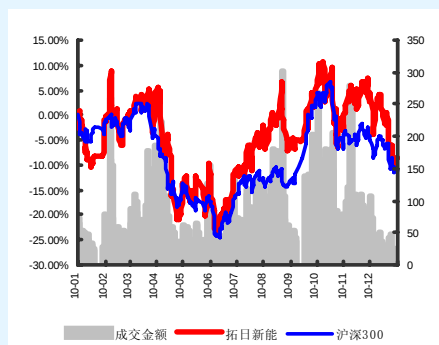


拓日新能（002218）调研简报

——厚积薄发，成本为王

基本数据	2011-01-24
收盘价（元）	21.91
市盈率	
市净率	8.30
股息率（分红/股价）	——
每股净资产（元）	2.64
资产负债率%	37.23%
总股本（亿股）	2.88
流通 A 股（亿股）	0.7
流通 A 股市值（亿元）	15.34

一年内股价走势：



研究员：冯福来

SAC 执业证书编号：S0270510120004

联系人：龚玉策

电话：020-37865169

EMAIL: gongyc@wlzq.com.cn

报告日期：2011-01-25

事件：近日我们对拓日新能进行调研，针对公司的发展和经营情况与公司管理层进行交流。

投资要点：

- **1. 倾力打造光伏全产业链，有效化解光伏产业发展风险。**公司一直致力于打造光伏全产业链，目前形成世界上最为完整的“从砂到电”的非晶硅薄膜产业链，晶硅产业链方面也已经形成从拉晶到组件的较为完整的产业链条。全产业链优势使得公司能提供硅片、电池片、光伏用封装玻璃、导电玻璃等多样化光伏产品，从而有效化解光伏产业发展过程中的风险。
- **2. 设备自制、工艺自主造就低成本竞争优势。**公司在晶硅电池产业链上的生产设备70%实现自制，非晶硅薄膜电池生产方面已经实现100%设备自制。设备自制、工艺自主使得公司拥有很强的成本控制能力，公司综合毛利率保持国内领先水平。
- **3. 厚积薄发，技术将转化成生产力。**经过多年技术研发，公司已经在光伏太阳能领域拥有40多项技术应用专利，设备、工艺自主能力不断加强，进一步强化低成本竞争优势。公司国内三大生产基地（深圳、乐山、陕西），国外三大销售基地（欧、美、非）为主的全球布局已经基本形成，若增发项目顺利投产，晶硅、非晶硅电池及组件生产规模日益扩大，公司经营迎来新的发展期。
- **4. 投资建议：**公司是国内光伏产业设备自制化程度最高公司，经过多年的技术积累和储备，公司经营将迎来新的发展期，若增发项目顺利投产，公司晶硅电池和非晶硅薄膜电池生产规模将不断扩张，预计公司2010年-2012年每股收益（考虑增发稀释后）分别为0.32元、0.64元和1.02元，对应当前股价市盈率68倍和34倍和21倍，考虑到公司的成长性，给予公司“强烈推荐”评级，在近期中小板风险充分释放后，投资者可积极关注。
- **5. 风险提示：**增发项目投资及建设进度低于预期；新设备、新技术应用进程低于预期；新能源产业发展的不确定性。

1、倾力打造光伏全产业链，有效化解光伏产业发展风险。

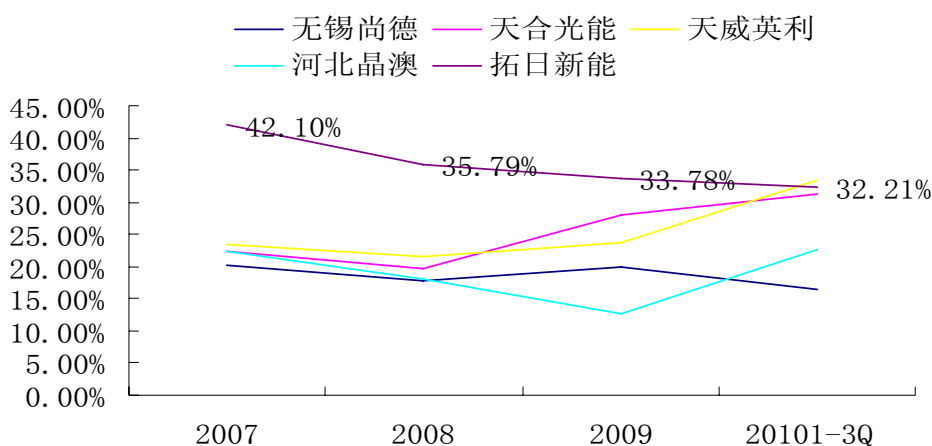
公司是一家集研发、生产、销售非晶硅、单晶硅、多晶硅太阳能电池片、太阳能电池组件以及太阳能电池应用产品（路灯、交通灯、景观灯以及太阳能热水器等）为一体的高新技术企业，形成了从电池片、电池组件到终端应用产品的完整产业链。公司在四川乐山、陕西渭南形成了晶体硅和硅薄膜的产业基地，公司一直致力于打造光伏全产业链，目前形成世界上最为完整的“从砂到电”的非晶硅薄膜产业链，晶硅产业链方面也已经形成从拉晶到组件的较为完整的产业链条。公司采取晶硅和薄膜电池双线并举的发展战略，中长期产能规划是实现“双 GW”目标，“设备自制、工艺自主”的研发优势使公司有能力在晶硅和非晶硅薄膜电池两个领域提供高性价比的产品和设备。同时，公司全产业链优势也使得公司能提供硅片、电池片、光伏用封装玻璃、导电玻璃等多样化光伏产品，从而有效化解光伏产业发展的不确定性。近来公司收入和净利润均保持 20%左右的稳定增长，即便是在受金融危机严重影响 2009 年，光伏企业大面积亏损时公司却仍能保持盈利。

2、设备自制、工艺自主造就低成本竞争优势

公司董事长陈五奎亲自负责公司技术及设备研发，这使得公司有很强的创新驱动动力。特别是在我国光伏生产企业生产设备几乎完全依靠进口的背景下，公司在晶硅电池产业链上的生产设备 70%实现自制，非晶硅电池生产方面已经实现 100%设备自制。

近日，公司与全资子公司乐山新天源太阳能电力有限公司联合研发成功的“TPS2325 型数控多线硅片切割机”通过了深圳市科技成果专家鉴定，该设备在产品设计上创新、工艺技术上突破，在切割效率、性价比、稳定性等方面居国内领先水平，预计 2011 年公司可生产多线切割机 100 台，主要用于满足公司单晶硅切片的产能需求。采用自制的多线硅片切割机，将进一步降低硅片及晶体硅电池生产成本。后期公司将继续在单晶炉、铸锭炉、磨料、浆料等配套设备和耗材方面实现自制，生产成本有望超越组件产品的价格下降，从而保持较高的毛利率水平。

图 1 公司与国内主要光伏企业综合毛利率比较



资料来源：公司公告，万联证券

公司在陕西渭南基地自行研制设备生产光伏用超白玻璃已经获得成功。第一条日投料 120 吨（实际 150 吨）超白玻璃生产线已经进入量产阶段，第二条日投料 120 吨生产线也进入试运行阶段。预计 2011 年底将形成日

投 900 吨的产能规模。依靠自主设备和公司生产的超白玻璃透光率达到 92%，成本优势明显，我们预计毛利水平可高达 50%左右。

我国作为国际上最大的太阳能电池及组件生产国，产品同质化趋势日益明显，产品的竞争最终转化成成本的竞争。设备自制、工艺自主使得公司拥有很强的成本控制能力，晶体硅组件毛利率水平目前主要受上游多晶硅材料价格波动影响较大，随着多晶硅价格下跌以及设备、辅料等实现自制，目前毛利率水平已经上升到 29%左右。非晶硅电池受原材料波动影响较小，设备完全实现自制使的公司产品一直维持 40%左右的毛利率水平。公司综合毛利率水平多年来保持行业领先水平。

表 1 国内部分企业非晶硅薄膜生产线设备投入比较

	拓日新能	天威薄膜	无锡尚德	江西赛维
项目规模 (MW)	150	150	60	1000
总投资 (亿元)	8.5	31.13	20	19 亿美元

资料来源：万联证券

3、厚积薄发，技术将转化成生产力

经过多年技术研发，公司已经在光伏太阳能领域拥有 40 多项技术应用专利，设备、工艺自主能力不断加强。公司国内三大生产基地（深圳、乐山、陕西），国外三大销售基地（欧、美、非）为主的全球布局已经基本形成，晶硅、非晶硅电池及组件生产规模日益扩大，中长期目标是实现“双 GW”规模。公司非公开发行已经获证监会审核批准，计划募集资金不超过 81,000 万元，用于增资全资子公司陕西拓日建设位于陕西省渭南市的 150MW 非晶硅光伏电池生产线项目。项目建设内容主要包括年产 150MW 非晶硅光伏电池生产线、2 个日投料 120 吨光伏太阳能玻璃生产线以及 3MWP 光伏建筑一体化电站等配套项目。目前，公司利用自有资金已经完成 2 个日投料 120 吨光伏太阳能超白玻璃生产线的建设。

表 3 公司产能发展规划

项目	现状	发展规划
乐山	200MW 晶硅电池	300MW；中长期 1GW
深圳	50MW 非晶薄膜电池 平板热水器生产研发	
陕西	2 条日投 120 吨超白玻璃生产线	日投 900 吨超白玻璃生产线； 150MW 非晶薄膜生产线，中长期 1GW

资料来源：万联证券

同时，公司将继续在铸锭炉、开方机、磨料、浆料等配套设备和耗材方面实现自制，生产成本有望超越组件产品的价格下降，从而保持较高的毛利率水平。另外，公司已着手准备成立太阳能设备制造子公司，将公司研发的设备和工艺转化控制生产成本的利器。

4、投资建议

公司是国内光伏产业设备自制化程度最高公司，依托自制设备和工艺在晶硅电池和非晶硅电池制造领域拥有很强的成本控制能力，这也是公司产品在市场竞争过程中的核心优势。经过多年的技术积累和储备，公司经营将迎来新的发展期，若增发项目顺利投产，公司晶硅电池和非晶硅薄膜电池生产规模将不断扩张，公司未来两年业绩有望成倍增长，预计公司2010年-2012年每股收益（考虑增发稀释后）分别为0.32元、0.64元和1.02元，

对应当前股价市盈率68倍和34倍和21倍，考虑到公司的成长性，给予公司“强烈推荐”评级。

5、风险提示

- (1) 增发项目投资及建设进度低于预期；
- (2) 新设备、新技术应用进程低于预期，从而影响公司产能；
- (3) 新能源产业发展过程中的不确定性。

附表一：2010—2012年公司主要业务收入预测简表

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入					
晶体硅太阳能电池芯片及组件	83.52	83.65	480.00	816.00	1800.00
销量（MW）	5.08	7.83	40.00	80.00	200.00
销售单价（元/w）	16.44	10.68	12.00	10.20	9.00
非晶硅太阳能电池芯片及组件	91.60	104.21	240.00	525.00	900.00
销量（MW）	10.00	13.00	30.00	70.00	150.00
销售单价（元/w）	9.16	8.02	8.00	7.50	6.00
太阳能应用产品及供电系统	117.71	41.20	80.00	104.00	135.20
超白玻璃			36.00	330.00	800.00
销量（百万平方米）			0.60	6.00	14.00
售价（元/平方米）			60.00	55.00	50.00
合计	292.83	229.06	836.00	1775.00	3635.20
营业成本					
晶体硅太阳能电池芯片及组件	76.12	66.80	340.80	595.68	1368.00
非晶硅太阳能电池芯片及组件	48.19	65.57	153.60	346.50	630.00
太阳能应用产品及供电系统	63.39	19.51	54.40	72.80	98.70
超白玻璃			19.08	165.00	400.00
合计	187.70	151.88	567.88	1179.98	2496.70
毛利率					
晶体硅太阳能电池芯片及组件(%)	8.86	20.15	0.29	0.27	0.24
非晶硅太阳能电池芯片及组件(%)	47.39	37.08	0.36	0.34	0.30
太阳能应用产品及供电系统(%)	46.15	52.66	0.32	0.30	0.27
超白玻璃			0.47	0.50	0.50
综合毛利率	0.36	0.34	0.32	0.34	0.31

资料来源：万联证券

附表二：2010—2012年公司利润预测简表

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	294.77	229.37	837.19	1774.85	3638.45
增长率	43.93%	-22.19%	265.00%	112.00%	105.00%
减：营业成本	189.27	151.88	568.71	1179.92	2498.89
营业税金及附加	0.59	0.48	2.51	5.32	10.92
营业费用	7.23	8.48	31.81	70.99	145.54
管理费用	20.24	28.47	100.46	221.86	473.00
财务费用	-5.82	2.75	21.85	49.02	115.03
资产减值损失	6.78	0.61	2.00	2.00	2.00
营业利润	76.48	36.71	109.85	245.73	393.08

加：其他非经营损益	10.34	2.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	86.82	39.42	109.85	245.73	393.08
减：所得税	13.77	6.08	16.48	36.86	58.96
净利润	73.04	33.34	93.37	208.87	334.12
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	73.04	33.34	93.37	208.87	334.12
增长率	5.35%	-54.35%	180.06%	123.69%	59.96%
每股收益	0.25	0.12	0.32	0.64	1.02

资料来源：万联证券

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133