2.94	3.16
存货周转率	6.35	7.78	9.33	8.88
总资产周转率	0.41	0.35	0.41	0.41
盈利能力与收益质量:				
毛利率	9.0%	16.3%	16.7%	16.9%
净利率	0.0%	2.9%	4.6%	5.9%
总资产净利率 ROA	-0.3%	1.2%	2.0%	2.6%
净资产收益率 ROE	-1.4%	4.2%	7.1%	8.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.78	0.77	0.76	0.80
资产负债率	75.3%	72.1%	72.5%	71.7%
长期借款/总负债	-1.0	0.7	1.2	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.12	0.22	0.29
每股经营现金流量	5.85	(106.01)	(0.31)	12.69
每股净资产	3.11	3.23	3.45	3.74

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2013E	2014E
货币资金	100	156	179	183
应收票据	2,141	1,805	1,611	1,651
应收账款	240	571	948	1,333
预付账款	122	180	207	212
其他应收款	625	504	573	587
存货	326	326	326	326
其他流动资产	5,389	4,494	4,946	5,505
流动资产合计	55	0	0	0
长期股权投资	3,593	4,829	5,573	6,019
固定资产	3,093	1,856	1,114	669
在建工程	267	250	233	218
无形资产	373	373	373	373
其他非流动资产	7,636	7,504	7,485	7,470
非流动资产合计	13,025	11,998	12,431	12,974
资产总计	2,234	3,973	5,104	5,428
短期借款	1,685	0	0	0
应付票据	1,850	1,209	803	821
应付账款	45	89	139	190
预收账款	159	101	115	117
其他应付款	48	22	22	22
应交税费	37	37	37	37
其他流动负债	6,906	5,808	6,497	6,894
流动负债合计	2,515	2,515	2,515	2,515
长期借款	382	325	388	401
其他非流动负债	2,897	2,840	2,903	2,916
非流动负债合计	9,805	8,649	9,401	9,811
负债合计	1,036	1,036	1,036	1,036
股本	832	832	832	832
资本公积	81	81	81	81
留存收益	882	1,010	1,214	1,482
少数股东权益	458	471	493	522
所有者权益合计	3,220	3,349	3,575	3,872
负债和股东权益合计	13,025	11,998	12,976	13,683
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	101	(1,823)	(5)	218
投资活动现金流量	(2,612)	53	(2)	(2)
筹资活动现金流量	1,783	1,054	733	88

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。

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。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17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 指数涨跌幅为基准。	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		
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 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	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股份有限公司（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资目标、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。