

中国光伏企业 2010 年第三季度财报解读（三）

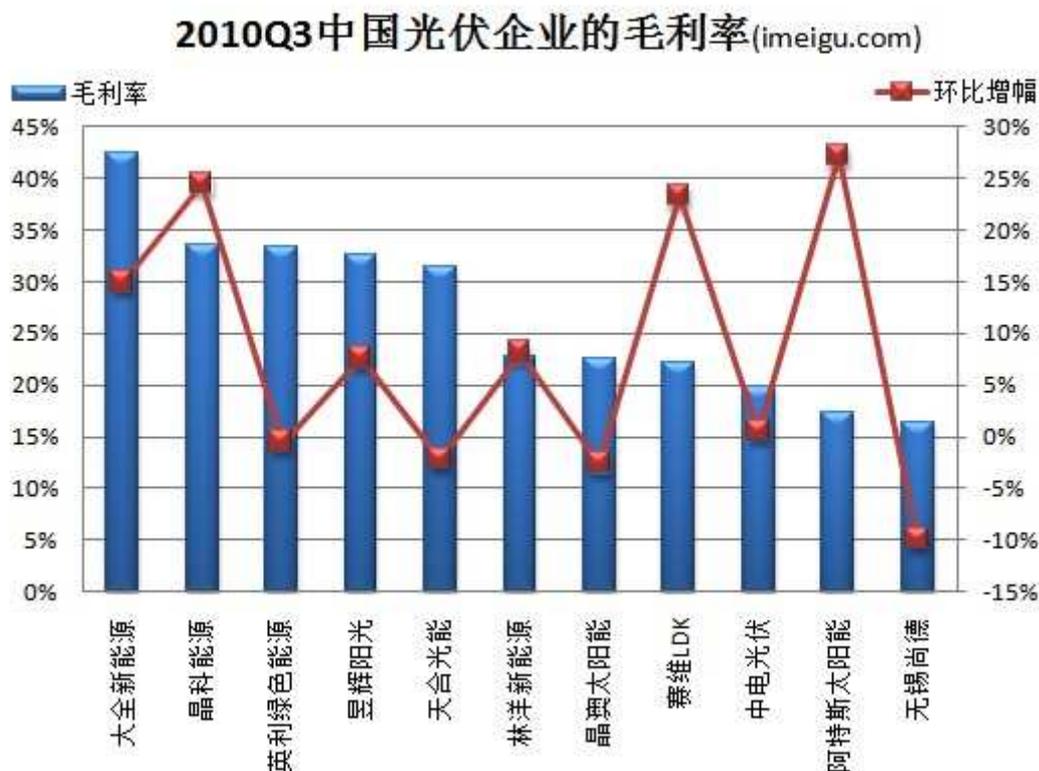
——盈利状况

考察完中国在美上市光伏企业的产销格局和营收构成之后，我们再把目光转到它们的盈利状况上来。

2010Q3中国光伏企业利润率情况汇总(imeigu.com)

公司名称	毛利率		运营利润率		净利率	
	毛利率	环比增幅	运营利率	环比增幅	净利率	环比增幅
大全新能源	42.5%	14.9%	38.0%	21.0%	28.4%	26.8%
晶科能源	33.5%	24.5%	26.4%	58.1%	18.0%	-10.3%
英利绿色能源	33.3%	-0.6%	22.4%	7.2%	16.6%	61.6%
昱辉阳光	32.5%	7.6%	24.1%	15.3%	16.8%	18.3%
天合光能	31.4%	-2.2%	22.2%	-1.3%	16.3%	56.7%
林洋新能源	22.7%	8.1%	17.9%	16.2%	-1.2%	Q2为15.6%
晶澳太阳能	22.5%	-2.6%	18.5%	21.7%	14.2%	73.2%
赛维LDK	22.2%	23.3%	17.7%	27.3%	14.1%	76.3%
中电光伏	19.9%	0.5%	15.5%	2.6%	12.2%	3.8%
阿特斯太阳能	17.3%	27.2%	10.6%	103.8%	5.4%	473.8%
无锡尚德	16.4%	-9.9%	8.4%	Q2为-3.1%	4.5%	Q2为-27.9%

1. 毛利率



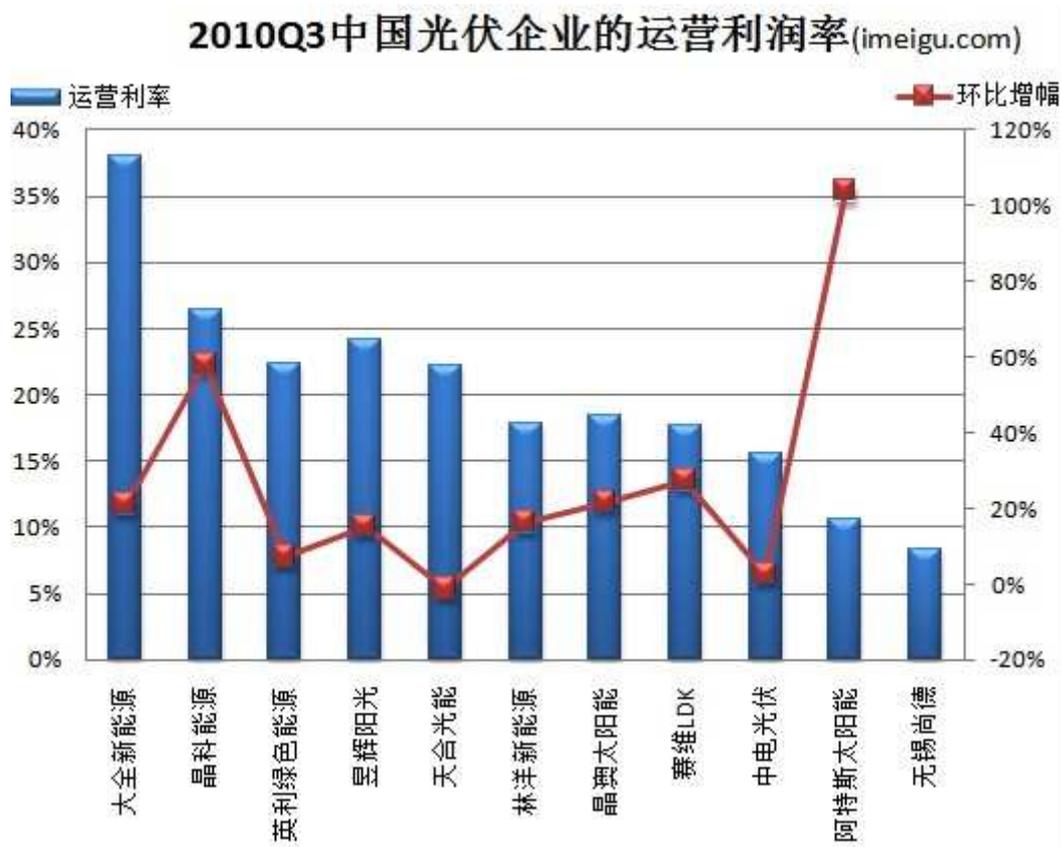
大全新能源的毛利率遥遥领先，这主要得益于今年以来多晶硅材料的供不应求，平均售价有明显上涨。晶科能源、英利绿色能源、昱辉阳光和天合光能处在第二集团，毛利率均在30%以上。其中，英利绿色能源的毛利率在今年第二季度曾居光伏企业的榜首（不包含大全新能源），但在第三季度里受累于光伏组件平均售价的降低，英利的毛利率出现了下滑，被毛利率大幅提升的晶科能源赶超。

处在毛利率高于20%的第三集团的是林洋新能源、晶澳太阳能和赛维LDK。排名末位的则是中电光伏、阿特斯太阳能和无锡尚德，它们的毛利率均低于20%。

第二季度排名倒数第三的无锡尚德，在第三季度不仅毛利率最低，而且环比跌幅也是最大。无锡尚德把这归因于光伏组件平均售价的下滑和晶硅材料边际成本的上升。也许未来将是“技术为王”，但在目前这种“拥硅为王”的局面下，无锡尚德这种过于集中于产业链下游的生产格局制肘了公司的实际产量和盈利能力。

毛利率环比增幅最大的是阿特斯太阳能，达到27.2%。为此，阿特斯太阳能的毛利率也由第二季度的倒数第一（13.6%）增加到第三季度的17.3%，排名上升一位。单位营收中非硅成本的大幅降低成为毛利率上升的主要动力。增幅排名第二的是毛利率成功超越英利的晶科能源，光伏组件均价的上涨和非硅成本的降低共同促成了毛利率的大幅攀升；晶科能源的毛利率同样排名第二，为33.5%。赛维LDK的毛利率环比增幅排名第三，它的毛利率排名因此由之前的倒数第二上升到倒数第四。

2. 运营利润率



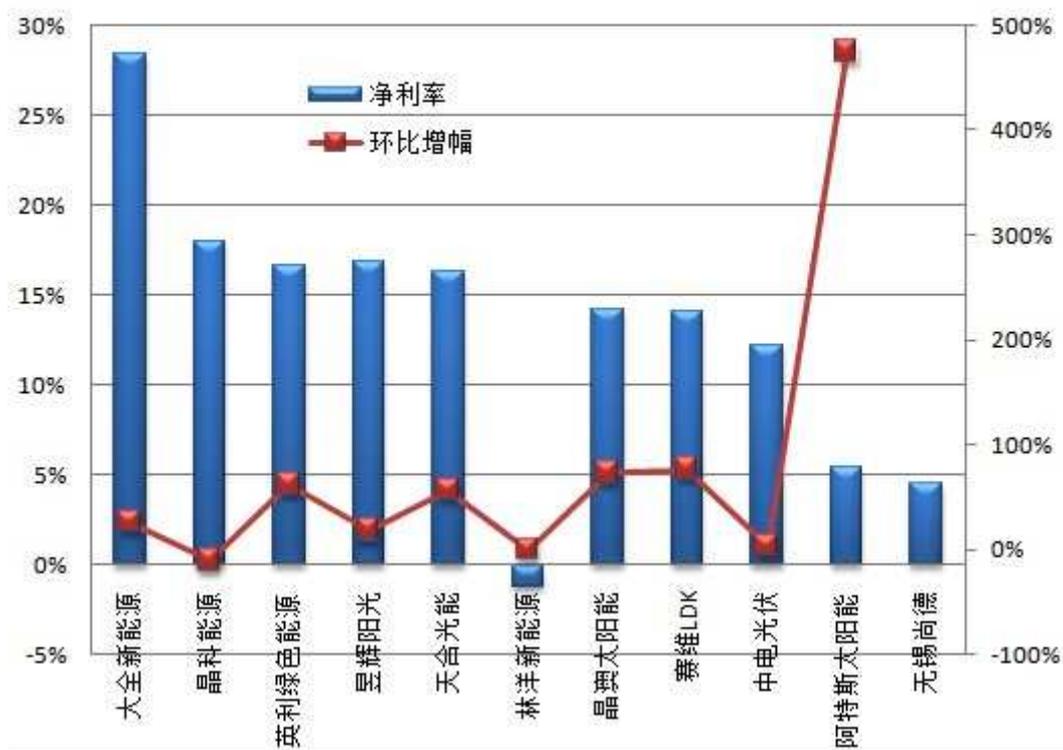
从财报反映的数据来看，大全新能源的运营费用率非常低，仅为净营收的4.5%。加之其高达42.5%的毛利率，大全新能源的运营利润率较之下游的光伏产品供应商优势非常明显。运营费用率的环比上升，导致英利绿色能源的运营利润率被昱辉阳光超过。类似的超越还发生在林洋新能源和晶澳太阳能的身上。

受益于单位营收中运营费用的大幅减少，晶科能源的运营利润率在第三季度有了58.1%的环比增幅，排名第二。随着营收14.8%的环比增长，阿特斯太阳能的运营费用却由此前的2758.7万美元减少到了2529.9万美元，为此带来运营利润率的大幅攀升，使得阿特斯太阳能的环比增幅居首位。由于，无锡尚德第二季度的运营利润为负，我们没有计算它的环比增幅。

仅有天合光能的运营利润率出现环比下降，这主要是因为第三季度天合光能开始在全球范围内大力拓产品销售和市场推广，并为北美总部和欧洲总部雇佣了一批专业人员，增加了当季的运营费用。

3. 净利率

2010Q3中国光伏企业的净利率(imeigu.com)



光伏企业在净利率的排序上基本与运营利润率的排序保持了一致，只有林洋新能源成为例外。今年第三季度，林洋新能源出现了净亏损。这主要是因为公司股价波动导致公司可转换债券的公允价值发生变化，在当季造成 2.792 亿元人民币的非现金损失；另外，衍生工具公允价值变动还带来了 1.08 亿元人民币的损失。

由于运营利润率的传导效应，阿特斯太阳能净利润第三季度的环比增幅达到了 473.84%。11 家企业中，只有晶科能源的净利率出现环比下降，这主要是因为三季度中远期合约的公允价值变动带来 7368.3 万元人民币的损失，二季度该项却是 7460.6 万元人民币的收益。无锡尚德在第二季度为净亏损，没有计算其环比增幅。林洋新能源则是因为第三季出现亏损而没有计算环比增幅。

——每股收益和市盈率

最后，我们考察一下 11 家光伏企业的每股收益（EPS）和市盈率。

1. 每股收益（EPS）

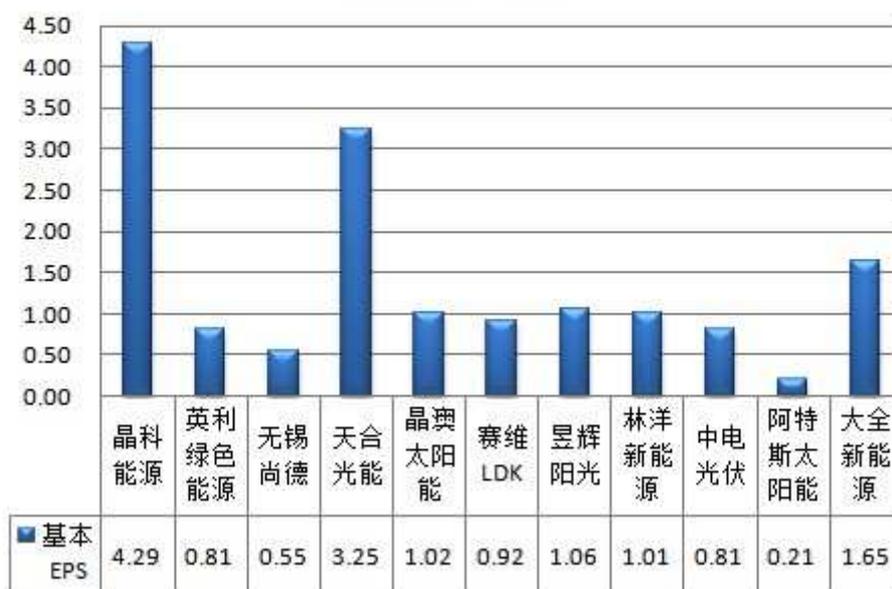
在计算各家企业的每股收益之前，有三点需要说明：

1) 我们采用的是国际上较为通行的 TTM 算法（即 Trailing Twelve Month，最近十二个月）。具体是以最新财季（2010 年第三季度）的截至日 2010 年 9 月 30 日为起点，向前推 12 个月作为每股收益的计算周期；

2) 我们计算的是基本的每股收益（即 Basic EPS）；

我们是基于美国存托股票（ADS），而不是普通股，计算的每股收益。

2010Q3 中国光伏企业每股收益
(imeigu.com)



上表所列数据为 2009 年第四季度到 2010 年第三季度的 12 个月来，各光伏企业的基本每股收益。

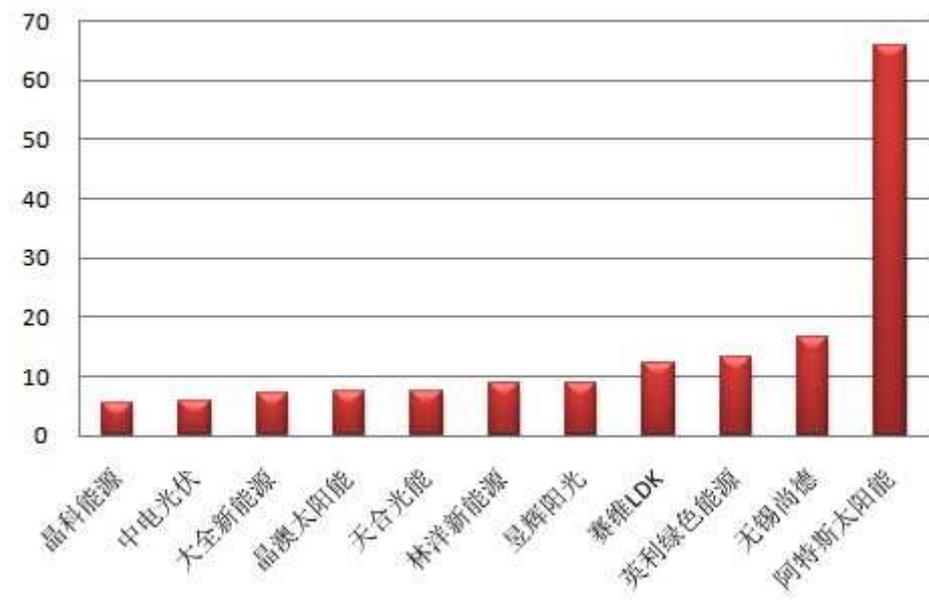
2. 市盈率

中国光伏企业的市盈率 (imeigu.com)

公司名称	市盈率	基本EPS	收盘价 (2010-12-6)
晶科能源	5.52	4.29	23.66
中电光伏	5.68	0.81	4.60
大全新能源	7.03	1.65	11.60
晶澳太阳能	7.42	1.02	7.57
天合光能	7.43	3.25	24.15
林洋新能源	8.81	1.01	8.90
昱辉阳光	8.83	1.06	9.36
赛维LDK	12.23	0.92	11.25
英利绿色能源	13.17	0.81	10.67
无锡尚德	16.44	0.55	9.04
阿特斯太阳能	65.71	0.21	13.80

在计算出各企业的每股收益后，基于2010年12月6日的收盘价，我们计算出了各公司股票的市盈率水平。

2010Q3中国光伏企业的市盈率 (imeigu.com)



晶科能源的市盈率在光伏企业中最底，这至少有两方面的原因：首先，今年第二、第三季度净营收的强劲增长，使得晶科能源每股收益得到了大幅提升；其次，晶科能源的股价在今年11月初创出历史新高后，开始一路震荡走低，截至2010年12月8日收盘，累计跌幅达超过了45%。

大全新能源近期的市盈率约为 7.03 倍，受益于硅材料平均售价的上涨和营收规模的增长，从 2009 年第四季度开始的一年里，该公司一直保持着良好的净利润水平。天合光能目前的市值在这些光伏企业中排名第一，其市盈率约为 7.43 倍，处在中游水平。

总共有 7 家光伏企业的市盈率低于 10 倍，占到总量的 6 成以上。仅有赛维 LDK、英利绿色能源、无锡尚德和阿特斯太阳能的市盈率达到 10 倍以上，其中，无锡尚德和英利绿色能源的市值处在三甲行列。今年二季度，在关停薄膜电池生产项目时确认 0.546 亿美元非现金损失等因素的影响下，无锡尚德净亏损 1.749 亿美元，严重拖累了其每股收益。阿特斯太阳能的市盈率高达 65.7 倍，可谓独树一帜。受累于去年第四季度的大幅亏损，按上述方法计算的阿特斯太阳能的每股收益仅为 0.21 美元，排名最后。