

拓日新能 (002218) \ 电气设备

——转型光伏电站投资商，业绩拐点确认

投资建议：

推荐

首次覆盖

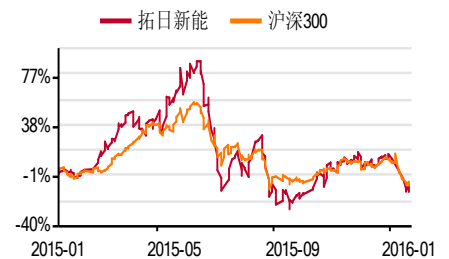
当前价格：

8.03 元

基本数据

目标价格：	10 元
总股本/流通股本 (百万股)	618/618
流通 A 股市值 (百万元)	38.66
每股净资产 (元)	4.2
资产负债率 (%)	33.9
一年内最高/最低 (元)	18.45/6.80

一年内股价相对走势



投资要点：

➢ 依托成本优势，转型光伏电站投资集成商

公司是国内第一家纯光伏上市公司，在晶体硅太阳能电池领域，形成了“晶体硅棒拉制/多晶硅浇铸-切片-电池芯片制造-电池-EPC 工程总承包”的较为完整的产业链结构。公司依托全产业链的成本优势，大力布局下游光伏电站投资和 EPC 业务。2015 年，公司并网光伏电站 130MW，同比增长 160%。公司计划未来每年新增装机 200MW。

➢ 主业太阳能产品稳健经营，研发力度不减

公司在晶体硅、非晶硅、太阳能应用产品等方面，形成了完整的产业链。公司研发成果显著，公司获得授权专利达到 175 项。2015 年上半年取得实用新型专利和发明专利授权共计 45 项，同比增长 100%。另外在相关的设备、工艺及原材料等方面不断进行研发和技术创新。

➢ 天加利上线，专业光伏 P2P 平台和光伏网上商城

依托子公司拓日资本着手搭建光伏 P2P “天加利”金融平台，借助互联网金融对为光伏产业链上的公司或个人提供周转资金，主要通过向借款人收取服务费 (1%-2%)、提现手续费 (0.3%) 等获取收入。同时网上光伏商城有利于提升公司产品尤其分布式光伏和民用光伏产品的销量。

➢ 首次覆盖，给予“推荐”评级

2015 年-2017 年的 EPS 分别为 0.074 元、0.095 元、0.152 元，考虑到公司向光伏电站投资集成商转型和布局互联网金融业务，业绩拐点确认并且弹性较大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

顾泉 联系人

电话：0510-82833217

邮箱：guquan@glsc.com.cn

虞栋 联系人

电话：0510-85611779

邮箱：yudong@glsc.com.cn

相关报告

《新能源行业点评报告：三板斧解决
可再生能源补贴不足、限发、流程慢》

财务数据和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1064.23	545.79	548.31	713.58	896.31
增长率 (%)	101.14%	-48.71%	0.46%	30.14%	25.61%
EBITDA (百万元)	128.34	180.51	224.42	359.72	538.54
净利润 (百万元)	12.98	-5.38	45.90	58.85	93.78
增长率 (%)	143.78%	-141.43%	953.63%	28.21%	59.35%
EPS (元/股)	0.021	-0.009	0.074	0.095	0.152
市盈率 (P/E)	397.17	-958.74	112.31	87.60	54.98
市净率 (P/B)	3.58	3.67	1.95	1.13	0.80
EV/EBITDA	34.72	25.51	27.14	23.80	18.97

正文目录

国内第一家光伏上市公司，产业链完整	3
产业链完整、产品种类齐全	3
研发实力强、设备技术自主化程度高.....	3
往下游衍生，转型光伏电站投资建设商	4
依托成本优势，转型光伏电站投资运营商	4
电费收入占比不断提升，毛利率提升明显	6
天加利上线，专业光伏P2P平台和光伏网上商城	7
天加利，专业光伏P2P平台	7
光伏网上商城，产品宣传和销售平台	7
估值与评级	7
估值与评级	7
风险提示	8

图表目录

图表 1：公司并网项目情况	4
图表 2：光伏电站储备项目与配套项目情况	4
图表 3：公司收入构成情况	5
图表 4：公司各业务毛利率情况	6

国内第一家光伏上市公司，产业链完整

产业链完整、产品种类齐全

➤ 公司光伏产业链完整、产品种类齐全

拓日新能于 2008 年 2 月在深交所上市，是国内第一家光伏上市公司，产业链涵盖晶体硅、非晶硅薄膜、太阳能应用产品、光伏玻璃和太阳能集热器等领域。在晶体硅光伏领域，形成了“晶体硅棒拉制/多晶硅浇铸-切片-电池芯片制造-电池-EPC 工程总承包”的较为完整的产业链结构。在非晶硅领域，完成了“石英石/石英砂-光伏太阳能玻璃-非晶硅电池-EPC 工程总承包-光伏电站运营”的完整产业链。在太阳能应用产品方面实现“产品研发设计-模具制作-塑料注塑-包装设计-产品组装”的产业链条；在平板型太阳能热水器领域实现“卷对卷”镀膜-光热组件封装-光热系统”的产业链条。公司产业链完整，技术领域跨度大。

公司拥有最全面的太阳能产品：在光伏领域，同时生产和销售单晶硅太阳电池及组件、多晶硅太阳电池及组件、非晶硅太阳电池及组件、太阳能应用产品以及供电系统；在太阳能光热领域，拥有先进的新型平板式太阳能集热器和太阳能热水系统。

研发实力强、设备技术自主化程度高

➤ 董事长塑造公司研发基因、设备技术自主化程度高

公司董事长兼总工程师陈五奎先生是深圳市高层次专业人才——国家级领军人才、深圳经济特区 30 周年行业领军人物，商务部对外援助项目评审专家。曾担任 2004 年国家科技部“十五”科技攻关项目课题组长、国家建设部“全国首批可再生能源示范工程——拓日工业园”项目及国家发改委“25MW 非晶硅光伏电池产业化”项目课题组长，现为国家工信部“非晶硅薄膜太阳电池及设备研发与产业化”项目及广东省

重大科技攻关项目——“新型薄膜太阳能电池核心设备制造及产业化实施”项目课题组长。陈五奎先生负责研发的“整体式非晶硅光伏电池幕墙”，获联合国 2006 年度全球可再生能源领域最具投资价值的十大领先技术——“蓝天奖”。

公司成立于 2002 年，坚持自主研发，研发成果显著，公司获得授权专利达到 175 项。2011 年，公司承担国家科技部“从石到电”光伏产业链火炬计划项目。2015 年上半年取得实用新型专利和发明专利授权共计 45 项，同比增长 100%。通过持续的自主创新，完整掌握了非晶硅太阳能电池全套生产线、高效晶体硅太阳能电池、新型平板太阳能集热器和光伏玻璃等关键设备制造及生产工艺技术。

往下游延生，转型光伏电站投资建设商

依托成本优势，转型光伏电站投资运营商

- 中上游稳健经营，发力下游光伏电站投资开发

公司是国内第一家纯光伏上市公司，在晶体硅太阳能电池领域，形成了“晶体硅棒控制/多晶硅浇铸-切片-电池芯片制造-电池-EPC 工程总承包”的较为完整的产业链结构。公司依托全产业链的成本优势，大力布局下游光伏电站投资和 EPC 业务。公司的中上游光伏产品对外销售减少，优先供给自身电站开发项目。2015 年，公司并网光伏电站 130MW，同比增长 160%，累计并网 200MW。公司未来计划每年新增装

机 200MW。公司拥有光伏全产业链生产能力，依托在当地投资配套项目，在项目开发中拥有较大优势。

图表 1：公司并网项目情况

项目名称	项目规模	并网时间	上网电价
新疆喀什瑞城一期	20MW	2013 年	0.95
陕西定边项目	50MW	2014 年（并购）	0.95
新疆岳普湖项目	20MW	2015 年 5 月	0.90
陕西定边项目	110MW	2015 年 11 月	0.95
合计	200MW		
公司往年光伏电站建设情况			
2006 年	承担住建部全国首批可再生能源示范项目—拓日工业园 300KW 光伏电站		
2009 年	承担住建部光电建筑示范项目—陕西渭南 4.5MW 光伏屋顶电站等 6 个项目		
2009 年	承担发改委金太阳示范项目—陕西蒲城 10MW 地面光伏并网电站		

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：光伏电站储备项目与配套项目情况

地点	规划电站	配套项目
新疆喀什	疏附 30MW	300MW 全自动太阳能组件、光伏支架生产线
	瑞城二期 40MW	
	库尔干县 100MW	
	莎车 150MW	
青海西宁	西宁东川 500MW	一期 200MW 直拉单晶硅项目、150MW 晶体硅光伏组

		件项目以及石英坩埚项目
		二期 200MW 多晶铸锭项目，300MW 硅片切割项目、 300MW 太阳能电池项目以及 150MW 光伏组件
合计	820MW	

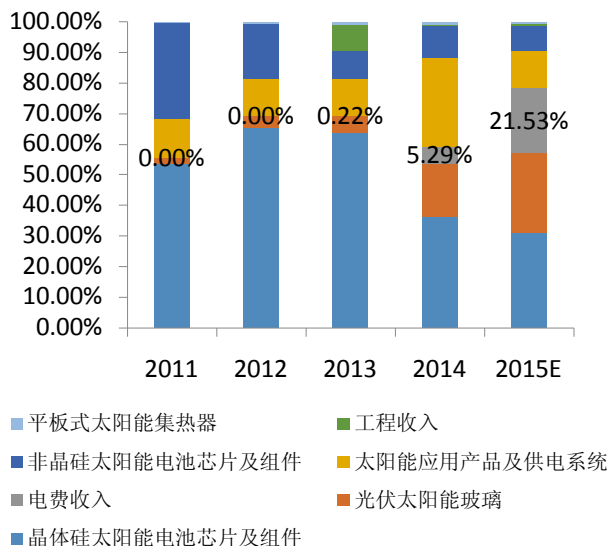
来源：公司公告，国联证券研究所

电费收入占比不断提升，毛利率提升明显

➤ 中上游稳健经营，发力下游光伏电站投资开发

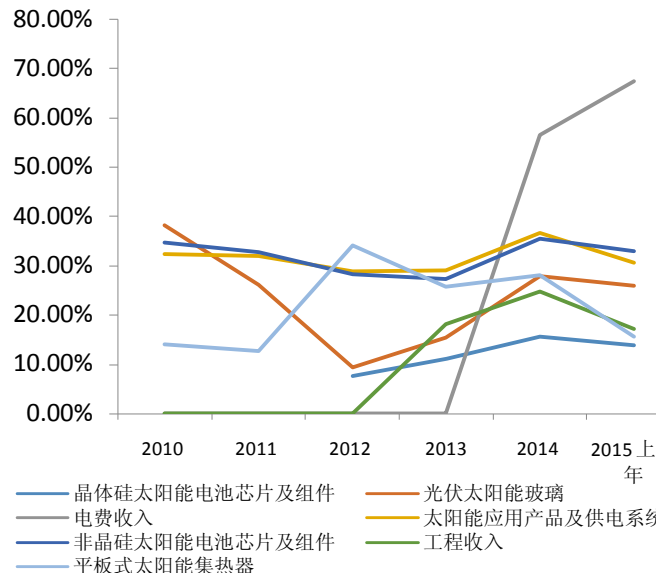
公司是国内第一家纯光伏上市公司，在晶体硅太阳能电池领域，形成了“晶体硅棒控制/多晶硅浇铸-切片-电池芯片制造-电池-EPC 工程总承包”的较为完整的产业链结构。公司依托全产业链的成本优势，积极布局下游光伏电站投资和 EPC 业务。公司的中上游光伏产品对外销售减少，优先供给自身电站项目。2015 年，公司并网光伏电站 130MW，同比增长 160%。公司未来计划每年新增装机 200MW。公司拥有光伏全产业链生产能力，依托在当地投资配套项目，在项目开发中拥有较大优势。

图表 3：公司收入构成情况



来源：公司财报，国联证券研究所

图表 4：公司各业务毛利率情况



来源：公司财报，国联证券研究所

天加利上线，专业光伏 P2P 平台和光伏网上商城

天加利，专业光伏 P2P 平台

- 成立专业光伏 P2P 平台，布局互联网金融

依托子公司拓日资本着手搭建光伏 P2P “天加利”金融平台，利用公司在行业内积累的经验和影响力，平台的融资项目对象锁定为光伏产业链上的企业或个人。借助互联网金融为融资项目提供周转资金，主要通过向借款人收取服务费（1%-2%）、提现手续费（0.3%）等获取收入。在资金托管安全方面，天加利采用“第三方支付机构资金托管”的运行模式，由投资者在有支付资质的第三方平台开立并管理自己的账户，确保客户资金不流入天加利平台账户。

光伏网上商城，产品宣传和销售平台

- 成立网上商城，布局光伏 B2C

公司在天加利平台上，开通光伏网上商城板块，布局光伏 B2C。网上光伏商城有利于提升公司产品尤其分布式光伏和民用光伏产品的销量。

估值与评级

估值与评级

- 业绩拐点确立，未来持续向好

公司依托全产业链的成本优势，大力布局下游光伏电站投资和 EPC 业务。2015 年，公司并网光伏电站 130MW，同比增长 85.71%，累计并网 200MW。公司未来项目储备丰富，依托在当地投资配套项目，在项目开发中拥有较大优势。公司依托拓日

资本着手搭建光伏 P2P “天加利”金融平台，布局光伏 P2P，成立网上商城，布局 B2C 业务。公司的电费收入增加，公司毛利率不断提升，业绩拐点确立，未来业绩持续向好。

➤ 首次覆盖，给予“推荐”评级

2015 年-2017 年的 EPS 分别为 0.074 元、0.095 元、0.152 元，考虑到公司向光伏电站投资集成商转型和布局互联网金融业务，业绩拐点确认并且弹性较大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

- 项目进展不达预期：光伏电站建设是复杂的系统工程，项目进度可能慢于预期。
- 发电量不达预期风险：发电量受天气和调度等因素影响，发电量可能不达预期。

财务报表预测

财务和估值数据摘要							现金流量表						
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
营业收入	529.09	1064.23	545.79	548.31	713.58	896.31	经营性现金净流量	-8.05	-71.00	143.67	421.82	-75.68	709.42
增长率(%)	10.67%	101.14%	-48.71%	0.46%	30.14%	25.61%	投资性现金净流量	-153.57	-38.26	-231.87	-1682.73	-2209.51	-2145.35
归属母公司股	5.32	12.98	-5.38	45.90	58.85	93.78	筹资性现金净流量	116.61	50.31	208.33	1570.91	2400.88	1563.85
增长率(%)	103.81%	143.78%	-141.43%	953.63%	28.21%	59.35%	现金流量净额	-46.63	-61.21	118.51	310.00	115.69	127.91
每股收益(EPS)	0.009	0.021	-0.009	0.074	0.095	0.152	财务分析和估值指标汇总						
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
每股经营现金	-0.013	-0.115	0.232	0.682	-0.122	1.148	收益率						
销售毛利率	13.92%	15.32%	28.70%	31.00%	32.00%	33.00%	毛利率	13.92%	15.32%	28.70%	31.00%	32.00%	33.00%
销售净利率	1.01%	1.22%	-0.91%	8.13%	8.01%	10.16%	三费/销售收入	16.83%	13.46%	31.90%	23.30%	23.89%	21.98%
净资产收益率	0.37%	0.90%	-0.38%	1.73%	1.29%	1.46%	EBIT/销售收入	4.45%	4.28%	10.04%	16.94%	19.44%	22.45%
投入资本回报	-0.19%	1.58%	1.27%	3.16%	2.79%	2.50%	EBITDA/销售收入	16.71%	12.06%	33.07%	40.93%	50.41%	60.08%
市盈率(P/E)	968.24	397.17	-958.74	112.31	87.60	54.98	销售净利率	1.01%	1.22%	-0.91%	8.13%	8.01%	10.16%
市净率(P/B)	3.61	3.58	3.67	1.95	1.13	0.80	资产获利率						
股息率(分红)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	ROE	0.37%	0.90%	-0.38%	1.73%	1.29%	1.46%
报表预测							ROA	1.03%	1.80%	1.79%	2.09%	1.89%	2.28%
利润表							ROIC	-0.19%	1.58%	1.27%	3.16%	2.79%	2.50%
营业收入	529.09	1064.23	545.79	548.31	713.58	896.31	增长						
减: 营业成本	455.43	901.15	389.13	378.33	485.23	600.53	销售收入增长率	10.67%	101.14%	-48.71%	0.46%	30.14%	25.61%
营业税金	2.23	6.32	3.01	2.86	3.73	4.68	EBIT 增长率	119.06%	93.58%	20.21%	69.58%	49.29%	45.11%
营业费用	28.53	44.52	44.83	23.41	26.53	27.73	EBITDA 增长率	219.72%	45.13%	40.64%	24.33%	60.29%	49.71%
管理费用	43.83	65.29	70.12	63.28	71.69	74.21	净利润增长率	103.81%	143.78%	-138.06%	1002.55%	28.21%	59.35%
财务费用	16.68	33.47	59.16	41.06	72.24	95.09	总资产增长率	8.92%	10.91%	20.47%	45.79%	64.91%	20.42%
资产减值	5.33	9.71	8.25	8.25	8.25	8.25	股东权益增长率	0.33%	0.87%	-2.52%	88.78%	72.05%	41.33%
加: 投资收益	0.00	2.53	0.00	0.00	0.00	0.00	经营资本增长率	16.18%	54.89%	-65.61%	-48.01%	229.81%	-9.04%
公允价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构						
其他经营	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	37.53%	43.18%	54.02%	40.49%	37.93%	27.17%
营业利润	-22.95	6.32	-28.70	31.12	45.91	85.83	投资资本/总资产	79.46%	71.46%	63.03%	80.45%	83.25%	88.93%
加: 其他非经	28.35	10.35	25.32	21.34	21.34	21.34	带息债务/总负债	45.26%	33.91%	31.57%	51.72%	55.84%	59.24%
利润总额	5.41	16.67	-3.39	52.46	67.25	107.17	流动比率	1.32	1.27	0.78	0.62	0.85	1.12
减: 所得税	0.08	3.69	1.55	7.87	10.09	16.07	速动比率	0.51	0.62	0.25	0.41	0.43	0.74
净利润	5.32	12.98	-4.94	44.59	57.17	91.09	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
减: 少数股东	0.00	0.00	0.44	-1.32	-1.69	-2.69	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
归属母公	5.32	12.98	-5.38	45.90	58.85	93.78	资产管理效率						
资产负债表							总资产周转率	0.23	0.42	0.18	0.12	0.10	0.10
货币资金	140.06	67.03	73.82	383.82	499.51	627.42	固定资产周转率	0.64	1.01	0.35	0.33	0.23	0.18
应收和预	206.28	502.67	247.55	163.31	369.92	298.00	应收账款周转率	3.43	2.72	3.23	4.74	2.80	4.25
存货	442.27	543.28	510.50	121.21	689.00	313.72	存货周转率	1.03	1.66	0.76	3.12	0.70	1.91
其他流动	100.46	45.29	161.64	161.64	161.64	161.64	业绩和估值指标						
长期股权	23.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
投资性房	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	23.54	45.57	54.78	92.90	138.70	201.26
固定资产	1264.74	1234.83	1781.38	3279.86	5216.18	6996.01	EBITDA	88.43	128.34	180.51	224.42	359.72	538.54
无形资产	91.30	113.41	219.22	285.15	350.50	391.92	NOPLAT	-3.36	28.75	22.98	60.83	99.75	152.93
其他非流	15.70	27.11	58.16	54.86	51.57	48.27	净利润	5.32	12.98	-5.38	45.90	58.85	93.78
资产总计	2284.41	2533.62	3052.27	4449.85	7338.31	8836.98	EPS	0.009	0.021	-0.009	0.074	0.095	0.152
短期借	388.06	371.00	420.57	731.93	1063.95	544.05	BPS	2.309	2.329	2.270	4.286	7.373	10.421
应付和预	284.78	543.49	826.97	568.60	927.58	677.23	PE	968.24	397.17	-958.74	112.31	87.60	54.98
长期借	0.00	0.00	100.00	200.00	490.30	878.13	PEG	9.22	6.06	2.67	N/A	N/A	N/A
其他负债	184.50	179.58	301.40	301.40	301.40	301.40	PB	3.61	3.58	3.67	1.95	1.13	0.80
负债合计	857.34	1094.07	1648.95	1801.94	2783.23	2400.82	PS	9.74	4.84	9.45	9.40	7.22	5.75
股本	489.75	489.75	489.75	618.75	840.57	1055.20	PCF	-640.20	-72.62	35.88	12.22	-68.13	7.27
资本公积	868.79	868.79	857.80	1928.80	3556.97	5132.34	EV/EBIT	189.98	97.77	84.06	65.56	61.73	50.77
留存收益	68.54	81.01	55.78	101.68	160.53	254.31	EV/EBITDA	50.58	34.72	25.51	27.14	23.80	18.97
归属母公	1427.08	1439.55	1403.32	2649.23	4558.08	6441.86	EV/NOPLAT	-1332.50	154.99	200.35	100.13	85.83	66.81
少数股东	0.00	0.00	0.00	-1.32	-3.00	-5.69	EV/IC	2.46	2.46	2.39	1.70	1.40	1.30
股东权益	1427.08	1439.55	1403.32	2647.91	4555.08	6436.17	ROIC-WACC	-0.19%	1.58%	1.27%	1.58%	1.16%	1.16%
负债和股	2284.41	2533.62	3052.27	4449.85	7338.31	8836.98	股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话：0755-82556064

传真：0755-82556064