

超日太阳 (002506.SZ) 太阳能行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 51.55 元

大手笔投资全产业链, 打造垂直一体化大企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	66.00
总市值(百万元)	13,588.58
年内股价最高最低(元)	51.55/36.00
沪深 300 指数	3174.74
中小板指数	7261.98

成交金额(百万元)

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.860	0.836	1.362	2.374	3.105
每股净资产(元)	2.83	11.63	12.99	15.16	18.27
每股经营性现金流(元)	0.19	-1.74	2.62	0.63	1.77
市盈率(倍)	N/A	53.23	37.84	21.72	16.60
行业优化市盈率(倍)	89.97	89.97	89.97	89.97	89.97
净利润增长率(%)	97.38%	29.67%	62.89%	74.28%	30.79%
净资产收益率(%)	30.45%	7.19%	10.49%	15.65%	17.00%
总股本(百万股)	197.60	263.60	263.60	263.60	263.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年实现收入 26.9 亿元, 同比增长 103.8%; 归属上市公司股东净利润 2.2 亿元, 同比增长 29.7%, 对应 2010 年摊薄后 EPS 0.84 元, 略低于我们在新股报告中预测的 0.87 元。
- 公司同时公告多项投资计划, 总额约 6.5 亿元人民币, 标的覆盖从上游多晶硅、中游电池组件、到下游电站建设的整个光伏产业链。

经营分析

- 乘行业高景气东风, 实现销量快速增长: 2010 年全球超过 15GW 的装机量是 2009 年 7.4GW 的两倍有余, 公司充分分享了行业的高增长, 全年实现晶硅组件销售 201MW, 同比增长 134%。但受到组件价格下跌、原材料价格坚挺、以及上半年的欧元汇率影响, 全年净利润增长幅度相对较小。
- 扩大规模与垂直一体化并行乃明智之举, 看好公司长期发展: 公司完成公告所披露的投资计划后, 将打造完成从多晶硅料到光伏电站建设的完整产业链。我们认为, 公司上市后正步入快速成长期, 产业链的延伸和规模的稳步扩大将有助于公司在未来容量庞大但竞争激烈的光伏产业中提升自身的综合竞争力和抗风险能力。

盈利调整与估值

- 根据公司最新的产能建设规划, 及我们对未来两年光伏产业链各环节产品价格走势的预测, 我们上调公司 2011E~2012E 年的 EPS 至 1.36 和 2.37 元, 上调幅度分别为 21%和 61%, 对应 37.8x11PE 和 21.7x12PE。

相关报告

1. 《产业链延伸提升盈利能力》, 2010.11.8

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

分享光伏行业 2010 年高景气，横向纵向同步扩张谋发展

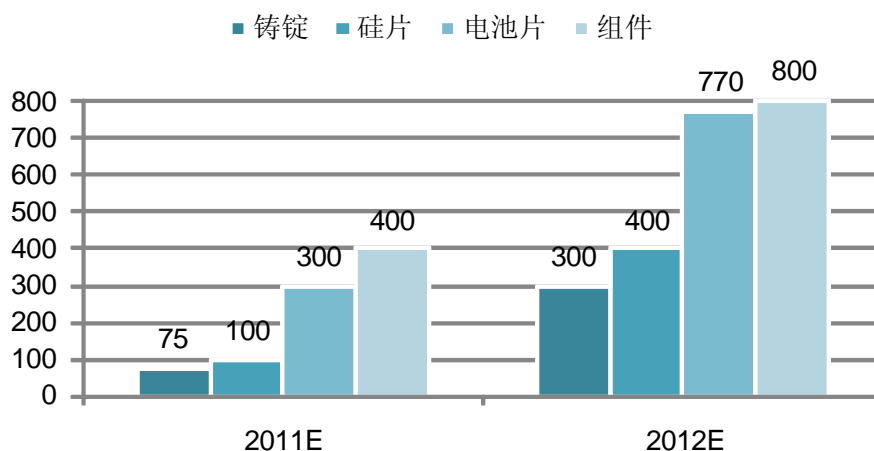
乘行业高景气东风，实现销量快速增长；大举投资扩张经营。

- 公司 2010 年累计完成销售 201MW，与去年的 86MW 相比增长了 133.72%，其中德国市场业绩增长最为迅猛，累计出口达 152.34MW，占据了公司销售量的半壁江山。意大利、捷克、比利时等国家的市场业绩也均稳步上升。通过提前进行战略布局，美国的采购量也从下半年开始不断攀升，对日本的出口也已形成批量，截止目前公司的组件行销全球 13 个国家，涵盖了主要的光伏应用国。
- 公司同时公告多项投资计划，总额约 6.5 亿元人民币，标的覆盖从上游多晶硅、中游电池组件、到下游电站建设的整个光伏产业链：
 - 公司拟使用超募资金 28,500 万元对超日九江进行增资，用于年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目建设；
 - 公司拟使用不超过 4000 万元收购洛阳赛阳硅业有限公司 100% 股权，将现有产业链延伸至多晶硅料的生产；
 - 公司拟使用不超过 6000 万元收购上海卫雪太阳能科技有限公司 100% 的股权，扩大组件生产能力；
 - 计划由公司的全资子公司香港超日出资 2,800 万欧元与 Sky Capital Europe 公司在卢森堡合资设立 Chaori Sky Solar Energy（公司占注册资本的 70%，Sky Capital Europe 出资 1,200 万欧元，占注册资本的 30%），进行欧洲地区的光伏电站建设。

行业竞争日趋激烈，规模扩张与产业链延伸并行是提升竞争力之良方

- 从过去几年的经验来看，规模型硅片/电池组件企业在遇到行业波动时的抗风险能力明显强于规模较小的企业，而垂直一体化的光伏企业在延长利润链的同时，也能在一定程度上降低短期原材料供应紧张给企业带来的经营风险。
- 公司完成公告所披露的投资计划后，将打造完成从多晶硅料到光伏电站建设的完整产业链，为公司长期发展绘制了美好蓝图。
- 我们认为公司上市后正步入快速成长期，产业链的延伸和规模的稳步扩大将有助于公司在未来容量庞大但竞争激烈的光伏产业中提升自身的综合竞争力和抗风险能力。

图表1：公司 2011E~2012E 各环节产能规划（MW）



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测：2011E~2013E EPS 分别为 1.362, 2.374, 3.105 元

- 收到全球各主要光伏安装国补贴政策的下调，以及下游产能扩张迅猛的双面夹击，光伏组件面临较大降价压力，预计未来 3 年将保持 15%~20% 的年均降幅，但随着上游原材料和加工过程中耗材成本的降低，光伏制造企业仍有望保持合理的毛利率水平，尤其是对于垂直一体化型企业，因能够赚取整条产业链上各环节的利润，因而将享有高于平均水平的毛利率。
- 未来 3 年内，随着公司在产业链各环节产能匹配度的提高，毛利率有望维持较高水平。

图表2：分产品销售预测

产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
单晶硅组件						
销量 (MW)	40	63	111	180	350	500
单价 (元/W)	28.38	15.18	12.50	10.00	8.50	7.23
YOY				-20%	-15%	-15%
销售收入 (万元)	114,598	95,285	139,231	180,000	297,500	361,250
毛利率	13.14%	22.34%	15.84%	14.50%	15.50%	15.50%
多晶硅组件						
销量 (MW)	2	24	90	170	300	500
单价 (元/W)	27.61	14.59	11.80	9.44	8.02	6.82
YOY				-20%	-15%	-15%
销售收入 (万元)	6,102	34,885	105,746	160,480	240,720	341,020
毛利率	13.10%	27.65%	26.74%	20.00%	22.00%	22.00%
收入合计 (万元)	120,700	130,170	244,977	340,480	538,220	702,270
毛利合计	15,858	30,932	50,327	58,196	99,071	131,018
综合毛利率	13.14%	23.76%	20.54%	17.09%	18.41%	18.66%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 公司目前股价对应 37.8x11PE 和 21.7x12PE，略高于行业均值。但考虑到公司充足的货币资金（2010 年底在手 25 亿元）能够提供进一步扩张的能力，我们认为公司可以享受一定的估值溢价，目前的股价水平合理。

图表3：可比公司相对估值参考（2011 年 2 月 23 日收盘价）

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
300111.SZ	向日葵	22.90	0.40	0.69	0.98	57.3	33.0	23.4
300118.SZ	东方日升	75.20	1.25	1.90	2.85	60.2	39.6	26.4
600537.SH	海通集团	50.21	1.45	2.02	3.08	34.6	24.9	16.3
600550.SH	天威保变	24.69	0.68	0.92	1.20	36.3	26.9	20.5
300080.SZ	新大新材	59.58	1.17	1.83	2.45	50.9	32.6	24.3
600406.SH	奥克股份	56.65	1.30	2.18	3.17	43.7	26.0	17.9
均 值						47.1	30.5	21.5
002506.SZ	超日太阳	51.55	0.84	1.36	2.37	61.6	37.8	21.7

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室