

投资评级：推荐（首次）

#### 分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人:

竺艺 0755-83516207

Email:yzyu@cgws.com

从业证书编号:S1070115060007

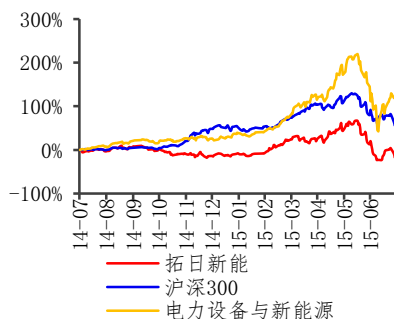
#### 市场数据

|            |            |
|------------|------------|
| 目前股价       | 9.86       |
| 总市值（亿元）    | 60.95      |
| 流通市值（亿元）   | 47.29      |
| 总股本（万股）    | 61,817     |
| 流通股本（万股）   | 47,959     |
| 12 个月最高/最低 | 18.45/8.15 |

#### 盈利预测

|        | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 837   | 1226  | 1710  |
| (+/-%) | 53.4  | 46.4  | 43.4  |
| 净利润    | 117   | 195   | 258   |
| (+/-%) | --    | 66.7  | 32.3  |
| 摊薄 EPS | 0.19  | 0.32  | 0.42  |
| PE     | 54    | 32    | 24    |

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

## 业绩反转在即，三种基因重铸拓日“新”能

### ——拓日新能（002218）公司调研简报

#### 投资建议

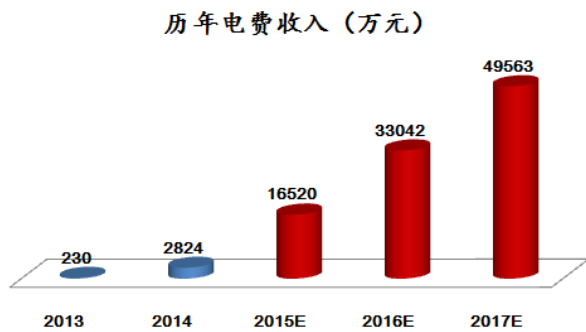
预计公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.19、0.32、0.42 元，对应 PE 为 54 倍、32 倍、24 倍。公司业绩反转在即，光伏电站迎来并网收获期，组件销售收入也将出现较大增幅。增发募集完成，财务费用将显著降低。公司是全产业链公司，各环节毛利率达到业界领先，电改将进一步降低公司的用电成本。金融 P2P 平台上线在即，将助力公司运用多种融资手段开拓光伏业务。公司原有的制造业基因，加之新增的电力和金融基因，三种基因的融合将共同助力公司的发展。首次覆盖，给予推荐评级。

#### 投资要点

- **业绩反转在即：**能源局下达 2015 年光伏电站建设目标为 17.8GW，远高于 2014 年全年实际完成量 10.6GW，我们预计公司今年组件销售收入将同比出现大幅度增长。同时，根据公司今年光伏电站上网电量，预期今年电费收入出现 7 倍增幅。其他业务将保持稳定增长。综合各业务营收考虑，公司业绩将在 2015 年出现较大反转。
- **光伏电站迎来收获期：**公司 2015 年已经并网发电 90MW 电站，8 月即将并网 110MW，未来将陆续开建 820MW，并网及规划电站总计已达 1.02GW。由于公司不仅在当地建设光伏电站，还配套建设有电池、组件等工厂，建设光伏电站的同时带动当地经济、就业发展，因此我们认为公司所规划电站全部完成并网可能性极大。
- **增发募集完成，财务费用下降：**公司定向增发资金 11.94 亿元已全部到位，其中 8.94 亿（67%）将投入光伏电站建设，剩余 3 亿将补充流动性资金。预期公司 2015 年财务费用将大幅下降，净利润显著提升。
- **内在优势明显，各项业务毛利率业界领先：**公司多年来坚持光伏全产业链经营，产品线横跨晶硅、非晶硅、太阳能玻璃、太阳能应用等产品，公司同时还坚持从硅片到电池再到组件的产业纵深经营。光伏行业近年历经数次洗牌，公司是全球范围仅有的几家能坚持几乎完整光伏产业链的企业之一。公司参与并了解光伏产业链上每一个环节，通过多年技术积累，各生产环节毛利率均达到业界领先的水平。
- **公司资金充裕，可开展产业内部并购：**公司已于近日增发募集 11.94 亿元。时值工信部发布新版光伏制造行业规范条件，进一步提高了对于太阳能电池、组件转换效率的要求，行业内部经营分化加剧在所难免。由于公司技术、资金实力较强，公司具备行业整合能力。在目前行业形势下，公司有能力通过并购等方式扩大电池、组件产能，进一步深化规模优势，增强行业话语权。

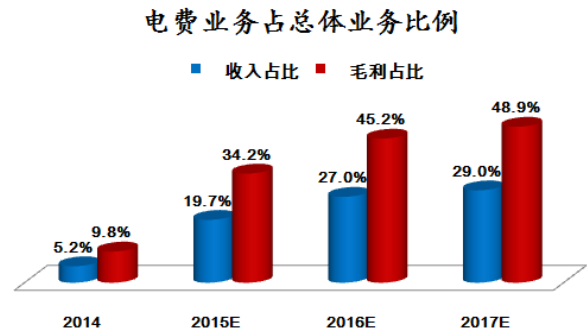
- **两端受益，电改降低用电成本，享受光伏上网高电价：**公司作为生产制造企业，电改政策的出台无疑将降低工业用户的成本，将促进公司的盈利状况。同时，公司旗下已并网光伏电站将按协议享受国家 20 年的高电价红利，光伏电站所在区域当前 0.95-1.0 元的光伏上网电价将为公司锁定长期稳定收益。
- **专业光伏 P2P 平台即将上线：**公司专业光伏 P2P 平台“天加利”正在进行内测。该平台将为光伏产业链上的相关公司或个人提供贷款购买光伏产品，预期将提升公司产品尤其是民用太阳能产品和分布式光伏产品的销量。
- **三种基因重铸拓日“新”能：**完整的光伏制造产业链是支撑公司立足于业界的基础；光伏电站带来大量稳定的现金流赋予了公司电力行业的基因；即将上线的金融 P2P 平台等业务将进一步提高公司的财务杠杆，赋予公司金融行业的基因。我们认为公司未来将逐渐从单纯的制造业企业转变为拥有多元基因的综合性公司。
- **风险提示：**光伏发展进度放慢；光伏上网电价下降；光伏限电风险；市场系统性风险。

图 1: 公司历年光伏发电收入



资料来源: 长城证券研究所

图 2: 公司发电业务占比情况



资料来源: 长城证券研究所

图 3: 公司发展新格局



资料来源: 长城证券研究所

表 1: 公司并网、规划电站项目

| 电站项目                     | 时间节点            | 备注                                  |
|--------------------------|-----------------|-------------------------------------|
| <b>已并网项目</b>             |                 |                                     |
| 新疆喀什瑞城一期 20MW            | 2013 年开始发电      | 预计年均发电约 3000 余万度, 年均电费收入约 2850 余万元。 |
| 陕西定边 50MW                | 2014 年底从控股股东处购得 | 预计年均发电约 7900 余万度, 年均电费收入约 7900 余万元。 |
| 新疆岳普湖 20MW               | 2015 年 5 月并网    | 预计年均发电约 3000 余万度, 年均电费收入约 2850 余万元。 |
| <b>2015 年即将并网项目</b>      |                 |                                     |
| 陕西定边 110MW               | 预计 2015 年 8 月并网 | 预计年均发电约 1.738 亿度, 年均电费收入约 1.738 亿元。 |
| <b>2015 年发电总计: 200MW</b> |                 | <b>2015 年预计电费总收入: 1.65 亿元</b>       |

| 电站项目              | 时间节点               | 备注 |
|-------------------|--------------------|----|
| <b>规划建设、待备案项目</b> |                    |    |
| 新疆喀什瑞城二期 40MW     | 预计 15 年开建          |    |
| 新疆疏附 30MW         | 预计 15 年开建          |    |
| 新疆莎车 150MW        | 从 15 年开始，每年建 50MW  |    |
| 新疆库尔干县 100MW      | 分两期建设，每期 50MW      |    |
| 青海西宁 500MW        | 从 15 年开始，每年建 100MW |    |

**规划及并网总计 1.02 GW**

资料来源：长城证券研究所

**表 2：规划太阳能电站项目与当地配套生产线一览表**

| 地点   | 规划电站          | 配套制造生产线                                                                                                                                 |
|------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新疆喀什 | 新疆喀什瑞城二期 40MW | 300MW 全自动太阳能电池组件生产线，光伏支架生产线等                                                                                                            |
|      | 新疆疏附 30MW     |                                                                                                                                         |
|      | 新疆莎车 150MW    |                                                                                                                                         |
|      | 新疆库尔干县 100MW  |                                                                                                                                         |
| 青海西宁 | 西宁东川 500MW    | 一期项目为年产 200MW 直拉单晶硅项目、150MW 晶体硅光伏组件项目以及石英坩埚项目，计划 2015 年开始逐步投产运营；二期项目为年产 200MW 多晶铸锭项目、年产 300MW 硅片切割项目、年产 300MW 太阳能电池项目以及 150MW 光伏组件生产线项目 |

资料来源：长城证券研究所

## 附：盈利预测表

| 利润表 ( 百万 ) | 2013A  | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 主要财务指标     | 2013A   | 2014A    | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|----------|-------|-------|-------|
| 流动资产       | 1064   | 546   | 837   | 1226  | 1710  | 成长性        |         |          |       |       |       |
| 营业成本       | 901    | 389   | 558   | 794   | 1103  | 营业收入增长     | 101.1%  | -48.7%   | 53.4% | 46.4% | 39.5% |
| 销售费用       | 45     | 45    | 50    | 74    | 120   | 营业成本增长     | 97.9%   | -56.8%   | 43.3% | 42.4% | 38.9% |
| 管理费用       | 65     | 70    | 77    | 109   | 151   | 营业利润增长     | -127.5% | -554.4%  | ----  | 80.5% | 35.6% |
| 财务费用       | 33     | 59    | 15    | 9     | 13    | 利润总额增长     | 208.4%  | -120.3%  | ----  | 66.9% | 32.0% |
| 投资净收益      | 3      | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长      | 143.8%  | -138.1%  | ----  | 66.9% | 32.0% |
| 营业利润       | 6      | -29   | 125   | 225   | 305   | 盈利能力       |         |          |       |       |       |
| 营业外收支      | 10     | 25    | 25    | 25    | 25    | 毛利率        | 15.3%   | 28.7%    | 33.4% | 35.2% | 35.5% |
| 利润总额       | 17     | -3    | 150   | 250   | 330   | 销售净利率      | 1.2%    | -0.9%    | 14.0% | 15.9% | 15.1% |
| 所得税        | 4      | 2     | 33    | 55    | 73    | ROE        | 0.9%    | -0.4%    | 4.3%  | 6.7%  | 8.1%  |
| 少数股东损益     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | ROIC       | 1.6%    | 1.3%     | 5.6%  | 7.7%  | 8.2%  |
| 净利润        | 13     | -5    | 117   | 195   | 258   | 营运效率       |         |          |       |       |       |
| 资产负债表      | ( 百万 ) |       |       |       |       | 销售费用/营业收入  | 4.2%    | 8.2%     | 6.0%  | 6.0%  | 7.0%  |
| 流动资产       | 1158   | 994   | 2243  | 2292  | 2819  | 管理费用/营业收入  | 6.1%    | 12.8%    | 9.2%  | 8.9%  | 8.8%  |
| 货币资金       | 67     | 74    | 1132  | 893   | 1221  | 财务费用/营业收入  | 3.1%    | 10.8%    | 1.8%  | 0.7%  | 0.8%  |
| 应收和预付款项    | 503    | 248   | 345   | 518   | 685   | 投资收益/营业利润  | 40.1%   | 0.0%     | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 存货         | 543    | 511   | 605   | 719   | 751   | 所得税/利润总额   | 22.1%   | -45.9%   | 22.0% | 22.0% | 22.0% |
| 其他流动资产     | 45     | 162   | 162   | 162   | 162   | 应收账款周转率    | 2.72    | 3.23     | 3.15  | 3.30  | 3.30  |
| 非流动资产      | 1375   | 2059  | 2341  | 2597  | 2719  | 存货周转率      | 1.66    | 0.76     | 0.92  | 1.10  | 1.47  |
| 固定资产       | 1235   | 1781  | 2033  | 2259  | 2357  | 流动资产周转率    | 1.24    | 0.22     | 0.39  | 0.49  | 0.58  |
| 资产总计       | 2534   | 3052  | 4584  | 4889  | 5538  | 总资产周转率     | 0.42    | 0.18     | 0.18  | 0.25  | 0.31  |
| 流动负债       | 914    | 1248  | 1499  | 1608  | 2000  | 偿债能力       |         |          |       |       |       |
| 短期借款       | 371    | 421   | 421   | 521   | 621   | 资产负债率      | 43.2%   | 54.0%    | 40.8% | 40.5% | 42.8% |
| 应付和预收款项    | 543    | 827   | 1078  | 1088  | 1379  | 流动比率       | 1.27    | 0.78     | 1.50  | 1.43  | 1.41  |
| 非流动负债      | 180    | 401   | 371   | 371   | 371   | 速动比率       | 0.62    | 0.25     | 0.99  | 0.88  | 0.95  |
| 长期借款       | 0      | 100   | 100   | 100   | 100   | 每股指标 ( 元 ) |         |          |       |       |       |
| 负债合计       | 1094   | 1649  | 1870  | 1979  | 2371  | EPS        | 0.02    | -0.01    | 0.19  | 0.32  | 0.42  |
| 股东权益       | 1440   | 1403  | 2714  | 2910  | 3167  | 每股净资产      | 2.33    | 2.27     | 4.39  | 4.71  | 5.12  |
| 股本         | 490    | 490   | 618   | 618   | 618   | 每股经营现金流    | -0.11   | 0.19     | 0.07  | -0.39 | 0.53  |
| 留存收益       | 81     | 56    | 173   | 368   | 626   | 每股经营现金/EPS | -5.07   | -21.85   | 0.36  | -1.22 | 1.27  |
| 少数股东权益     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 估值         | 2013A   | 2014A    | 2015E | 2016E | 2017E |
| 负债和权益总计    | 2534   | 3052  | 4584  | 4889  | 5538  | PE         | 485.75  | -1172.56 | 53.90 | 32.29 | 24.46 |
| 现金流量表      | ( 百万 ) |       |       |       |       | PEG        | 3.31    | 2.53     | 1.01  | 0.70  | 0.62  |
| 经营活动现金流    | -71    | 144   | 298   | 89    | 560   | PB         | 4.38    | 4.49     | 2.32  | 2.17  | 1.99  |
| 其中营运资本减少   | 430    | -498  | 998   | -61   | 136   | EV/EBITDA  | 41.81   | 30.56    | 18.98 | 14.76 | 11.45 |
| 投资活动现金流    | -38    | -232  | -420  | -420  | -320  | EV/SALES   | 5.04    | 10.11    | 7.10  | 5.22  | 3.69  |
| 其中资本支出     | 114    | 200   | 400   | 400   | 300   | EV/IC      | 2.96    | 2.87     | 2.53  | 2.13  | 1.99  |
| 融资活动现金流    | 50     | 208   | 1180  | 93    | 89    | ROIC-WACC  | 0.02    | 0.01     | 0.04  | 0.07  | 0.07  |
| 净现金总变化     | -61    | 119   | 1058  | -239  | 328   | REP        | 187.15  | 225.85   | 56.77 | 32.24 | 28.27 |

**研究员介绍及承诺**

**杨超:** 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

**竺艺:** 2010-2012 年就职于中广核研究所。新加坡国立大学应用经济学硕士, 西安交通大学工学学士。2015 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangv@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>