

## EPC 业务提升迅速，垂直一体化产业链优势明显

### ——拓日新能（002218）事件点评

研究所

证券分析师：  
0755-83473923  
联系人：  
0755-83026892

谭倩 S0350512090002  
tanq@ghzq.com.cn  
孙纯鹏 S0350117050013  
suncp@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
拓日新能	6.1	7.2	-4.1
沪深 300	3.2	10.4	16.2

#### 市场数据

	2017-08-28
当前价格（元）	4.72
52 周价格区间（元）	4.00 - 5.35
总市值（百万）	5835.53
流通市值（百万）	5736.24
总股本（万股）	123634.21
流通股（万股）	121530.59
日均成交额（百万）	72.65
近一月换手（%）	21.08

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

拓日新能发布 2017 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 8.29 亿元，比去年同期增长 29.35%；归属于上市公司股东的净利润 8709 万元，同比增长 49.63%。

#### 投资要点：

- EPC 业务增长超预期，打包模式带动组件销售。**报告期内，公司 EPC 工程收入增长明显，上半年实现工程收入 2.11 亿元，与上年同期相比增长 24 倍。在扶贫电站以及农光互补电站等业务领域取得重大进展，报告期内累计对外承接约 51MW 电站 EPC 项目并顺利并网发电。屋顶分布式电站在华南地区、陕西、青海和喀什等地区市场大力推进。EPC 项目的顺利拓展，带动了公司的组件销售。上半年实现晶体硅组件收入 4.28 亿元，与上年同期相比增长 18.08%。
- 电站运营规模不断增加，强化业绩稳定增长基础。**目前公司自持运营的光伏电站项目共计 260MW，预计未来自有的并网电站将达到 1GW，从长期来看将成为又一重要的业绩支撑点。报告期内，受政府电价补贴下降影响及定边 50MW 电站线路整修，电费收入较去年同期相比略有下降，电费收入实现 1.10 亿元，同比下降 11.93%。目前公司自持电站的发电情况较为理想，随着弃光持续改善及规模化运营，该板块毛利率有望维持较高水平。
- 垂直一体化产业链优势明显，快速反应及协同优势助公司长远发展。**上半年公司毛利率 22.12%，相比去年同期下降 3.37%，主要原因是报告期内低毛利率的 EPC 业务收入比重有较大提升。公司历经 15 年发展，在光伏行业几轮大周期中业绩实现稳健增长，凸显公司较强的抗风险能力。在晶体硅太阳能电池领域，公司已形成“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”等较为完整的产业链结构。去年以来组件价格下滑幅度超过 30%，公司电池片及组件毛利率与去年同期基本持平。公司能够根据市场需求变化，充分发挥快速反应及协同优势，及时调整产业链各环节生产计划，在快速发展中维持稳健的经营风格。
- 费用管控效果显著，核心竞争力持续提升。**当期费用方面，公司上半年销售费用 1605.37 万元，同比下降 35.54%，主要系上半年工程收入显著增长，以项目带动产品销售的打包模式大幅降低了营销费用；管理费用同比下降 3.14%，费用性开支集团化管控效果明显；

财务费用同比增加 81.33%，主要是信贷规模增长所致。公司不断进行研发和技术创新，在降本增效的过程中塑造核心竞争力。公司生产设备制造能力得到海外市场认可，整条生产流水线销往巴基斯坦和印度等地区。公司将国际市场重心延伸至东南亚、中东、非洲和南美等市场，积极开发新兴市场，为公司带来新的发展机遇。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 0.12 元、0.16 元、0.21 元。我们看好公司：1) 垂直一体化产业链优势，核心业务组件销售、电站运营以及 EPC 业务增长稳健；2) 优秀的快速反应及协同优势，成本控制能力及抗风险能力较强。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**光伏政策变化风险；业绩增长不及预期风险；行业毛利率下降风险；海外市场的不确定性风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1142	1677	1995	2382
增长率(%)	57%	47%	19%	19%
净利润（百万元）	129	152	197	257
增长率(%)	314%	18%	29%	31%
摊薄每股收益（元）	0.21	0.12	0.16	0.21
ROE(%)	4.76%	5.34%	6.47%	7.81%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 拓日新能盈利预测表

证券代码:	002218.SZ				股价:	4.72	投资评级:	增持	日期:	2017-08-28
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	5%	5%	6%	8%	EPS	0.21	0.12	0.16	0.21	
毛利率	27%	23%	23%	23%	BVPS	4.37	2.31	2.46	2.67	
期间费率	16%	16%	14%	13%	<b>估值</b>					
销售净利率	11%	9%	10%	11%	P/E	22.67	38.30	29.62	22.67	
<b>成长能力</b>					P/B	1.08	2.05	1.92	1.77	
收入增长率	57%	47%	19%	19%	P/S	2.56	3.48	2.92	2.45	
利润增长率	314%	18%	29%	31%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.24	0.33	0.38	0.43	<b>营业收入</b>	<b>1142</b>	<b>1677</b>	<b>1995</b>	<b>2382</b>	
应收账款周转率	1.46	1.43	1.52	1.55	营业成本	837	1289	1537	1829	
存货周转率	1.62	1.62	1.62	1.62	营业税金及附加	8	11	13	16	
<b>偿债能力</b>					销售费用	43	50	60	71	
资产负债率	44%	43%	42%	40%	管理费用	86	124	148	176	
流动比	1.89	1.55	1.74	1.92	财务费用	45	75	65	57	
速动比	1.36	1.00	1.09	1.19	其他费用 / (-收入)	(16)	0	0	0	
					<b>营业利润</b>	<b>107</b>	<b>128</b>	<b>172</b>	<b>232</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	21	23	23	23	
现金及现金等价物	278	(137)	(174)	(242)	<b>利润总额</b>	<b>128</b>	<b>151</b>	<b>195</b>	<b>255</b>	
应收款项	782	1173	1313	1535	所得税费用	(1)	(1)	(2)	(2)	
存货净额	518	805	960	1142	<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>152</b>	<b>197</b>	<b>257</b>	
其他流动资产	272	400	476	568	少数股东损益	0	0	0	0	
<b>流动资产合计</b>	<b>1850</b>	<b>2240</b>	<b>2574</b>	<b>3003</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>129</b>	<b>152</b>	<b>197</b>	<b>257</b>	
固定资产	2301	2146	2011	1885						
在建工程	182	186	188	191	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	312	312	292	273	<b>经营活动现金流</b>	<b>33</b>	<b>(171)</b>	<b>192</b>	<b>132</b>	
长期股权投资	6	6	6	6	净利润	129	152	197	257	
<b>资产总计</b>	<b>4804</b>	<b>5042</b>	<b>5224</b>	<b>5512</b>	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	360	605	525	470	折旧摊销	207	261	246	230	
应付款项	376	584	696	829	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	25	37	44	53	营运资金变动	(303)	(1024)	(490)	(638)	
其他流动负债	216	216	216	216	<b>投资活动现金流</b>	<b>(293)</b>	<b>151</b>	<b>133</b>	<b>123</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>978</b>	<b>1442</b>	<b>1482</b>	<b>1568</b>	资本支出	(161)	151	133	123	
长期借款及应付债券	692	317	267	217	长期投资	(6)	0	0	0	
其他长期负债	430	430	430	430	其他	(126)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1123</b>	<b>748</b>	<b>698</b>	<b>648</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(155)</b>	<b>(134)</b>	<b>(135)</b>	<b>(111)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>2100</b>	<b>2190</b>	<b>2179</b>	<b>2215</b>	债务融资	620	(130)	(130)	(105)	
股本	618	1236	1236	1236	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2704	2853	3045	3296	其它	(775)	(4)	(5)	(6)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4804</b>	<b>5042</b>	<b>5224</b>	<b>5512</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(415)</b>	<b>(154)</b>	<b>190</b>	<b>144</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。