

新增 190MW 电站，期待转让收益

—海润光伏 (600401) 点评报告

民生精品---动态研究报告/电气设备、新能源行业

2013 年 05 月 22 日

一、事件概述

公司公告投资光伏电站，河北故城 50MW、甘肃金川 50MW、内蒙古兴和 50MW、新疆吐鲁番 20MW、新疆精河 20MW，共 190MW。

二、分析与判断

➤ 新增 190MW 电站开发，如成功出售将大幅增厚业绩

公司在 2012 年开始布局电站开发，年报披露海外电站建设 163MW，国内建设 319MW，加上本次公告 190MW 电站，公司建设开发电站共 672MW。

若 190MW 电站能够在今年顺利转让，按照市场均价，建设成本约 9.5 元/W，转让价格 10.5 元/W，公司电站转让收益达 1.9 亿元，增厚 EPS0.18 元。

➤ 期待公司电站转让

国内和国电合作 69MW 项目已经建成，预计今年形成转让收入，合作开发模式为快速实现电站销售打下良好基础。若电站项目现金回流，公司地面电站建设-转让-建设模式将得以快速复制，后续电站滚雪球式开发带来的业绩快速增长。

➤ 电站开发龙头受益国内装机爆发

2013 年我们预计国内电站装机将出现快速增长，装机规模有望由 2012 年 3.5GW 上升至 11-12GW，同时随着地面电站建设-转让-建设模式的成熟，20 年电价补贴的即将出台，公司作为电站开发龙头将显著收益。

三、盈利预测与投资建议

若电站转让顺利，完成业绩承诺概率显著提升，我们预测公司 13 年业绩 5.78 亿元，对应市盈率仅 14 倍。2013-2015 年 EPS 为 0.56 元、0.64 元和 0.75 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

电站转让收益低于预期。

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	6,153	7,268	7,455
增长率 (%)	-30.37%	23.91%	18.12%	2.57%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2	578	663	778
增长率 (%)	-99.48%	27727.47%	14.78%	17.32%
每股收益 (元)	0.01	0.56	0.64	0.75
PE	533	14	12	10
PB	2	2	1	1

资料来源：民生证券研究院

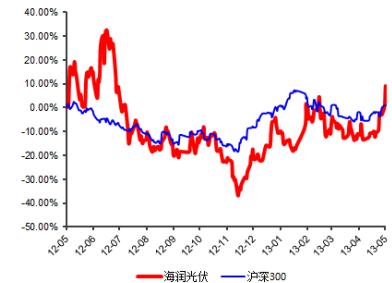
强烈推荐 上调评级

合理估值： 10 元

交易数据 (2013-05-21)

收盘价 (元)	7.88
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)	3092
流通股比例 %	30
总市值 (亿元)	81.67
流通市值 (亿元)	24.33

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

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	4,966	6,153	7,268	7,455
减：营业成本	4,518	4,788	5,768	5,871
营业税金及附加	3	4	5	5
销售费用	98	111	131	134
管理费用	440	492	581	596
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)	397	482	618
加：营业外收支净额	474	338	362	373
三、利润总额	(61)	736	844	991
减：所得税费用	(17)	103	118	139
四、净利润	(44)	633	726	852
归属于母公司的利润	2	578	663	778
五、基本每股收益 (元)	0.01	0.56	0.64	0.75
主要财务指标				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	129.79	13.65	12.96	11.91
成长能力:				
营业收入同比	-30.4%	23.9%	18.1%	2.6%
营业利润同比	-315.0%	-174.4%	21.3%	28.2%
净利润同比	-99.5%	#####	14.8%	17.3%
营运能力:				
应收账款周转率	2.83	2.64	2.99	3.16
存货周转率	6.35	9.61	10.05	9.35
总资产周转率	0.41	0.47	0.55	0.55
盈利能力与收益质量:				
毛利率	9.0%	22.2%	20.6%	21.2%
净利率	0.0%	9.4%	9.1%	10.4%
总资产净利率 ROA	-0.3%	4.9%	5.4%	6.2%
净资产收益率 ROE	-1.4%	16.5%	16.2%	16.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.78	0.94	1.12	1.33
资产负债率	75.3%	70.3%	66.5%	62.1%
长期借款/总负债	-1.0	2.4	2.8	4.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.56	0.64	0.75
每股经营现金流量	5.85	(90.28)	30.81	50.50
每股净资产	3.11	3.71	4.33	5.06

资料来源：民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,834	1,092	1,281	1,396
应收票据	100	219	259	266
应收账款	2,141	2,529	2,330	2,390
预付账款	240	671	1,191	1,719
其他应收款	122	253	299	306
存货	625	656	790	804
其他流动资产	326	326	326	326
流动资产合计	5,389	5,746	6,475	7,207
长期股权投资	55	0	0	0
固定资产	3,593	5,448	5,944	6,242
在建工程	3,093	1,237	743	446
无形资产	267	250	233	218
其他非流动资产	373	373	373	373
非流动资产合计	7,636	7,204	6,905	6,620
资产总计	13,025	12,950	13,381	13,827
短期借款	2,234	3,843	3,984	3,556
应付票据	1,685	0	0	0
应付账款	1,850	1,574	1,106	1,126
预收账款	45	106	179	254
其他应付款	159	131	158	161
应交税费	48	22	22	22
其他流动负债	37	37	37	37
流动负债合计	6,906	6,092	5,765	5,434
长期借款	2,515	2,515	2,515	2,515
其他非流动负债	382	501	613	631
非流动负债合计	2,897	3,016	3,127	3,146
负债合计	9,805	9,109	8,893	8,581
股本	1,036	1,036	1,036	1,036
资本公积	832	832	832	832
留存收益	882	1,459	2,043	2,727
少数股东权益	458	513	577	651
所有者权益合计	3,220	3,841	4,488	5,246
负债和股东权益合计	13,025	12,950	13,381	13,827
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	101	(155)	530	869
投资活动现金流量	(2,612)	53	(2)	(2)
筹资活动现金流量	1,783	(473)	(309)	(721)

分析师与联系人简介

王海生，民生证券，电力设备及新能源行业首席分析师。全联新能源商会 副秘书长，常务理事。

清华大学自动化系学士、硕士。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售经理、战略市场经理。连续多年，带领团队在“新财富”、“水晶球”最佳分析师评选中上榜。

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。

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	投资评级	说明
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。	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

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

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。