



拟收购多晶硅企业，看好“纵向一体化”战略

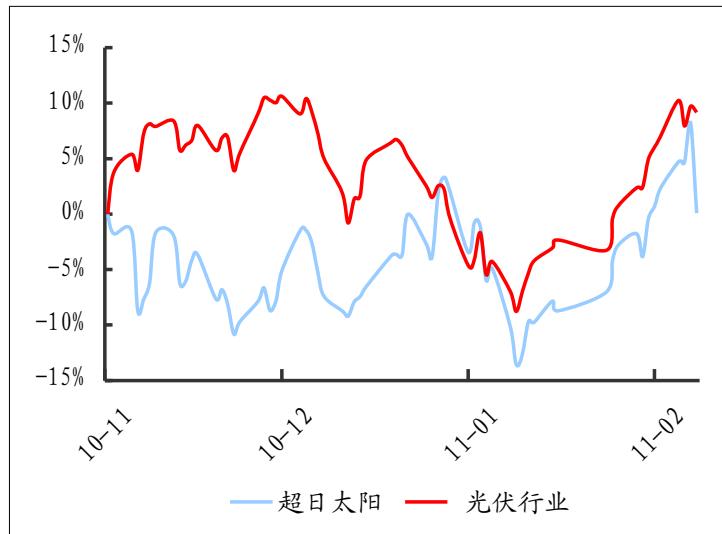
——超日太阳（002506）2010年年报点评

最新评级：强烈推荐（维持）

上次评级：强烈推荐

市场数据

上证综合指数	2878.60
深圳成分指数	12578.43
沪深成交金额	2453.8 亿
报告时间：	2011年02月24日
报告类型：	业绩点评
分析师：	于宏
证书编号：	S0770511010002
联系人：	蔡文彬
电 话：	(0351)4131415
E mail：	caiwb@dtsbc.com.cn
地 址：	太原长治路111号世贸中心A座12层
邮 编：	030012
网 址：	http://www.dtsbc.com.cn



相关报告：

《光伏行业：补贴下调影响低于预期，需求回暖或超预期》
(2011/02/16)

■ 事件

超日太阳公布2010年年报，公司全年实现销售收入26.87亿元，比上年增长103.81%，全年实现净利润2.19亿元，比上年增加0.49亿元，增幅29.10%，每股收益1.08元。公司2010年度利润分配预案为：以资本公积金每10股转增10股，每10股派发人民币4元现金（含税）的股利分红。

■ 点评

2010年回顾：组件销量大增，但成本上升较快

1、组件销量大增，营业收入翻番

2010年，超日太阳全年实现营业收入26.87亿元，比上年增长103.81%，全年实现净利润2.19亿元，比上年增加0.49亿元，增幅29.10%，每股收益1.08元。

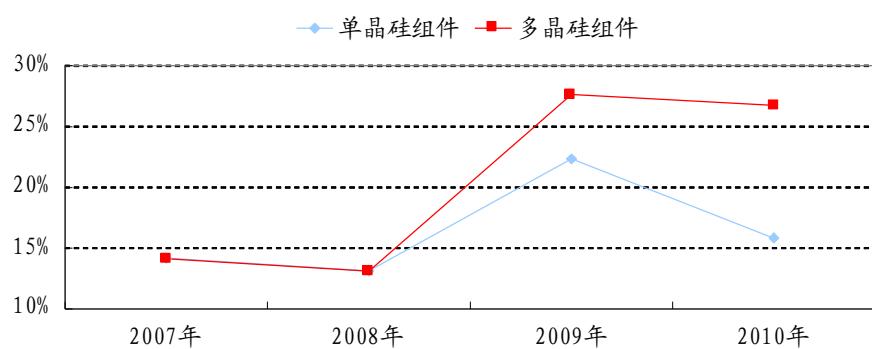


年报显示，2010年超日太阳累计完成组件销售201MW，与去年的86MW相比增长了133.72%，其中德国市场业绩增长最为迅猛，累计出口达152.34MW，占据了公司销售量的半壁江山。意大利、捷克、比利时等国家的市场业绩也均稳步上升。通过提前进行战略布局，美国的采购量也从下半年开始不断攀升，对日本的出口也已形成批量，截止目前公司的组件行销全球13个国家，涵盖了主要的光伏应用国。

2、单晶硅组件毛利率大幅下降，拖累公司利润增长

相比较于营业收入快速增长，2010年公司营业成本的增速更快，较2009年同比增长116.82%，拖累公司整体毛利率下滑至18.89%。其中，单晶硅组件销售毛利率大幅下降近七个百分比至15.84%，多晶硅组件销售毛利率下降近一个百分点至26.74%。可见，单晶硅组件销售毛利率下滑是公司整体毛利率大幅下降的主要原因。

图表1 超日太阳光伏组件销售毛利率变化



资料来源：大同证券研究部

我们分析认为，超日太阳产能跟不上使外购单晶硅电池组件增加，以及单晶硅电池片自给率较低，而外购电池片成本提升，是单晶硅电池组件毛利率大幅下降的主要原因。

1、外购单晶硅电池组件增加成本是毛利率下滑主因。2010年光伏行业需求迅速回暖，超日太阳光伏组件订单量同比增长144.57%至225MW，但由于公司年产100MW晶体硅太阳能电池组件项目年内未能实现投产，公司总产能维持在171MW左右，需要外购部分光伏组件满足订单需要。最终公司累计完成组件销售量201MW，订单完成率为89.33%。

2、单晶硅电池片自给率较低也是毛利率下滑的重要原因。由于“新增年产50MW单晶硅太阳能电池片项目”尚未完全投产，超日太阳单晶硅电池片自给率较低，而外购单晶硅电池片成本高，致使单晶硅组件销售毛利率下降。考虑到单晶硅组件占公司光伏组件总销售收入的57%，单晶硅组件毛利率大幅下降，拖累了公司利润增长。

此外，多晶硅电池组件因为产业链延伸较长（硅锭——组件），且多晶硅电池自给率也较高，因此，多晶硅电池组件毛利率下降幅度有限。

未来展望：纵向延伸产业链，横向不断扩充产能

超日太阳在公布年报同时，还公告了一系列投资计划：

- 1) 公司拟向上海超日（九江）太阳能有限公司增资，用于年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目建设。
- 2) 公司拟以不超过人民币 6,000 万元价格受让上海真银创业投资有限公司持有的卫雪太阳能 100% 的股权。卫雪太阳能于 2010 年 2 月份开始生产太阳能电池组件，2010 年的年产能为 25MW。其计划 2011 扩大产能到 200MW。
- 3) 公司拟收购洛阳赛阳硅业有限公司 100% 的股权。目前，赛阳硅业年产 2000 吨多晶硅项目产品方案、工艺设计业已初步完成。
- 4) 公司拟对外投资设立 Chaori Sky Solar Energy S.à r.l.，主要用于开发、建设及经营欧洲太阳能电站项目。

1、电池和组件产能释放，未来毛利率下降空间有限

目前，超日太阳“新增年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目”的一期 50MW 电池片项目已投产，二期 50MW 电池片项目 2011 年将投产；同时，年报显示，“年产 50MW 单晶硅太阳能电池片项目”已于 1 月进入试生产阶段，2011 年有望贡献新增产能。此外，预计超日（九江）单晶硅和多晶硅电池片项目也将在 2011-2012 年期间逐渐投产。在以上配套电池项目投产后，公司电池片自给率将大幅提升。

组件方面，“年产 100MW 晶体硅太阳能电池组件项目”2011 年将贡献 100MW 新增产能，同时收购卫雪太阳能公司也将增加 200MW 产能，我们预计未来产能扩张将完全可以满足订单增长需要，外购组件比例将大幅下降。

我们认为，在新增产能陆续释放后，即使面对行业激烈竞争，公司因获取多环节利润，整体毛利率继续下降空间有限。

2、横向扩张持续，2011 年产能再翻番

超日太阳现有光伏组件产能 171MW，加上募投项目光伏组件产能 100MW，以及拟收购卫雪太阳能公司的光伏组件产能 200MW，预计至 2011 年底，公司总产能将达到 471MW，相比 2010 年再次翻番。在产能持续释放的背景下，预计 2011 年公司营业收入将继续保持快速增长。

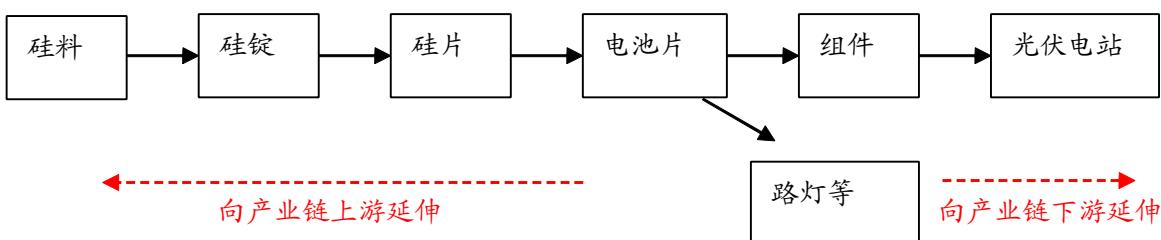
图表2 超日太阳在建、拟建项目统计

项目名称	产业链环节	项目进度
年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目	硅锭—电池	一期 50MW 已投产、二期 2011 年投产
年产 50MW 单晶硅太阳能电池片项目	硅片—电池	2011 年 1 月开始试生产
年产 100MW 晶体硅太阳能电池组件项目	组件	2011 年 1 月开始试生产
年产 800MW 太阳能电池项目	硅锭—电池	2011 年 6 月至 2016 年 6 月分四期建成
年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目	电池等	2010-2011 年投产
年产 200MW 单晶硅太阳能电池片项目	电池等	2010-2011 年投产
卫雪太阳能公司 (拟收购)	组件	目前年产能为 25MW, 计划 2011 扩大产能到 200MW
洛阳赛阳硅业公司 (拟收购)	多晶硅	一期 1000 吨项目 2011 年计划开工建设, 总规模年产 2000 吨

资料来源：大同证券研究部

3、拟收购多晶硅企业，看好“纵向一体化”战略

除了向上游电池片、硅片领域延伸，超日太阳拟收购赛阳硅业 100% 的股权，将产业链同时延伸至多晶硅领域。公司收购赛阳硅业后，2011 年将力争项目一期 1,000 吨多晶硅生产区开工建设。一期项目达产后，将满足企业约 150MW 电池片的原料（硅片）供应；二期项目达产后，将满足企业约 300MW 电池片的原料（硅片）供应。此外，公司拟设立 Chaori Sky Solar Energy S.à r.l.，主要用于开发、建设及经营欧洲太阳能电站项目。届时，公司业务范围将扩展至光伏行业全产业链。

图表3 超日太阳向产业链上下游延伸


资料来源：大同证券研究部

我们分析认为，虽然光伏市场发展迅速，但是在下游组件领域涌入了大量生产企业，而原有企业也在不断扩充产能，预计光伏组件领域未来竞争压力将不断加大。收购上游多晶硅企业，将现有产业链延伸至多晶硅领域，不仅能保障公司生产所需多晶硅料的供应，更能提升公司的盈利能力。请务必阅读正文之后的免责条款部分

能力。向下游开发太阳能电站项目，能消化公司不断增长的产能，也能获取电站投资收益。因此，我们看好公司“纵向一体化”战略。

投资建议

我们认为，全产业链布局符合光伏行业的发展趋势，也是超日太阳未来发展的最大亮点。短期看，2011年募投项目相继投产，将提升组件产能配套能力以及订单完成率，稳定光伏组件毛利率预期；同时，组件销售量将受益于新项目投产，营业收入也将继续保持快速增长。

在在建项目顺利投产、组件价格逐年下降等假设条件下，我们预计2011、2012年超日太阳的每股收益分别为1.60元、2.76元。目前股价对应的2011、2012年动态市盈率分别为29.80倍、17.28倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

图表4 盈利预测结果

项目	2010A	2011E	2012E
主营收入(元)	2,686,649,320.86	4,285,218,305.76	6,838,400,547.58
主营收入增长率	103.81%	59.50%	59.58%
EBITDA(元)	351,766,697.86	632,006,264.73	1,071,281,387.58
EBITDA增长率	51.31%	79.67%	69.50%
净利润(元)	220,436,259.50	422,038,443.43	727,913,248.24
净利润增长率	29.67%	91.46%	72.48%
EPS(元/股)	0.84	1.60	2.76

资料来源：大同证券研究部

风险提示

光伏市场需求大幅下降的风险。

分析师声明:

作者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注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”	表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

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。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明:

本报告版权归大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。