

卡姆丹克太阳能 712 HK

新能源

投资评级: 增持

6个月目标价: 港币\$2.71

现在价格: 港币\$2.23 距离目标价: 21.5%

业务强劲复苏, 扩张步伐将加快

- 公司交出了一份亮丽的半年报, 各方面的经营指标均指向稳健复苏的方向, 这反映了股价近期的良好表现完全是建基于基本因素的强劲复苏。我们认为公司股价持续有上涨空间, 只是经过了近期的大幅反弹后, 短期或有反复, 综合考虑了同业估值的变动, 我们把评级从“买入”下调到“增持”, 目标价是2.71港元。
- 由于下游光伏电池生产商对硅片的需求殷切, 我们调高了2010年全年毛利率预测到17.9%, 2011年亦调高至17.1%。根据硅片现时的价格走势和公司目前的销售情况判断, 以上预测其实偏向保守, 但考虑到行业在2011年的可预见性降低, 价格的波动可能加大, 保守一点的预测更能适当平衡风险和潜在投资价值。
- 公司表达了持续扩产的意愿, 目标是在未来几年把产能扩大到1000MW, 以进一步增强规模效益和适应行业内越发激烈的竞争。但是管理层对这一块的计划还是处于初步规划的阶段, 目前还没有明确细节可以公布。考虑到公司目前还处于净现金的状态, 我们相信公司在未来可能会适当增加对债务工具的使用。
- 催化剂: 1) 新能源产业振兴规划正式出台; 2) 第二批光伏特许权项目招标结果公布。
- 风险: 1) 行业产能扩张过快可能为日后产能过剩的潜在问题埋下隐忧; 2) 世界主要市场, 尤其是欧洲市场可能因为经济问题而影响对光伏产业的需求。

主要财务数据

财务预测和估值 人民币 (百万)	FY07A	FY08A	FY09A	FY10F	FY11F
销售收入	349	762	507	1,368	2,398
同比增长 (%)	157.8%	118.3%	-33.5%	169.9%	75.3%
净利润	147	131	25	177	289
同比增长 (%)	130.8%	-10.8%	-81.0%	609.1%	63.3%
每股盈利 (元)	0.143	0.127	0.024	0.171	0.280
市盈率 (X)	13.7	15.4	80.9	11.4	7.0
市净率 (X)	N/A	3.6	1.9	1.7	1.5
净资产收益率 (%)	99.9%	23.5%	2.3%	14.9%	20.8%
息率 (%)	0.00%	0.00%	0.37%	2.63%	4.29%
负债比率 (%)	111.1%	net cash	net cash	net cash	net cash

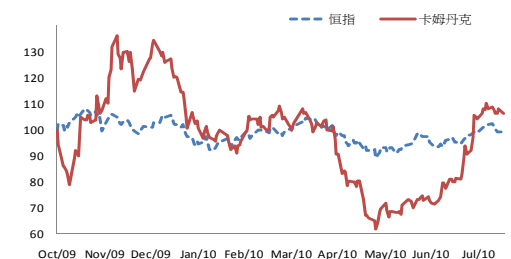
资料来源: 广发证券 (香港) 研究部预测

公司基本资料

市值 (百万港元):	HKD\$2300.776 mn
流通股比例 (%):	27.88%
已发行总股本 (百万):	1031.7 mn
52周价格区间:	HKD\$1.22 - 2.95
3个月平均每日成交:	HKD\$5.27 mn
主要股东:	JOHN ZHANG (64.3%) CMTF (5.99%)

(数据截止于2010年8月16日)

股价表现:



相关研究

《高端的硅片生产商, 内生增长和行业重估将推升股价》-首次评级 (2009年12月7日)
《估值偏低, 具中长期投资价值》-个股短评 (2010年3月5日)
《经营持续稳健, 复苏势头显现》-个股短评 (2010年3月29日)

分析师

 罗满强 CFA (852) 3719 1111
daniello@gfgroup.com.hk

 广发证券 (香港) 研究部
 香港皇后大道中183号中远大厦2301 - 2305, 2313室
 电话: (852) 3719 1288
 传真: (852) 2907 6176

业绩速递

图表一：主要经营数据对比

人民币\$000'	1Q2010	2Q2010	1H2010	1H2009	备注
销售收入	198,334	230,728	429,062	184,253	同比增长 132.8%，因新增产能要到三季度末才完成安装，我们调低今年销售额至 246MW。
毛利	34,019	63,995	98,014	18,600	同比增长 427%。
净利润	20,315	48,244	68,559	4,430	同比增长 1447.6%。
毛利率	17.2%	27.7%	22.8%	10.1%	同比有 1050 基点的上升，尤其二季度的涨幅喜人。
净利率	10.2%	20.9%	16.0%	2.4%	同比有 1360 基点的改进。
平均销售价(美元)	0.81/W	0.83/W	0.82/W	0.98/W	预期三四季度硅片的价格维持平稳，甚至不排除有小幅上涨的可能，7月份的价格已经涨到 0.87/W，全年毛利率可能高于我们的假设。
销售成本	0.67/W	0.6/W	0.64/W	0.94/W	受惠稳定的晶硅价格和易耗材料的节省，但下半年可能会有小幅上涨的压力。

资料来源：广发证券（香港）研究部

调整毛利率和产能预测

由于下游光伏电池生产商对硅片的需求殷切，我们调高了2010年全年毛利率预测到 17.9%，2011年亦调高至17.1%。根据硅片现时的价格走势和公司目前的销售情况判断，以上预测偏向保守，但考虑到行业在2011年的可预见性降低，价格的波动可能加大，保守一点的预测更能适当平衡风险和潜在投资价值。

据公司管理层估计，扩产到600 MW的计划将于三季度末完成，这个比我们年初时候的预期要晚了一个季度，再加上新上产能的调试所需要的时间，我们对公司全年的有效产能做了较大幅度的向下调整，但因为硅片价格远远高于预期，加上毛利率持续快速回升，2010年全年的毛利没有受到很大的影响。

公司表示了对持续扩产的想法，目标是希望在未来几年把产能扩大到1000MW，以进一步增强规模效益和适应行业内越发激烈的竞争。但是管理层对这一块的计划还是处于初步规划的阶段，目前还没有很明确细节可以公布。考虑到公司目前还处于净现金的状态，我们相信公司在未来可能会适当增加对债务工具的使用。

估值

考虑到较长远的行业价格趋势较难预测，我们倾向采用同业平均估值来评定公司中期的合理价格。

图表二：同业估值对比

财务年截止日	号码	公司	现价 (HKD)	总股本 (mn)	市值 (mn)	EPS			P/E(x)			P/B(x)		
						09	10	11	09	10	11	09	10	11
中国太阳能晶片制造企业														
12/2009	757 HK equity	阳光能源	1.78	1807.2	3217	-0.07	0.10	0.15	N/A	18.6	12.3	2.0	1.7	1.5
12/2009	STP US equity	尚德太阳能电力有限公司	68.01	180.1	12252	3.88	3.93	6.02	17.5	17.3	11.3	1.0	1.0	0.9
12/2009	YGE US equity	英利绿色能源控股有限公司	82.15	148.4	12193	-4.34	7.38	7.98	N/A	11.1	10.3	1.6	1.4	1.2
12/2009	LDK US equity	LDK Solar Co Ltd	56.51	131.4	7426	-16.90	6.95	5.63	N/A	8.1	10.0	1.0	1.0	0.9
12/2009	JASO US equity	JA Solar Holdings Co Ltd	44.85	168.0	7533	-0.91	7.41	7.13	N/A	6.1	6.3	1.2	1.0	0.9
12/2009	TSL US equity	天合光能有限公司	169.13	78.9	13352	13.88	16.83	17.96	12.2	10.1	9.4	1.5	1.5	1.3
						行业平均								
						14.8 11.6 10.4 1.3 1.3 1.1								

资料来源：广发证券（香港）研究部

目前公司的2010和11年的预测市盈率分别是11.4X和7X。与同业平均比较存在一定折让。如果把公司的目标2011年市盈率设在8.5X,即较行业平均仍有18%差距,公司的合理价格在2.71港元。

附录

综合损益表

图表三：卡姆丹克的综合损益表

人民币 (百万)	FY07A	FY08A	FY09A	FY10F	FY11F
销售收入	349	762	507	1,368	2,398
营运成本					
销售成本	(190)	(531)	(452)	(1,123)	(1,988)
销售、行政及一般开支	(12)	(25)	(24)	(50)	(86)
总营运成本	(202)	(556)	(476)	(1,173)	(2,074)
EBITDA	171	194	80	288	421
折旧	8	21	42	73	73
EBIT	163	173	38	215	348
财务成本	(1)	(6)	(7)	(7)	(9)
联营公司应摊占的收益/亏损	0	0	0	0	0
税前利润	162	167	31	208	340
税项	(15)	(35)	(6)	(31)	(51)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	147	131	25	177	289

资料来源：广发证券（香港）研究部

■ 主要财务比率

图表四：卡姆丹克的主要财务比率

	FY07A	FY08A	FY09A	FY10F	FY11F
增长 (%)					
销售收入	157.77%	118.33%	-33.49%	169.95%	75.29%
EBITDA	120.35%	6.08%	-78.02%	466.84%	61.79%
EBIT	136.55%	45.57%	-76.17%	344.38%	67.45%
净利润	130.83%	-10.77%	-81.03%	609.07%	63.26%
毛利率 (%)					
毛利	45.52%	30.35%	10.87%	17.90%	17.10%
EBITDA margin	44.52%	25.42%	15.78%	21.08%	17.57%
EBIT margin	46.68%	22.68%	7.50%	15.74%	14.53%
净毛利	42.21%	17.25%	4.92%	12.92%	12.04%
其他 (%)					
负债比率	111.10%	net cash	net cash	net cash	net cash
净资产回报率	99.43%	23.48%	2.35%	14.92%	20.81%
资产回报率	23.95%	16.09%	1.77%	10.10%	12.66%

资料来源：广发证券（香港）研究部

■ 资产负债表和现金流

图表五：卡姆丹克的资产负债表和现金流报表

资产负债表简表					
人民币 (百万)	FY07A	FY08A	FY09A	FY10F	FY11F
物业、厂房及设备	220	246	428	761	761
长期投资	90	222	184	0	0
其他资产	0	7	56	109	43
非流动资产总计	310	474	668	869	803
现金	150	165	399	526	853
预付款	16	46	37	96	168
应收账款	106	93	198	182	320
库存	34	33	108	78	136
其他流动资产	0	6	0	0	0
流动资产总计	306	343	743	881	1,477
总资产	615	817	1,411	1,750	2,281
贸易应付账款	102	109	199	296	515
已收客户押金	149	0	0	101	210
短期银行贷款	20	140	146	168	168
其他短期负债	32	5	1	0	0
流动负债	303	254	345	565	893
长期应付款项	165	3	4	0	0
非流动负债	165	3	4	0	0
总负债	468	257	349	565	893
已付股本	0	0	465	0	0
留存收益	148	560	596	1,185	1,388
总权益	148	560	1,062	1,185	1,388
现金流预测表					
人民币 (百万)	FY07A	FY08A	FY09A	FY10F	FY11F
经营溢利	162	167	31	208	340
物业、厂房和设备折旧	8	21	42	73	73
营运资本变动	(0)	(364)	(82)	86	(50)
其他	2	22	12	17	14
经营性现金流	172	(154)	3	384	377
资本开支	(118)	(73)	(182)	(333)	0
其他	0	0	0	0	0
已收利息	0	(8)	3	3	3
投资现金流	(118)	(80)	(179)	(330)	3
银行借贷变动	18	120	24	0	0
其他	0	(10)	0	(7)	(53)
资本收入	2	140	465	0	0
融资活动现金流	21	250	489	(7)	(53)
现金增加净额	74	16	313	47	327
年初现金及现金等价物	76	150	166	480	526
年末现金及现金等价物	150	166	480	526	853

资料来源：广发证券（香港）研究部

分析师承诺

主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外,本人薪酬的任何部分过去不曾与,现在不与,未来也将不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级定义

以报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准:

- 买入: 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达20%以上
- 增持: 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于5%和20%之间
- 中性: 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间
- 卖出: 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级

以报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 谨慎: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

广发证券(香港)经纪有限公司

地址: 香港皇后大道中183号中远大厦2301-05, 2313室

电话: +852 37191111

传真: +852 29076176

网址: www.gfgroup.com.hk

免责声明

本报告由广发证券（香港）经纪有限公司 - “广发证券（香港）” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券（香港）不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

广发证券（香港）可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券（香港）或者附属机构的。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

版权所有 2010 广发证券（香港）经纪有限公司

未经广发证券（香港）经纪有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发