

易成新能（300080）：被市场低估的光伏明日之星

推荐(维持)

机械

当前股价：9.35 元

报告日期：2017 年 1 月 12 日

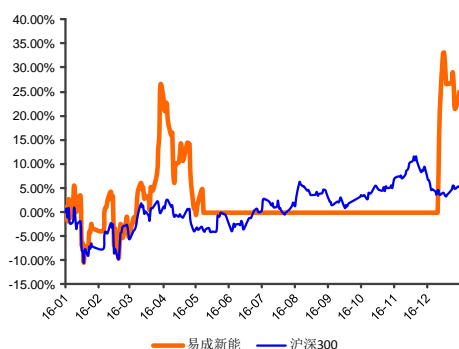
主要财务指标（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,709	2,121	5,232	10,012
(+/-)	-24.4%	24.1%	146.7%	91.4%
营业利润	-7	26	349	780
(+/-)	-143.2%	-447.5%	1242.4%	123.2%
归属母公司 净利润	6	7	294	660
(+/-)	-86.0%	6.1%	4227.9%	124.4%
EPS（元）	0.01	0.01	0.28	0.63
市盈率	1533	1444	33	15

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	50,280/50,167
流通市值（亿元）	46.91
每股净资产（元）	6.41
资产负债率（%）	45.20

股价表现（最近一年）



行业研究员：魏旭铨

执业证书编号：S1050513050001

电话：021-54967579

邮箱：weixk@cfsc.com.cn

● **公司主营业务围绕光伏产业链展开，大股东是混改标杆。**公司目前的主要业务为光伏切割刃料生产、研发、销售和晶硅片切割废砂浆的回收再利用服务。公司近期发布定增预案，拟通过债务重整的方式收购江西赛维和新余赛维 100%的股权。其中，江西赛维主要从事多晶硅产品的研发、生产和销售；新余赛维主要从事多晶硅电池片产品的生产与销售。此外，公司新建 10000 吨锂离子电池负极材料自动化生产线，其产品也是构成光伏电站储能系统的重要材料之一。公司主要业务全部围绕光伏产业展开，光伏行业的景气度高低对公司未来经营业绩至关重要。公司第一大股东——平煤神马集团是河南省混合所有制改革试点标杆单位，为贯彻落实国有企业混改精神，平煤神马集团将公司列为产业特区，并将公司所承载的新能源业务列为集团三大业务板块之一。公司享受高度的自主决策权，管理层的积极性被充分调动，经营面貌亦焕然一新。

● **全球光伏需求旺盛，中国成为最大的生产国和需求国。**2015 年，全球太阳能累计装机容量突破 227GW，2000 年-2015 年年均复合增速近 40%；2015 年新增太阳能装机容量 50GW，同比增长 32%。从建成的太阳能电站分布看，中国、欧洲、美国、日本、印度光伏装机总量占全球总装机量的 89.96%。其中，中国、美国、日本和印度合计占比达 48.11%。2015 年中国太阳能光伏新增装机容量 12.82GW，占当年全球总份额的四分之一，同年中国大陆的硅片产量占据全球产量的 76%，中国已成为全球太阳能光伏产品最大的生产国和消费国。

● **太阳能将成为我国发展最快的能源。**由于我国蕴含丰富的煤炭资源，度电成本低于光伏、水电等可再生能源，导致煤电依赖程度过高，2015 年中国煤炭占一次能源的比重为 63.7%，而以光伏和风电为代表的可再生能源占一次能源的比例仅为 2.1%，为德国的六分之一、英国的四分之一，甚至低于印度。过度依赖煤电而再生能源发展不足是造成我国雾霾频发的主因。根据《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间，中国太阳能发电新增投资将达 0.68 亿千瓦以上。到 2020 年，全国太阳能发电装机量达到 1.1 亿千瓦以上，其中分布式光伏 6000 万千瓦以上。预计在“十三五”期间我国太阳能装机容量年均增速将达 21.2%，太阳能将成为我国发展最快的能源。



- **政策支持和引导光伏产业健康发展。**为了促进新能源行业发展，我国对光伏、风电等实行保障性收购，即通过提高上网电价和补贴的方式支持行业发展。2017 年太阳能发电的上网标杆价格较 2016 年有所下调，但下调幅度远低于预期，这将有利于 2017 年我国光伏需求的稳定。未来，发改委将逐步调低光伏标杆电价，一方面将使国内光伏电站保持有利可图的态势，稳定国内光伏产业需求；另一方面，将促进光伏企业不断加大技术投入，降低光伏发电成本，同时提高光伏发电的转化效率，最终实现光伏平价上网。
- **围绕光伏产业，公司进行四大布局。**（1）多晶硅及电池业务：公司通过非公开发行股票向江西赛维和新余赛维的债权人进行偿付。此外公司拟投入 12.68 亿元配套募集资金用于江西赛维多晶硅片改扩建项目，通过改扩建，江西赛维的多晶硅产能将从目前的 3.51GW 提升至 8.92GW，公司通过对赛维的重整，将获得强大的发展后劲；（2）电镀金刚线业务：公司 2015 年投资新建的 600 万公里电镀金刚线项目，一期 300 万公里已建成投产，配合江西赛维新型 M4 黑硅技术，公司单片硅片的生产成本有望降低 0.6-0.7 元，而多晶硅片的转化效率则能够提升至 18.4%以上，技术性能达到行业前列；（3）锂离子电池负极材料业务：公司布局建设一条年产 10000 吨锂离子电池用碳石墨负极材料生产项目，目前已建成投产，依靠公司大股东平煤神马集团丰富的石墨矿资源，公司有望进入该细分领域前三甲；（4）环保业务：2016 年 6 月，公司全资子公司易成环保承包中国平煤神马集团开封兴化精细化工有限公司污水处理的相关业务，项目预计投入资金 1.5 亿元，环保将成为公司光伏产业发展的有益补充。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2016-2018 年归属母公司所有者净利润为 679 万元、2.94 亿元和 6.60 亿元，按照增发后 10.49 亿股总股本计算，对应的每股收益分别为 0.01 元、0.28 元和 0.63 元。不考虑其他业务贡献，我们将易成新能电镀金刚线业务与江西赛维与新余赛维业务合理市值相加，公司合理总市值应为 171.52 亿元。如果按照发行后 10.49 亿股总股本计算，公司合理价格为 16.35 元/股，按照 1 月 11 日公司收盘价 9.35 元/股计算，公司股价约有 75%的上升潜力，我们维持公司“**推荐**”的投资评级。
- **风险提示：**1) 收购进展不达预期；2) 光伏行业需求低迷；3) 光伏产业技术进步低于预期。

目录

1. 公司介绍.....	5
1.1 公司主要业务均围绕光伏展开.....	5
1.2 公司在磨难中砥砺前行.....	5
1.3 公司成长性、盈利能力瓶颈有望获突破.....	7
2. 全球光伏需求保持快速增长趋势.....	8
2.1 全球光伏产业需求保持旺盛.....	8
2.2 亚太地区正成为光伏需求的新引擎.....	8
2.3 中国已成为全球最大的光伏生产国和消费国.....	9
3. 光伏等新能源将逐步替代煤电.....	10
3.1 雾霾并未散去，煤炭消费是主因.....	10
3.2 我国能源构成亟待改善.....	11
3.3 太阳能有望成为我国发展最快的能源.....	13
3.4 政策引导和支持光伏产业健康成长.....	13
4. 我国光伏产业的发展趋势.....	15
4.1 光伏发电平价上网为期不远.....	15
4.2 储能技术解决弃光难题.....	15
5. 围绕光伏产业布局，勇做龙头.....	16
5.1 债务重整江西赛维和新余赛维.....	16
5.2 电镀金刚线配合黑硅技术，占领行业技术前沿.....	18
5.3 建成规模万吨的锂电池负极材料生产线.....	18
5.4 易成环保承包开封兴化精细化工污水处理.....	19
6. 公司盈利预测与估值.....	19
6.1 公司盈利预测.....	19
6.2 公司价值被低估.....	21
6.3 风险提示.....	22



图表目录

图表 1 公司主要业务均围绕光伏产业展开	5
图表 2 公司发展历程	6
图表 3 公司产权控制关系	6
图表 4 收入快速增长	7
图表 5 硅晶片切割刃料是公司最主要的收入来源	7
图表 6 公司净利润微薄	7
图表 7 期间费用吞噬利润	7
图表 8 全球光伏需求保持快速增长	8
图表 9 近年全球光伏已装机容量地域占比 (%)	9
图表 10 全球一半以上的太阳能电池产自中国	9
图表 11 2015 年全球硅片产量分布	9
图表 12 全球太阳能光伏和中国太阳能光伏新增装机容量对比	10
图表 13 雾霾肆虐的华北地区并未有太大的改善	11
图表 14 我国煤炭消费量及占全球煤炭消费量的比例	11
图表 15 2015 年全球及主要国家一次能源构成	12
图表 16 2025 年德国不同电源电力供应社会成本分析	12
图表 17 十三五规划中到 2020 年各种电源装机目标	13
图表 18 我国历年光伏上网电价及单位电量定额补贴	14
图表 19 太阳能光伏上网电价区域划分	14
图表 20 光伏电站初始投资价格	15
图表 21 光伏和燃煤发电的成本比较	15
图表 22 添加环境成本光伏和燃煤发电的成本比较	15
图表 23 全球主要硅晶片企业 2015 年产能与产量情况	16
图表 24 江西赛维和新余赛维资产评估	17
图表 25 江西赛维和新余赛维模拟报表 (万元)	17
图表 26 电镀金刚线	18
图表 27 电镀金刚线加工多晶硅工艺	18
图表 28 公司盈利预测假设	19
图表 29 公司利润表	20
图表 30 易成新能与类似公司估值对比 (以 2017 年 1 月 11 日收盘价为计算基准)	21
图表 31 分业务估值分析 (以 2017 年 1 月 11 日收盘价为计算基准)	22

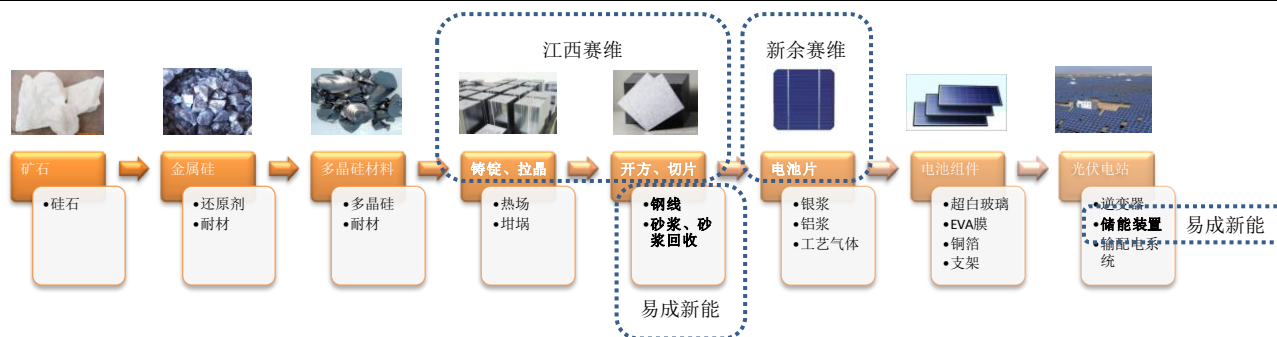


1. 公司介绍

1.1 公司主要业务均围绕光伏展开

公司目前的主要业务为光伏切割刀料生产、研发、销售和晶硅片切割废砂浆的回收再利用服务。公司发布定增预案，拟通过债务重整的方式收购江西赛维和新余赛维 100% 的股权。江西赛维主要从事多晶硅的研发、生产和销售；新余赛维主要从事多晶硅电池片产品的生产与销售。此外，公司新建 10000 吨锂离子电池负极材料自动化生产线已建成投产，其产品也是构成光伏电站储能系统的重要材料之一。公司主要业务全部围绕光伏产业展开，光伏行业的景气度高低对公司未来经营业绩至关重要。

图表 1 公司主要业务均围绕光伏产业展开



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

注：江西赛维和新余赛维收购尚未完成

公司已建成了世界最大、产业链最完整的硬脆材料切割刀料生产基地，拥有国际领先的碳化硅工程陶瓷生产线和自主知识产权的锂离子电池负极材料生产工艺。公司的碳化硅精细微粉产能世界第一；金刚线产能全国第一；碳化硅热交换管项目填补了国内空白；锂离子电池负极材料产能位居国内前列。分布式太阳能电站在河南、新疆、内蒙古等地累计装机容量已达 200MW，集团化发展格局初步形成。

1.2 公司在磨难中砥砺前行

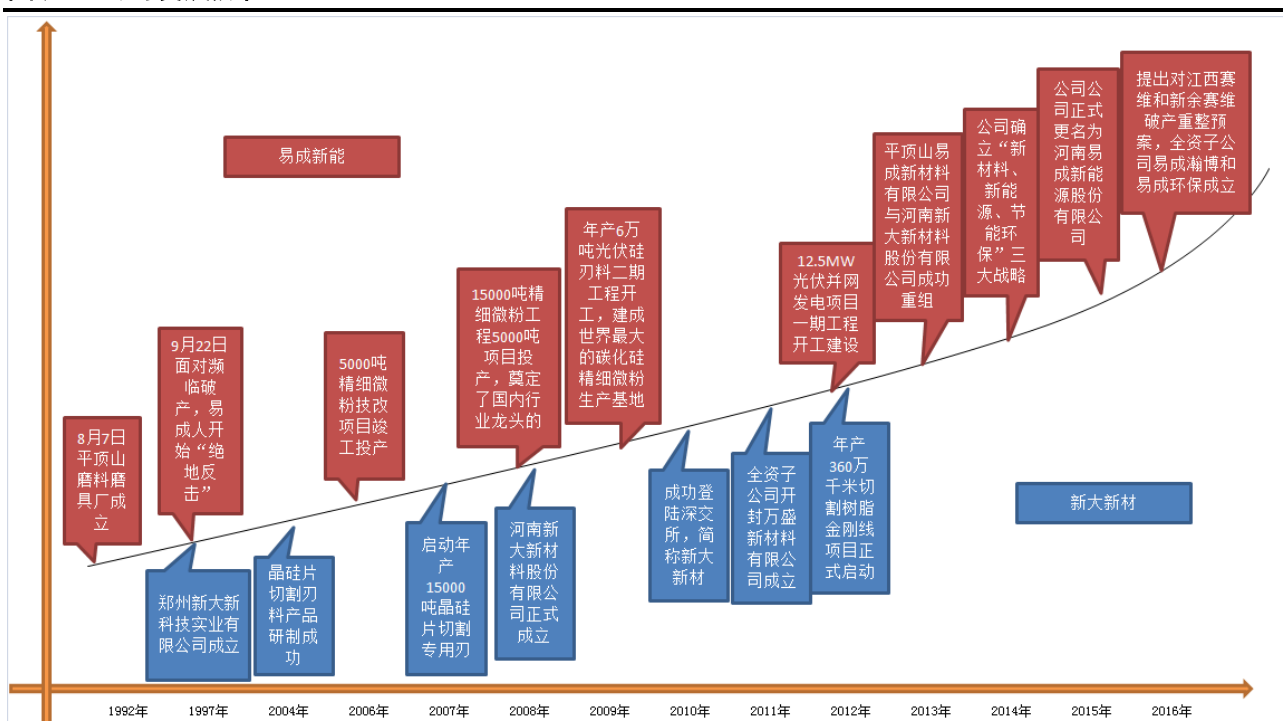
公司的前身平顶山磨料磨具厂成立于 1992 年，后更名为平顶山易成新材料有限公司。2008 年易成新材 15000 吨精细微粉工程 5000 吨项目投产，奠定了其行业龙头地位。新大新材成立于 1997 年，主营晶硅片切割刀料产品，公司于 2010 年成功登陆创业板，成为光伏切割刀料细分领域首家也是唯一一家上市公司。易成新材和新大新材分别成为当时国内晶硅片、半导体线切割刀料的第一和第二大的制造企业。2012 年欧美启动对中国光伏产业的双反调查，我国光伏行业整体陷入低迷，上市公司业绩表现不佳。为应对行业景气度下滑带来的不利影响，易成新材和新大新材决定抱团取暖，两家公司于 2013 年成功合并重组，公司光伏切割刀料市场份额提升至 40%。2015 年上市公司正式更名易成新能。

2016 年，公司提出参与江西赛维和新余赛维的债务重整，公司拟向江西赛维和新余赛维以股票方式清偿的债权人分别非公开发行股票 2.51 亿股和 2,554 万股，公司获得江西赛维和新余赛维 100% 的股权，此外公司还将向中国平煤神马集团等五家机构发行 2.70 亿股募集配套资金 20.50 亿元。本次非公开发行预案已获董事会表决通过，后续还需股东大会审议通过后报中国证监会核准，如收购顺利的话，我们预计公



司将于 2017 年年中完成对上述两家公司的收购。公司主要发展历程如下：

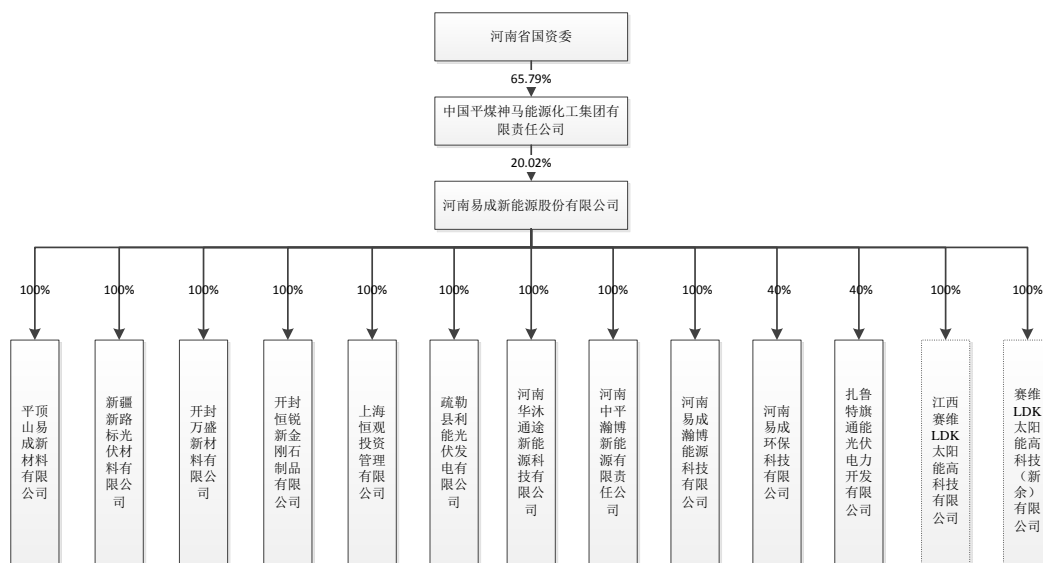
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

平煤神马集团是公司第一大股东，持有公司 20.02%的股权，河南省国资委是公司的实际控制人。根据平煤神马集团的战略规划，公司定位为平煤神马集团旗下新能源产业的上市公司平台。平煤神马集团是河南省混合所有制改革试点标杆单位，为贯彻落实国有企业混改精神，平煤神马集团将公司列为产业特区，并将公司所承载的新能源业务列为集团三大业务板块之一。公司享受高度的自主决策权，管理层的积极性被充分调动，经营面貌亦焕然一新。

图表 3 公司产权控制关系



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

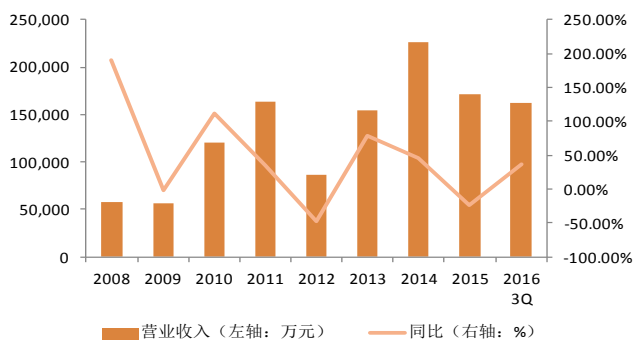


1.3 公司成长性、盈利能力瓶颈有望获突破

公司光伏切割刀料产品是一种磨料磨具，主要用于光伏产品的切片和开方。公司于 2013 年 5 月完成对易成新材的并购，光伏刀料产品的市场占有率提升至 40%，收入规模已成倍增长，公司 2014 年的销售收入为 2012 年的 2.60 倍。2015 年，由于公司出售辽宁新大新能源等子公司，合并报表范围减少，且废砂浆在线回收和金刚线切割等新业务模式、新技术对市场也有一定的冲击，导致公司销售收入同比下滑 24.36%。2016 年前三季度，晶硅片切割刀料销售收入回升、子公司硅片贸易贡献使得公司收入实现同比 36.47% 的增长。

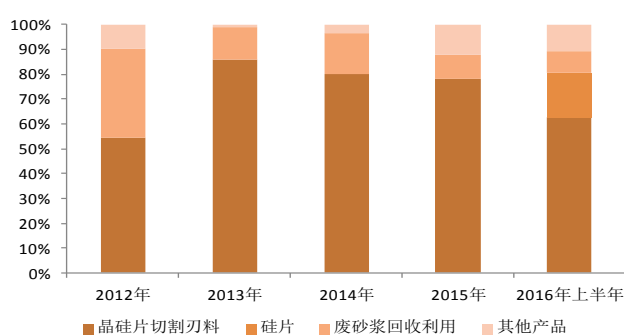
晶硅片切割刀是公司主要的收入和利润来源。2016 年上半年，该项业务实现销售收入 6.19 亿元，占公司总收入的 53.43%；实现毛利 1.07 亿元，占公司总利润的 47.58%。公司背靠大股东，通过外延式扩张和内生式发展相结合的方式，积极拓展新材料、新能源和节能环保三大业务，有望进入快速发展通道。

图表 4 收入快速增长



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

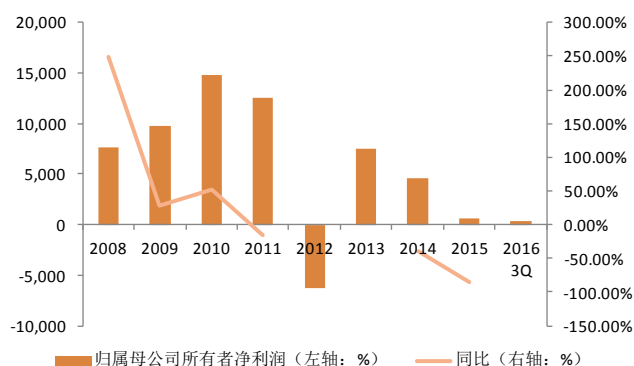
图表 5 硅晶片切割刀料是公司最主要的收入来源



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

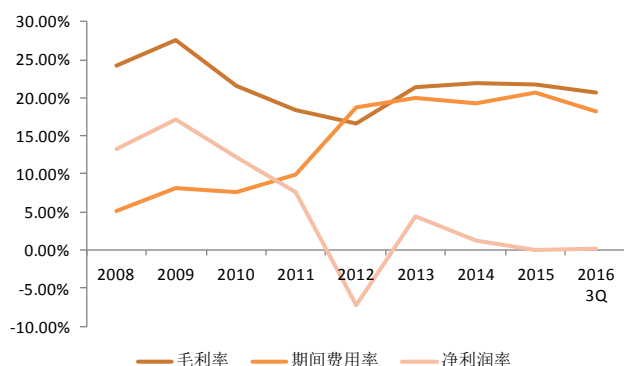
2012 年欧美对中国光伏产品进行双反调查，全行业景气度急剧下滑，公司亦出现亏损。2013 年公司并购易成新材后，人工成本增加以及公司研发投入加大，使得公司期间费用率居高不下，导致公司净利润率维持在低位。随着公司电镀金刚线（一期）建成投产，公司生产效率和效益将大幅提高，公司盈利能力低的问题将迎刃而解。

图表 6 公司净利润微薄



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 7 期间费用吞噬利润



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

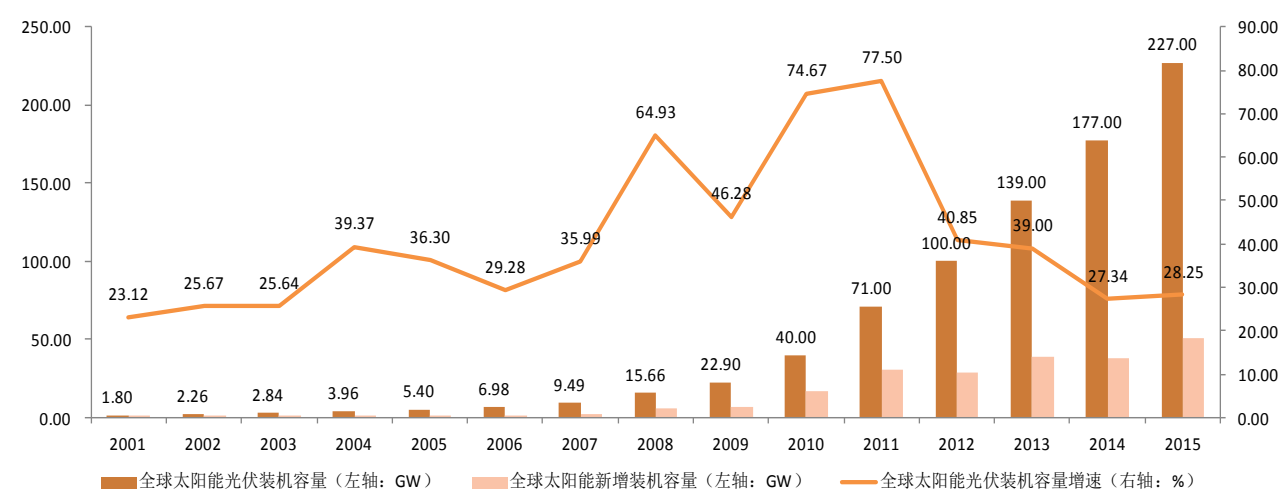


2. 全球光伏需求保持快速增长趋势

2.1 全球光伏产业需求保持旺盛

进入 21 世纪，全球光伏行业得以快速发展。根据 21 世纪可再生能源政策网的统计数据，截至 2015 年，全球太阳能光伏装机容量突破 227GW，2000 年-2015 年年均复合增速近 40%，2015 年新增太阳能光伏装机容量 50GW，同比增长 32%。

图表 8 全球光伏需求保持快速增长



资料来源：21 世纪可再生能源政策网，华鑫证券研发部

2.2 亚太地区正成为光伏需求的新引擎

从光伏需求的地域分布来看，欧洲国家受欧债危机爆发的影响对光伏需求锐减，让中国光伏产业很受伤。面对欧洲光伏需求下滑，但亚太地区各国纷纷制定各种政策支持和引导光伏行业发展，亚太地区取代欧洲成为光伏需求最为旺盛的地区。

2010 年 7 月，美国通过“千万太阳能屋顶计划”，计划提出在 2013 年-2021 年，每年将投资 5 亿美元用于太阳能屋顶建设，其补助资金可以补贴 40GW 的新安装容量；美国能源部在 2011 年启动了旨在降低光伏发电系统成本、为期 10 年的技术开发项目，即“太阳计划(Sun Shot Initiative)”。美国能源部于 2016 年 11 月发布了“太阳计划 2030”(SUNSHOT 2030)，该计划设定了具有挑战性的新目标，即 2030 年光伏电站成本为 3 美分每千瓦时。

日本在福岛核泄漏事故之后，决心减少对核能的依赖程度，2011 年 4 月，日本政府向商用及学校所建太阳能设备盈余产能发放补贴提高 67%。2011 年 7 月，日本政府发表了《创新能源、环境战略中间整理方案》，表明了日本今后能源政策的基本发展方向。根据《创新能源、环境战略中间整理方案》，日本今后能源战略的基本理念主要包括减少对核能的依赖程度，发展多样化的能源结构和尊重国民的意愿等。2012 财年日本经济产业省通过“支持引进住宅光伏系统的补贴措施”、“可再生能源上网电价补贴政策(FIT)”以及“引进可再生能源发电系统作为部分恢复措施的补贴计划”等支撑项目或措施来推动住宅和工业光伏系

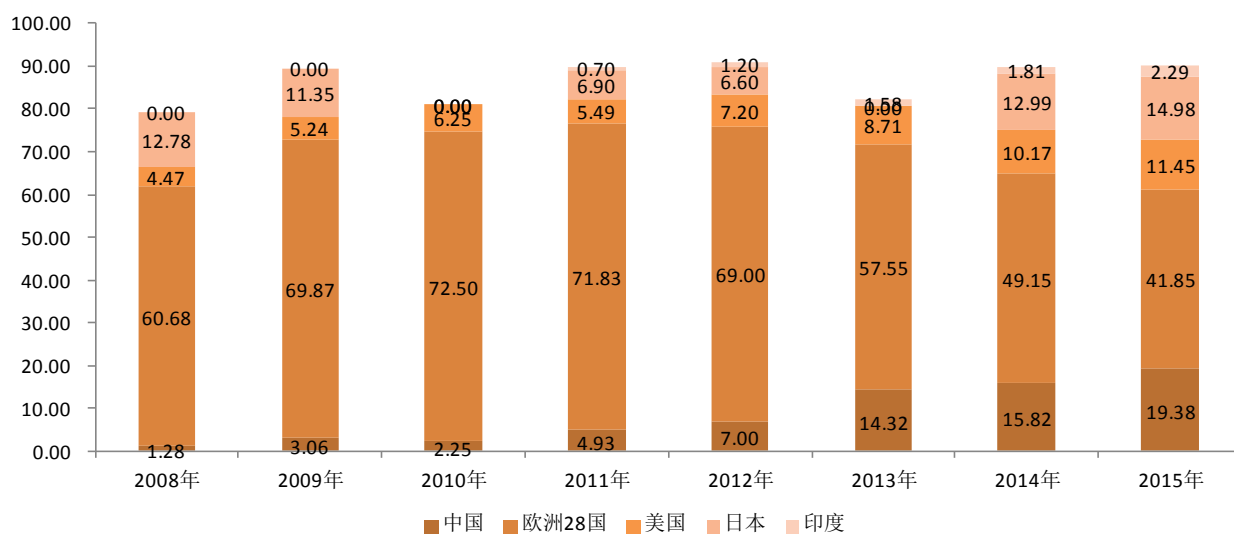


统的应用与普及。

印度政府于 2010 年 1 月启动了“尼赫鲁国家太阳能计划”。该计划第一阶段从 2010 年 1 月到 2013 年 3 月，目标达到 1.3GW 的太阳能装机总量；第二阶段从 2013 年 4 月开始，努力在 2017 年 3 月前完成 3.7GW 的太阳能装机总量；另外 17GW 装机总量计划于 2017 年 4 月到 2022 年 3 月内实施。

到 2015 年，中国、欧洲、美国、日本、印度光伏装机总量占全球总装机量的 89.96%，其中中国、美国、日本和印度占比达 48.11%，亚太地区成为光伏需求的新引擎。

图表 9 近年全球光伏已装机容量地域占比 (%)

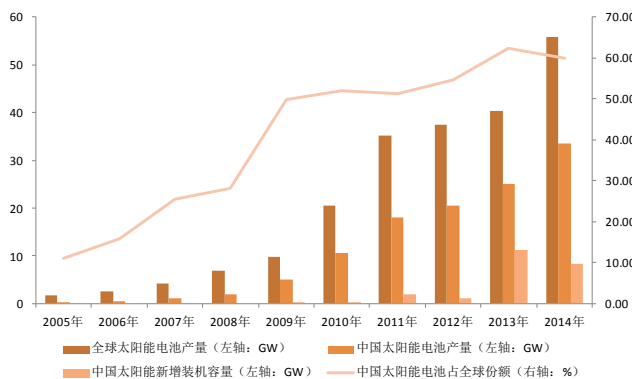


资料来源：21 世纪可再生能源政策网，华鑫证券研发部

2.3 中国已成为全球最大的光伏生产国和消费国

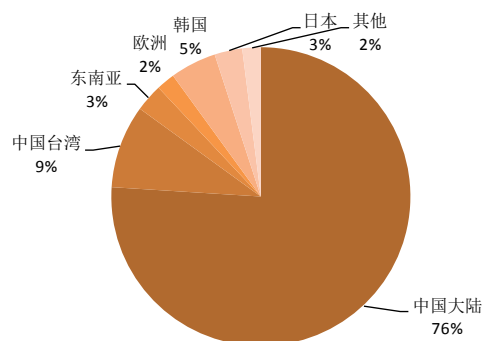
经过十余年的发展，我国已是全球太阳能电池和硅片主要生产地。在欧债危机爆发之前，我国太阳能光伏产品主要出口欧洲。2012 年欧债危机的爆发后欧盟启动对中国光伏产品的双反调查，我国太阳能光伏出口出现断崖式下滑。

图表 10 全球一半以上的太阳能电池产自中国



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

图表 11 2015 年全球硅片产量分布



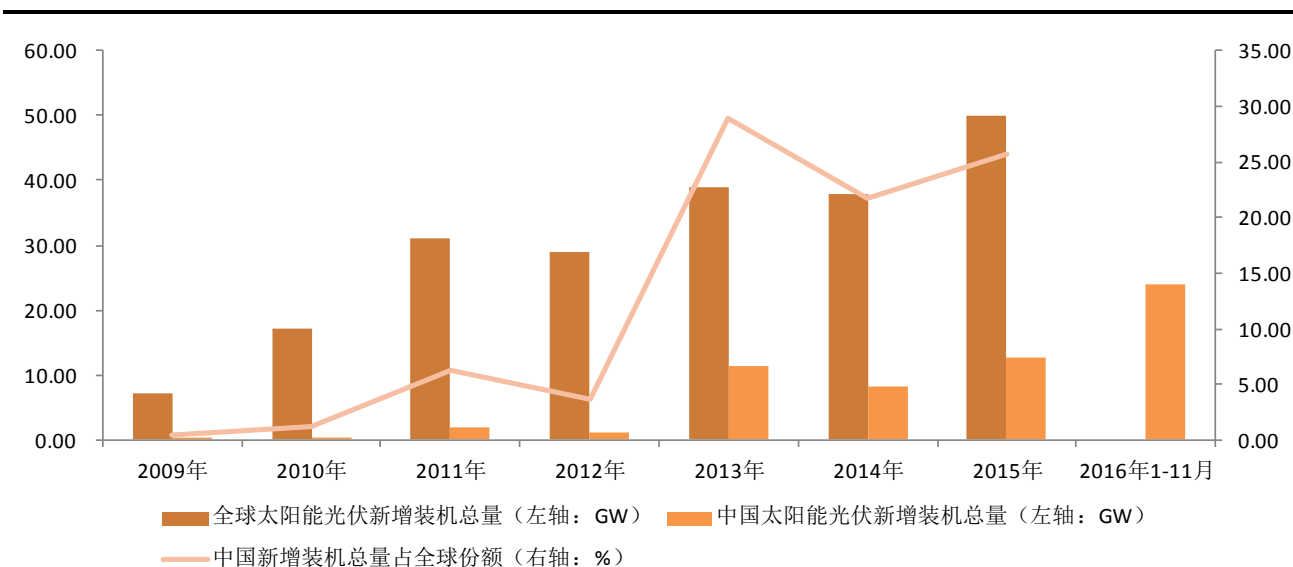
资料来源：Solarbuzz，华鑫证券研发部



中国是光伏产业发展的最大收益者之一，但由于过度依赖海外单一市场，无锡尚德、江西赛维等一大批光伏巨头纷纷倒下。痛定思痛，我国改变之前依赖出口发展思路，通过国内提高光伏上网标杆电价，并开始实施分布式光伏发电单位电量定额补贴的方式鼓励和引导国内太阳能光伏需求。自 2011 年起中国开始实行“全国光伏发电上网标杆电价”，2011 年上网标杆电价为 1.15 元/kWh，2013 年开始实施分布式光伏发电单位电量定额补贴，补贴价格为 0.42 元/kWh。

通过政策引导和补贴的扶持，2015 年我国太阳能光伏新增装机容量为 12.82GW，占当年全球总份额的四分之一。2016 年 1-11 月，我国太阳能光伏新增装机容量为 23.93GW，预计全年将超过 25GW，中国已成为全球太阳能光伏产品最大的消费国。

图表 12 全球太阳能光伏和中国太阳能光伏新增装机容量对比



资料来源：中国电力企业联合会，21 世纪可再生能源政策网，华鑫证券研发部

3. 光伏等新能源将逐步替代煤电

3.1 雾霾并未散去，煤炭消费是主因

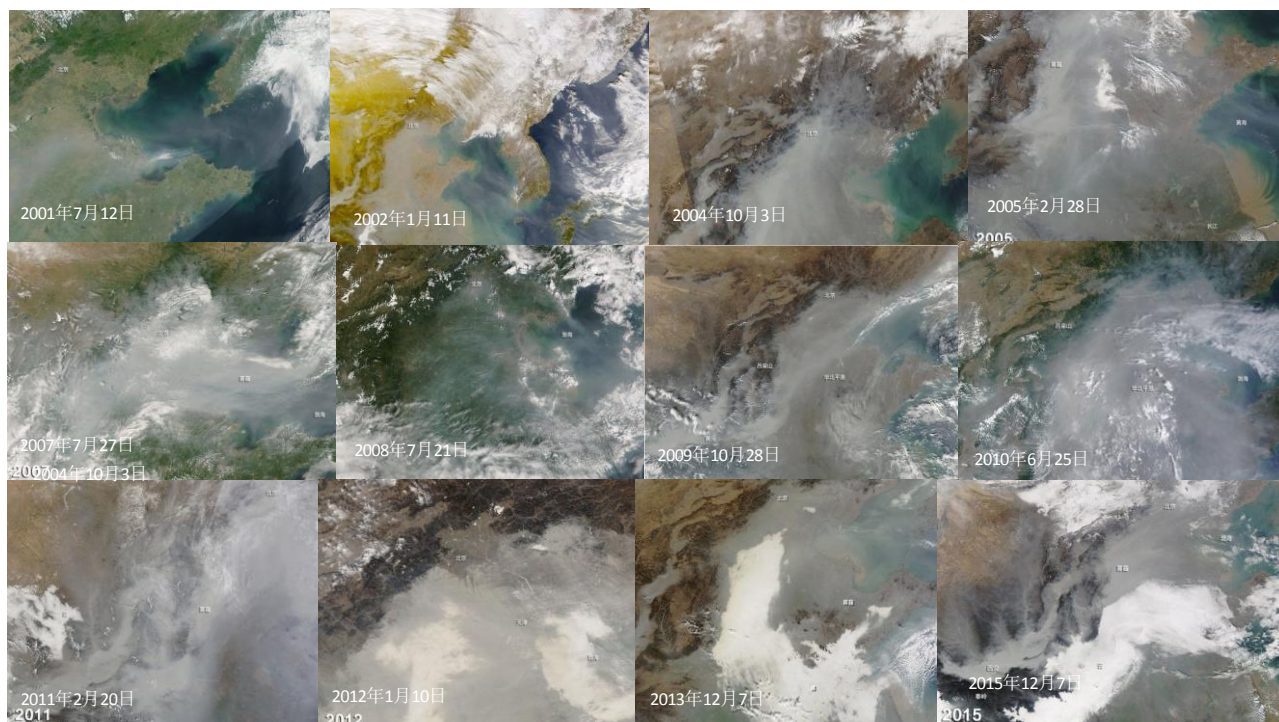
近年来，每逢冬季便雾霾横行，大半个中国 PM2.5 持续超标。尽管采取了包括车辆限行，提高乘用车排放标准，加大电动汽车推广力度等种种措施，但效果寥寥，雾霾天依旧。

中国是全世界第一大煤炭消费国，钢厂、水泥厂、化工厂主要能源介质是煤。随着技术的进步，我国煤炭的清洁化利用有了长足的进步。通过洗煤工艺和脱硫，符合国家环保规定的火力发电厂可以在燃煤发电的同时，去掉燃煤产生的硫化物，但有一种东西，目前还不能有效去除，这种化学物质叫多环芳烃，它是燃煤产生的污染之一，是名副其实的致癌物，也是大气中 PM2.5 的主要组成部分。根据世界能源委员会的统计，2015 年中国共消耗煤炭折合原油 1920.40 百万吨当量，占全球煤炭消费量的 50.01%。过度依赖燃煤是造成我国雾霾天频发的主要原因。

NASA 的中分辨率成像光谱仪自 1999 年随卫星 Terra 发射以来，一直致力于观测地球表面情况，科学家据此了解全球气候和环境如何相互作用。中国华北地区的雾霾多次被捕捉，从 2001 年的气溶胶污染，到 2008 年奥运年空气污染的改善，及之后越来越厚重的灰霾，都在太空中被看得清清楚楚。

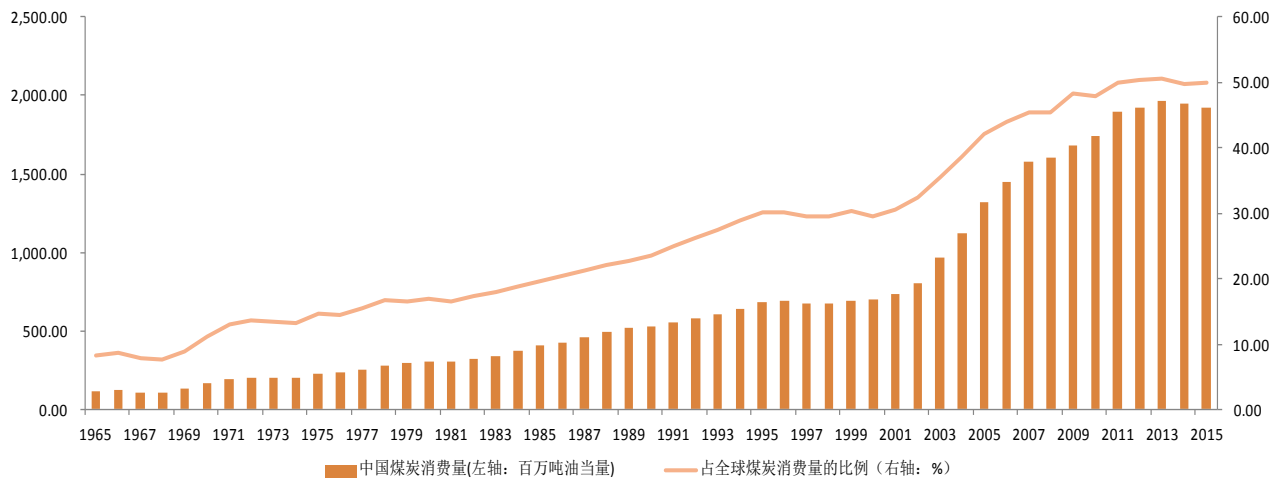


图表 13 雾霾肆虐的华北地区并未有太大的改善



资料来源：NASA，华鑫证券研发部

图表 14 我国煤炭消费量及占全球煤炭消费量的比例



资料来源：世界能源委员会，华鑫证券研发部

3.2 我国能源构成亟待改善

由于我国蕴含丰富的煤炭资源，度电成本低于可再生能源，导致煤电依赖程度过高，2015 年中国煤炭占一次能源的比重为 63.7%，而以光伏和风电为代表的可再生能源占一次能源的比例仅为 2.1%，为德国的六分之一、英国的四分之一，甚至低于印度。



图表 15 2015 年全球及主要国家一次能源构成

国家	原油	天然气	煤炭	核能	水电	再生能源
美国	37.30%	31.30%	17.40%	8.30%	2.50%	3.10%
法国	31.90%	14.80%	3.60%	41.10%	5.10%	3.30%
德国	34.40%	21%	24.40%	6.50%	1.40%	12.50%
俄罗斯	21.40%	52.80%	13.30%	6.60%	5.80%	0.05%
英国	37.40%	32.10%	12.20%	8.30%	0.70%	9.10%
中国	18.60%	5.90%	63.70%	1.30%	8.50%	2.10%
印度	27.90%	6.50%	58.10%	1.20%	4%	2.20%
日本	42.30%	22.80%	26.60%	0.20%	4.90%	3.20%
韩国	41.10%	14.20%	30.50%	13.50%	30.00%	0.60%
世界总计	32.90%	23.80%	29.20%	4.40%	6.80%	2.80%

资料来源：BP，华鑫证券研发部

如果考虑到社会效应，可再生能源将在各种能源中胜出。根据德国西门子公司的测算，到 2025 年，如果仅看 LCOE（供电平准成本），即便考虑碳价，光伏、海上风电依然是成本最高的电源，成本最低的电源是陆上风电，而煤电、核电的平准成本相仿，天然气成本居中。如果考虑所有经济、系统、社会因素，那么成本最高的电源原来是核电，陆上风电成本最低，海上风电也颇具竞争性，光伏发电优于煤电。由于风电稳定性不佳，需要配合其他电源使用，光伏与风电具有昼夜互补、季节性互补特点，系统稳定可靠、性价比高等优势，将成为未来全球一次能源的主要增长力量。

图表 16 2025 年德国不同电源电力供应社会成本分析



资料来源：德国西门子，华鑫证券研发部

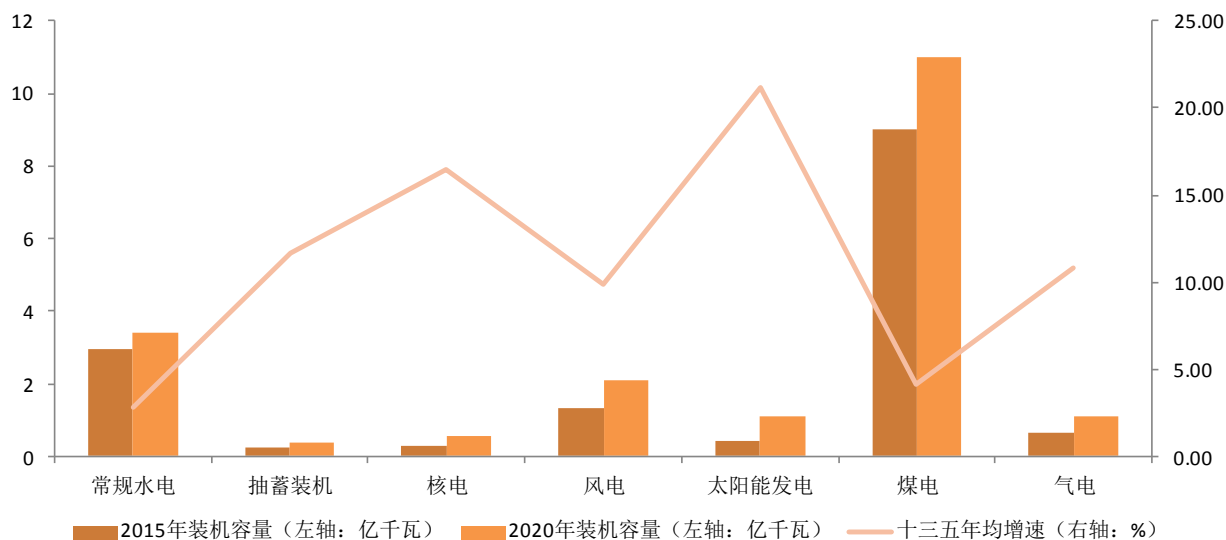


3.3 太阳能有望成为我国发展最快的能源

根据国家发展改革委、国家能源局日前正式印发《电力发展“十三五”规划（2016-2020年）》。按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至55%。

《“十三五”规划》指出全面推进分布式光伏发电建设，重点发展屋顶分布式光伏发电系统，实施光伏建筑一体化工程。在中东部地区结合采煤沉陷区治理以及农业、林业、渔业综合利用等适度建设光伏电站项目。“十三五”期间，太阳能发电新增投资0.68亿千瓦以上。2020年，全国太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上，其中分布式光伏6000万千瓦以上，光热发电500万千瓦。预计“十三五”期间我国太阳能光伏装机容量年均增速将达21.2%，太阳能将成为我国发展最快的能源。

图表 17 十三五规划中到 2020 年各种电源装机目标



资料来源：《电力发展“十三五”规划（2016-2020年）》，华鑫证券研发部

3.4 政策引导和支持光伏产业健康成长

为了促进新能源行业发展，我国对光伏、风电等实行保障性收购，具体做法是由国家制定上网电价的范围，在此范围以内的部分，由省级电网结算购买，如果新能源发电企业成本居高不下，电价保持高位，超出上网电价范围的部分由国家可再生能源发展基金予以补贴。由于技术进步，光伏发电成本不断降低，造成光伏电站一拥而上的情景，为保持行业健康发展，国家需适时下调上网电价。

国家发改委近日发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》。明确自2017年1月1日之后，一类至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.65元、0.75元和0.85元，比2016年电价每千瓦时下调0.15元、0.13元和0.13元。同时，明确今后光伏标杆电价将根据成本变化每年调整一次。分布式光伏发电补贴标准维持0.42元/千瓦时不变。发改委此前在上网电价征求意见稿中公布一类至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别为0.55元/千瓦时、0.65元/千瓦时、0.75元/千瓦时，一类至三类资源区新建光伏电站发电补贴分别为0.2元/千瓦时、0.25元/千瓦时和0.30元/千瓦



时。由于征求意见稿中上网电价下降幅度较大，将致使光伏电站的投资回报率明显下降，行业悲观情绪明显上升，进而影响 2017 年光伏电站建设热情。本次最终版电价较征求意见稿中的上网价格和补贴价格高出不少，超出行业预期，这将有利于维持光伏行业 2017 年的整体需求。同时，调整后的价格将利于优质企业维持合理的盈利空间，减少行业需求剧烈波动的可能，并积极推动行业内企业的优胜劣汰。

未来，国家将每年调整一次光伏发电标杆电价，逐步下调光伏补贴价格，一方面将使得国内光伏电站保持有利可图的态势，稳定国内光伏产业需求；另一方面，将促进光伏企业加大技术投入以降低光伏发电成本，同时提高光伏发电的转化效率，最终实现光伏电站能够平价上网的目标。

图表 18 我国历年光伏上网电价及单位电量定额补贴

单位:元/kWh	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
一类区上网电价	1.15	1.00	0.90	0.90	0.90	0.80	0.65
二类区上网电价	1.15	1.00	0.95	0.95	0.95	0.88	0.75
三类区上网电价	1.15	1.00	0.90	0.90	0.90	0.98	0.85
单位电量定额补贴	-	-	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42

资料来源：国家发改委，华鑫证券研发部

图表 19 太阳能光伏上网电价区域划分

资源分区	各资源区所包含的地区
I 类资源区	宁夏、青海海西、甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌、新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依、内蒙古除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区
II 类资源区	北京、天津、黑龙江、吉林、辽宁、四川、云南、内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔，河北承德、张家口、唐山、秦皇岛、山西大同、朔州、忻州、阳泉、陕西榆林、延安、青海、甘肃、新疆除 I 类其他地区；
III 类资源区	除 I 类、II 类资源区以外的其他地区

资料来源：国家发改委，华鑫证券研发部

注：西藏自治区光伏电站标杆电价为 1.05 元/千瓦时。2、2017 年 1 月 1 日以后纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目，执行 2017 年光伏发电标杆上网电价。3、2017 年以前备案纳入以前年份财政补贴规模管理的光伏发电项目，但于 2017 年 6 月 30 日以前仍为投运的，执行 2017 年标杆上网电价。4、今后，光伏发电标杆上网电价暂定每年调整一次。



4. 我国光伏产业的发展趋势

4.1 光伏发电平价上网为期不远

光伏平价上网是指光伏发电成本与火电、水电的电价相持平或更低，光伏电站可以不依赖政府制订的标杆价格和补贴而实现盈利。实现光伏平价上网的手段，主要是依靠提高光伏的转化效率、降低光伏电站的制造成本、提高太阳能电池寿命等途径实现。我国地面光伏电站单位千瓦综合造价近年呈逐年下降的趋势，并网光伏电站平均单位瓦动态投资由 2009 年的 20 元左右降至 2012 年底的 10 元左右，2013 年光伏电站单位造价水平降至 8~10 元/瓦，2015 年光伏电站单位造价水平基本在 7.5~9 元/瓦范围内波动。随着光伏电站建设成本的不断降低，光伏转化效率的不断提升，光伏平价上网已为期不远。

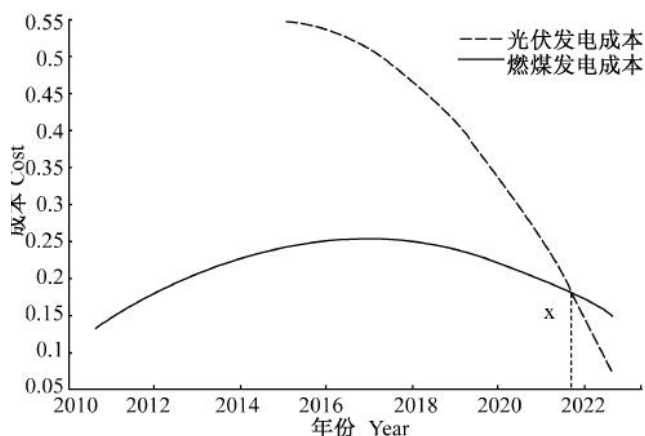
图表 20 光伏电站初始投资价格

	2009 年	2012 年	2013 年	2015 年	2020 年	2030 年
初始投资价格（元/瓦）	20	10	8-10	7.5-9	7-7.5	3-5

资料来源：IEA，华鑫证券研发部

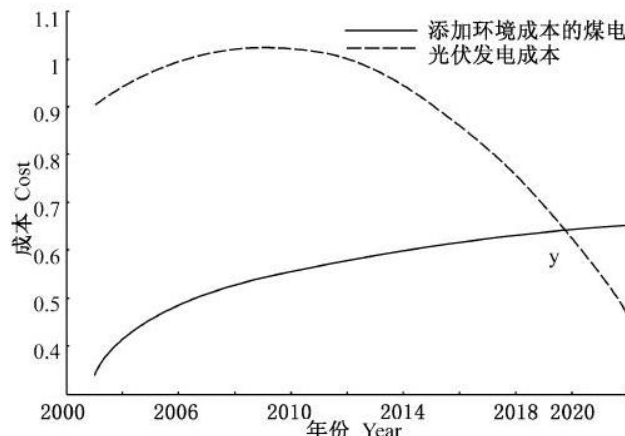
中国矿业大学管理学院聂龑和吕涛在《考虑环境成本的燃煤发电与光伏发电》一文中，根据学习曲线对新能源发电成本进行预测，通过对光伏发电成本曲线和燃煤发电成本曲线比较，预计 2021-2022 年开始光伏发电成本将低于燃煤发电。如果考虑环境成本因素，那么将提前到 2019-2020 年开始光伏发电成本低于燃煤发电。届时，光伏太阳能发电政府补贴退出，实现平价上网，太阳能产业将迎来新的快速成长期。

图表 21 光伏和燃煤发电的成本比较



资料来源：《考虑环境成本的燃煤发电与光伏发电》，
华鑫证券研发部

图表 22 添加环境成本光伏和燃煤发电的成本比较



资料来源：《考虑环境成本的燃煤发电与光伏发电》，
华鑫证券研发部

4.2 储能技术解决弃光难题

目前光伏电站建设成本偏高，太阳能光伏发电成本仍远高于煤电，但 2015 年全国弃光电量为 40 亿千瓦时，弃光率约 10%，西北部分地区的弃光现象较为严重。其中，新疆弃光率为 26%，甘肃则达到 31%。2016 年第一季度，全国弃光限电约 19 亿千瓦时，甘肃弃光限电 8.4 亿千瓦时，弃光率 39%；新疆弃光限电 7.6 亿千瓦时，弃光率 52%；宁夏弃光限电 2.1 亿千瓦时，弃光率 20%。一边是光伏成本高企，另一边是弃光



现象严重。这主要是因为三北地区火电装机早已形成规模，火电大量富余。由于这几个省份地域辽阔，荒漠戈壁、盐碱地等较多，从而激起投资商的光伏建站热潮，造成了巨大的能源浪费。

针对弃光问题，有两种解决途径：一是建设跨区输电通道，将新能源电力送至“三北”之外的中东部消纳，但这种方案投资额巨大，无形中增加了光伏电站投资的实际成本；另一种是利用储能系统，来解决弃光问题。有了储能系统，可以将用不完的电力先存储起来，同时也解决了光伏电站发电不连续、不稳定、不可控的痼疾。储能作为可再生能源大规模发展的重要支撑技术，处于市场应用初期，随着国家扶持以及储能技术的不断进步，储能将会成为解决弃光问题的一个现实选择。

5. 围绕光伏产业布局，勇做龙头

5.1 债务重整江西赛维和新余赛维

根据新余中院裁定批准的《江西赛维重整计划》、《新余赛维重整计划》和相关《民事裁定书》、《决定书》等，以及破产重整债权人受偿方案选择（以股份受偿、转让债权、变更受偿方式以及提存）后所确定的最终交易对方，易成新能与各交易对方签订了《发行股份及支付现金购买资产协议》，公司拟向江西赛维和新余赛维以股票方式清偿的债权人分别非公开发行股票2.51亿股和2,554万股。公司将向中国平煤神马集团等五家机构发行2.70亿股募集配套资金20.50亿元。其中，7.41亿元用于江西赛维和新余赛维债务重整的现金对价；12.68亿元用于江西赛维多晶硅片改扩建项目；4100万元用于各中介机构费用。新增股票发行价格均为7.59元/股。如本次债务重整顺利实施，公司将获得江西赛维和新余赛维100%的股权。

江西赛维是国内最早从事太阳能多晶硅片技术研究和生产的企业之一，目前拥有3.51GW的多晶硅产能，处于行业前三。通过多晶硅片改扩建后将形成年产8.92GW多晶硅片的生产能力。项目的建设期（含技改和扩建）为36个月，其中第一年设计产能可达到4.76GW，第二年设计产能可达到6.84GW，第三年及以后年设计产能可达到8.92GW。新余赛维主要从事多晶硅电池片产品的生产与销售业务。

图表 23 全球主要硅晶片企业 2015 年产能与产量情况

企业	地区	2015 年产能 (GW)	2015 年产量 (GW)	产能利用率	产品
保利协鑫	大陆	15	15	100%	多晶
西安隆基	大陆	3.2	3.2	100%	单晶
晶科	大陆	3	2.8	93%	多晶/单晶
绿能	台湾	2.8	2.7	96%	多晶
昱辉	大陆	2.5	2.3	92%	多晶/单晶
英利	大陆	3.8	2.2	58%	多晶
LDK	大陆	3.5	2.2	73%	多晶
雷迪	大陆	2	1.98	99%	多晶
荣德	大陆	2.6	1.9	73%	多晶/单晶
中环	大陆	2.3	1.86	80%	单晶
天合	大陆	1.8	1.7	94%	多晶/单晶
Nexolon	韩国	1.7	1.5	88%	多晶/单晶
合计	-	45.5	39.3	86%	-

资料来源：南玻集团，华鑫证券研发部

注：LDK 特指赛维集团



通过此次债务重整，公司分别以 1.31 倍 PB 和 0.99 倍 PB 获得江西赛维和新余赛维 100% 的股权，远低于同类上市公司价格，本次收购有利于企业投资价值的提升。

图表 24 江西赛维和新余赛维资产评估

标的公司	账面值 (万元)	预估值 (万元)	增减值 (万元)	增值率	评估基准日收购比例	评估方法
江西赛维	194,491.07	256,575.31	62,084.24	31.92%	100%	资产基础法
新余赛维	26,547.80	26,311.26	-236.54	-0.89%	100%	资产基础法
合计	221,038.87	282,886.57	61,847.70	27.98%	100%	资产基础法

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

若债务重整顺利实施，公司主业将从光伏辅料延伸至光伏产业核心——多晶硅片，且一跃成为多晶硅产业行业前三的企业。从财务上来看，江西赛维和新余赛维 2016 年上半年销售收入合计为 21.94 亿元，净利润 1.35 亿元，分别是易成新能收入和净利润的 1.89 倍和 74.08 倍，收购完成后公司的盈利能力将显著提升，业绩也将大幅增厚；从江西赛维和新余赛维的前景来看，此次债务重整将有利于企业轻装上阵。江西赛维利用募集资金对现有多晶硅生产线进行改扩建，产能有望提升 2.54 倍，发展后劲十足。

图表 25 江西赛维和新余赛维模拟报表（万元）

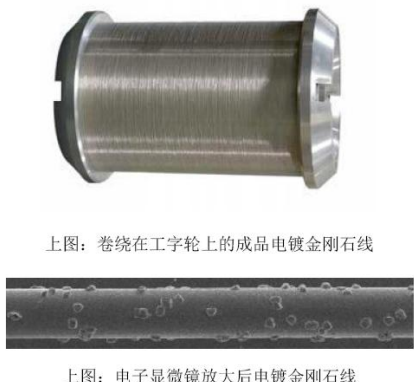
江西赛维模拟报表			
资产负债项目	2016 年 6 月 30 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产总计	344,209.16	331,158.61	407,446.37
负债合计	149,718.08	148,219.71	201,281.87
所有者权益合计	194,491.07	182,938.91	206,164.50
收入利润项目	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	179,484.58	223,974.19	247,337.22
利润总额	11,401.75	-23,225.59	-39,595.91
净利润	11,401.75	-23,225.59	-39,595.91
扣除非经常性损益后净利润	10,755.44	-22,923.49	-40,192.72
主要财务指标	2016 年 6 月 30 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产负债率 (%)	43.50%	44.76%	49.40%
新余赛维模拟报表			
资产负债项目	2016 年 6 月 30 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产总计	45,588.65	43,436.68	42,446.29
负债合计	19,040.85	19,017.94	19,934.36
所有者权益合计	26,547.80	24,418.74	22,511.94
收入利润项目	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	39,914.06	54,181.35	32,814.04
利润总额	2,129.05	1,906.80	-1,887.20
净利润	2,129.05	1,906.80	-1,887.20
扣除非经常性损益后净利润	2,145.56	1,889.30	-2,070.37
主要财务指标	2016 年 6 月 30 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产负债率 (%)	41.77%	43.78%	46.96%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

5.2 电镀金刚线配合黑硅技术，占领行业技术前沿

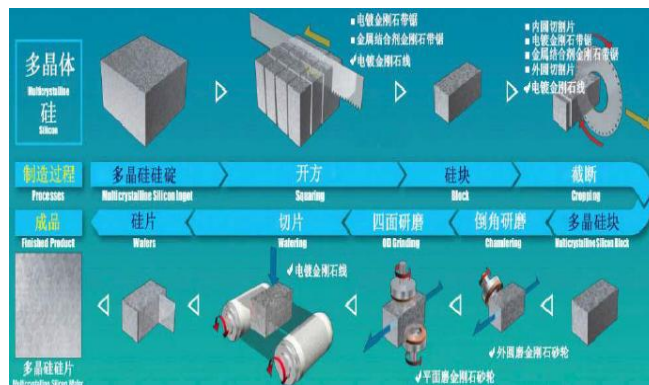
电镀金刚线是用电镀的方法在金属丝（线）上沉积一层金属，并在沉积的金属内固结金刚石磨料。镀后的金属丝（线）是一种用于切割玻璃、陶瓷、硅、宝石等硬脆材料加工的线状超硬材料工具。电池片制绒过程中，在电池表面涂刷一层二氧化硅，使得电池表面有有一颗一颗的凸起，这样可以大量减少反射，以增强对太阳光的吸收，这样硅片称为黑硅。

图表 26 电镀金刚线



资料来源：四方达公告，华鑫证券研发部

图表 27 电镀金刚线加工多晶硅工艺



资料来源：四方达公告，华鑫证券研发部

电镀金刚线和树脂金刚线均可以用于硅片切割。在切割工艺升级初期，电镀金刚线的售价较树脂金刚线高。在电镀金刚线销售价格下降的冲击下，树脂金刚线耗线量大、切割效率低的缺点显露无疑，硅片厂商在克服各种技术障碍后，将全面转向电镀金刚线切割工艺。

目前，多晶硅的切片还是以砂浆切割为主。金刚线切片用于多晶硅片切割的主要障碍在于使用金刚线切割的多晶硅片反射率更高，常规的多晶制绒工艺难以达到良好的效果。解决这一缺陷主流的技术路径是电池片制绒环节采用黑硅技术。虽然黑硅工艺相应增加了部分成本，但由于砂浆切片机的线网速度为580-900m/min，而金刚线切片机的线网速度可以达到1000-1500m/min，是传统的砂浆切片机的两到三倍。由于效率的提升，采用电镀金刚线+黑硅技术将使得硅片单片的制造成本降低0.6-0.7元。

公司目前仍为江西赛维切割刀料主要供应商。重组完成后，公司将使用配套募集资金对江西赛维现有切割工艺进行改造升级，引进电镀金刚线切割技术。公司目前正在实施的 600 万公里电镀金刚线项目，一期 300 万公里已建成投产，二期预计 2017 年建成投产。该项目的建成将能够更好的与江西赛维进行有效衔接，完善公司上下游产业链条。

在硅片领域，随着江西赛维研发水平的不断提高，M 系列硅片也经历了多次优化与升级，最新的 M4 系列硅片太阳光的转化效率达 18.4-18.8%，处于行业领先水平。

5.3 建成规模万吨的锂电池负极材料生产线

锂离子电池的负极材料占锂电池成本的 30%左右，毛利率保持在 15%左右。2014 年我国锂离子电池负极材料产量为 5.3 万吨，同比增长约 36%。2015 年全球锂电池负极材料销量为 11.27 万吨，未来 5 年，随着新能源汽车销量的逐年攀升以及分布式电源的储能系统推广，预计全球锂电池负极材料销量仍将保持 25%以上的增长速度。



公司于 2015 年 11 月投资 3.49 亿元布局建设一条年产 10000 吨锂离子电池用碳石墨负极材料生产项目，已建成投产。目前已经实际用于锂离子电池的负极材料基本上都是碳素材料，如人工石墨、天然石墨、中间相碳微球、石油焦、碳纤维、热解树脂碳等。公司凭借大股东平煤神马集团丰富的石墨矿资源，有望进入锂离子电池负极材料细分领域前三甲。预计该项目总投资收益率 35.10%，投资回收期为 3.80 年。项目财务经济效益较好，并具有一定的抗风险能力。

5.4 易成环保承包开封兴化精细化工污水处理

传统的砂浆切割线，需要对切割的废砂浆液进行回收处理。经过多年的技术积累，公司掌握了全套废水收集和處理技术。2016 年 3 月，公司投资 1 亿元在开封市设立全资子公司河南易成环保科技有限公司。易成环保利用中国平煤神马集团下属公司在开封市精细化工产业园区的集聚优势开展污水处理相关业务。6 月，易成环保为拓展水处理领域的业务，拟承包中国平煤神马集团开封兴化精细化工有限公司污水处理的相关业务，预计金额 1.5 亿元。污水处理业务将有利于加快公司环保节能业务的拓展，提高公司在环保节能业务领域的地位和影响力，为公司股东创造更好的回报，环保节能业务将成为公司光伏产业发展的有益补充。

6. 公司盈利预测与估值

6.1 公司盈利预测

公司盈利预测假设：

假设一：公司此次定增预案尚未获得证监会核准，但由于公司是国内首家 A 股通过非公开发行股票来对标的资产的债务重整，通过的概率较大，我们预计公司将于 2017 年年中完成对江西赛维和新余赛维的并购，2017 年下半年将江西赛维和新余赛维并入公司合并报表；

假设二：2017 年光伏上网电价较 2016 年有所下调，短期将对光伏行业造成不利影响，但由于公司在 2017 年下半年开始全面采用电镀金刚线技术，江西赛维生产的多晶硅片成本大幅降低，市场占有率有望显著提升，有效的对冲了行业需求下滑的不利影响；

假设三：多晶硅片价格保持基本稳定；

假设四：2016 年-2018 年公司所得税税率按照 15% 计算；

假设五：EPS 按照本次发行后总股本 10.49 亿股计算。

图表 28 公司盈利预测假设

盈利预测假设	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	225,903	170,876	212,067	523,160	1,001,168
易成新能	225,903	170,876	212,067	229,435	236,985
江西赛维	247,337	223,974	359,102	496,524	632,415
新余赛维	32,814	54,181	79,621	90,925	131,768
营业成本（万元）	176,268	133,695	168,593	415,333	791,794
易成新能	176,268	133,695	168,593	179,396	185,251
江西赛维			295,074	396,524	498,849
新余赛维			67,288	75,350	107,694



盈利预测假设	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入增速 (%)		-24.36	24.11	146.70	91.37
易成新能		-24.36	24.11	8.19	3.29
江西赛维		-9.45	60.33	38.27	27.37
新余赛维		65.12	46.95	14.20	44.92
毛利率 (%) (万元)	21.97	21.76	20.50	20.61	20.91
易成新能	21.97	21.76	20.50	21.81	21.83
江西赛维			17.83	20.14	21.12
新余赛维			15.49	17.13	18.27

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

注：公司销售收入中，2016 年未合并江西赛维和新余赛维销售收入；2017 年合并江西赛维和新余赛维下半年销售收入；2018 年开始合并江西赛维和新余赛维全年销售收入。

图表 29 公司利润表

利润表 (万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	225,903	170,876	212,067	523,160	1,001,168
同比增长	45.96%	-24.36%	24.11%	146.70%	91.37%
减：营业成本	176,268	133,695	168,593	415,333	791,794
综合毛利率	21.97%	21.76%	21.79%	20.61%	20.91%
营业税金及附加	714	757	848	2,093	4,005
资产减值损失	4,087	1,236	1,136	3,765	4,521
减：期间费用	43,410	35,322	38,967	67,115	122,970
期间费用率	19.22%	20.67%	18.37%	12.83%	12.28%
其中：销售费用	9,756	6,326	6,256	14,544	27,832
管理费用	23,366	20,236	21,461	39,342	75,288
财务费用	10,288	8,760	11,250	13,230	19,850
加：公允价值变动净收益	0	1	0	0	0
投资净收益	310	-622	80	80	80
二、营业利润	1,735	-749	2,602	34,934	77,958
同比增长	-74.94%	-143.18%	-447.46%	1242.44%	123.15%
营业利润率	0.77%	-0.44%	1.23%	6.68%	7.79%
加：营业外收入	1,708	2,998	400	300	300
减：营业外支出	106	2,245	1,850	50	50
三、利润总额	3,337	4	1,152	35,184	78,208
减：所得税	496	92	173	5,278	11,731
实际所得税率	14.88%	2513.05%	15.00%	15.00%	15.00%
四、净利润	2,840	-88	979	29,907	66,477
归属于母公司所有者净利润	4,585	640	679	29,407	65,977
同比增长	-39.42%	-86.04%	6.15%	4227.90%	124.36%
净利润率	1.26%	-0.05%	0.46%	5.72%	6.64%
少数股东损益	-1,745	-728	300	500	500
基本每股收益 (元/股)	0.04	0.01	0.01	0.28	0.63

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



6.2 公司价值被低估

(1) 相对估值分析

我们选取四方达等三家超硬材料和协鑫集成等三家光伏企业作为公司的估值参照，对应参照公司的2017年平均PE值为46倍，而易成新能预计2017年PE为41倍；从PB来看，公司PB在类似公司对比中最低，且仅为类似公司平均PB的35%。公司目前处于产业转型升级期，业绩完全释放尚需时间，我们认为PB估值更为合适。

图表 30 易成新能与类似公司估值对比（以 2017 年 1 月 11 日收盘价为计算基准）

代码	公司简称	股价 (元/股)	PE (倍)			PB (倍)	总市值 (亿元)
			2015	2016E	2017E		
300179.SZ	四方达	7.70	133	120	81	5.04	36.83
300064.SZ	豫金刚石	10.77	107	72	40	1.96	129.83
002282.SZ	博深工具	13.80	250	146	92	5.83	46.66
002506.SZ	协鑫集成	5.26	9	36	27	7.01	265.44
601012.SH	隆基股份	13.90	69	22	17	2.86	277.53
601908.SH	京运通	7.09	81	33	22	2.25	141.57
	平均	9.75	108	72	46	4.16	149.64
300080.SZ	易成新能	9.35	-297	155	40	1.46	47.01

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

(2) 分业务估值分析

我们将公司未来业务拆分为电镀金刚线和光伏电池产品两大部分。其中，电镀金刚线参照四方达近期收购的杨凌美畅的PB值；光伏电池业务参照协鑫集成、隆基股份和京运通三家光伏上市公司的PE和PB值。

关于电镀金刚线业务。近日，四方达发布非公开发行股票预案，四方达拟以19.50亿元的股份及现金对价收购杨凌美畅100%的股权。杨凌美畅成立于2015年7月，主营电镀金刚线研发、生产和销售，其2016年1-9月实现销售收入9727万元，净利润5040万元；截至2016年9月30日，公司净资产为1.60亿元。杨凌美畅原股东承诺公司2017年度、2018年度和2019年度的净利润分别不低于1.5亿元、2.1亿元及2.6亿元。而易成新能于2015年年底发布非公开发行股票预案，公司将投资6.60亿元用于建设600万公里电镀金刚线项目（后定增失败，改为通过银行贷款等其他方式筹集），如果四方达收购杨凌美畅为公允价格，参照其12.19倍PB的收购价格，易成新能仅电镀金刚线业务合理市值应为80.44亿元。

关于光伏电池业务。预计江西赛维和新余赛维2016-2018年净利润合计分别为3.07亿元、4.11亿元和5.35亿元（按照7%的净利润率计算），对应收购价格2016年-2018年PE分别为13倍、8倍和3倍。如参照2017年三家可比公司PE为22倍计算，江西赛维和新余赛维合理市值应为91.08亿元。如果参照PB估值，三家可比公司平均PB为4.13倍，江西赛维和新余赛维合理市值为140.86亿元。为谨慎起见，我们按照孰低的标准选择PE为估值标准，江西赛维和新余赛维合理市值为91.08亿元。

不考虑其他业务贡献，我们将易成新能电镀金刚线与江西赛维与新余赛维业务合理市值相加，公司合理总市值应为171.52亿元，如果按照发行后10.49亿股总股本计算，公司合理价格为16.35元/股。按照1月11日收盘价9.35元/股计算，公司股价有约75%的上升潜力，我们维持公司“推荐”的投资评级。



图表 31 分业务估值分析（以 2017 年 1 月 11 日收盘价为计算基准）

业务	公司	收购价格 /投资额 (亿元)	账面净 资产 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)	合理市值 (亿元)
				2016E	2017E	2018E		
电镀 金刚 线	杨凌美畅	19.50	1.60		1.50	2.10	12.19	
	易成新能电镀金刚线项目	6.60	6.60				1.00	80.44
光伏 电池	002506.SZ 协鑫集成	265.44	37.85	36	27	22	7.01	
	601012.SH 隆基股份	277.53	96.14	22	17	14	2.89	
	601908.SH 京运通	141.57	62.97	33	22	16	2.25	
	对照三家公司平均	228.18	65.65	30	22	17	4.05	
	江西赛维+新余赛维	41.38	34.78	13	8	3	1.19	91.08

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

注：公司用于江西赛维+新余赛维收购对价、多晶硅生产线改造投资以及中介费用，合计金额为 41.38 亿元；江西赛维+新余赛维的净资产为原净资产加上多晶生产线改造投入的金额，总净资产合计为 34.78 亿元。

6.3 风险提示

（1）收购进展不达预期

公司本次资产重组江西赛维和新余赛维已获董事会表决通过，后续还需股东大会审议通过后报中国证监会核准。如本次资产重组不达预期，将影响公司后续发展。

（2）光伏行业需求低迷

发改委下调了 2017 年光伏上网价格。虽然下调幅度低于此前预期，但仍会对光伏电站投资收益率造成不利影响，进而影响光伏行业整体需求。

（3）光伏产业技术进步低于预期

随着技术进步，光伏电站的制造成本不断降低，太阳能的转化效率不断提升，预计到 2019-2022 年可实现光伏发电平价上网。如果光伏行业技术进步迟缓，将延迟光伏发电平价上网时间，将不利于行业的健康发展。



研究员简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：机械行业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>