



江苏宏宝 (002071):

五金业务稳中有升, 太阳能电站布局前瞻

绿色能源主题研究报告-光伏

评级: 中性

分析师: 张晓霞 (S0350510120004)

联系人: 谭倩

电话: 0755-83711632

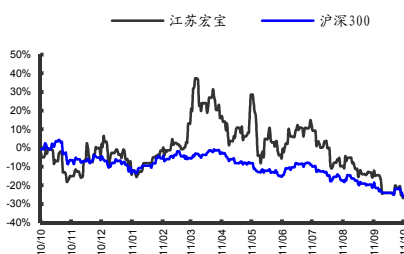
邮件: tanq@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

 是 否

相对沪深300表现



市场数据

2011.10.20

当前价格(元)	8.86
52周价格区间(元)	8.66-17.56
总市值(百万)	1630.42
流通市值(百万)	1596.23
总股本(万股)	18402.00
流通股(万股)	18016.13

财务数据

2011 三季报

毛利率	17.29%
净利率	4.09%
净资产收益率	4.13%
EPS	0.08
BVPS	1.98
资产负债率	50.75%

事件

2011年1-9月公司实现营业收入3.32亿, 同比增加13.82%; 归属上市公司股东净利润1511万。同比下降-4.20%; 基本每股收益0.08元, 同比下降-11.11%。

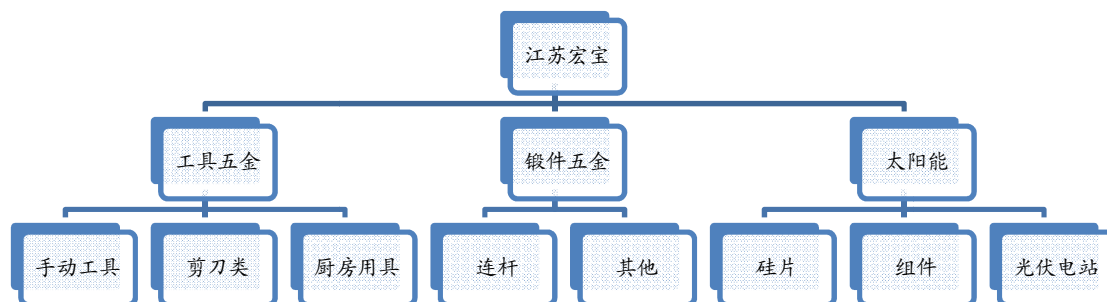
点评

一、五金业务稳中有升, 太阳能投资前期管理费用削减前三季度业绩

江苏宏宝成立于1999年, 长期从事工具五金和锻件五金生产。2006年, 公司成为工具五金行业第一家上市企业。2007年“宏宝”牌商标被认定为“中国驰名商标”。公司的工具五金产品大部分出口, 沃尔玛、丹纳赫、史丹利等世界级五金销售及制造商。在锻件五金制品中, 公司生产的发动机连杆直接或间接供货北京现代等国内众多知名企业。

2010年-2011年, 公司设立江苏宏宝光电科技公司和江苏宏宝光伏系统公司, 分别占53%和60%的股权, 从事太阳能硅片、组件生产和太阳能光伏发电系统的运营, 开启公司的新能源转型。

图 1: 2011 年江苏宏宝主营业务构成

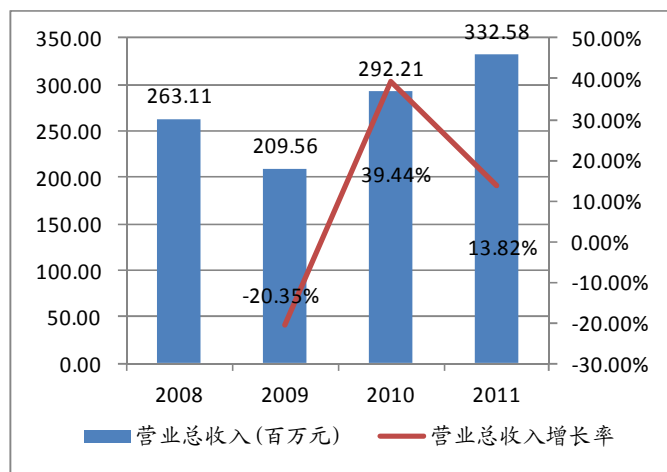


资料来源：国海证券研究所

1、销售收入和毛利润小幅上涨显示五金业务稳中有升

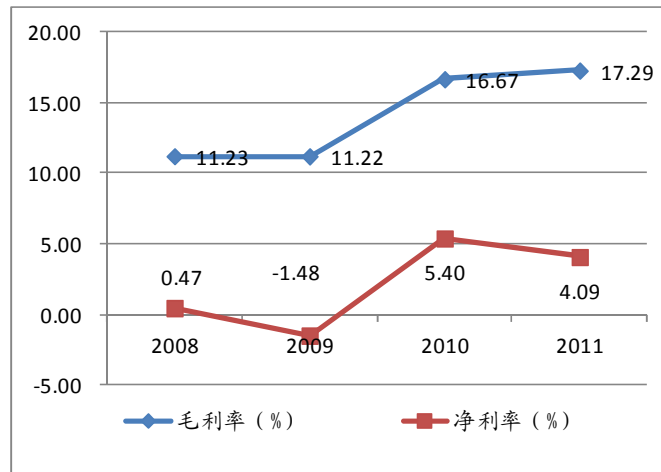
2011 年 1-9 月公司实现营业收入 3.32 亿，同比增加 13.82%；归属上市公司股东净利润 1511 万。同比下降 -4.20%；基本每股收益 0.08 元，同比下降 -11.11%。虽然净利润有所下滑，但营业收入小幅上涨，综合毛利率为 17.29%，相比去年同期上涨 0.62 个百分点，反映公司五金主营业务仍然向好。

图 2: 2008-2011 年每年前三季度的营业收入对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3: 2008-2011 年每年前三季度的利润率对比



资料来源：Wind、国海证券研究所

工具五金业务主要包括为钳子、扳手类产品。2009 年由于金融危机影响，工具五金行业大规模洗牌，目前集中度已有明显提高。公司走品牌和质量路线，定价较高，主要采用出口贴牌销售 (OEM) 为主，供货海外的例如史丹利等世界级五金销售及制造商，经过多年的经营和合作，供销关系稳定。2011 年欧美债务危机重现，公司仍然满负荷生产，暂未出现订单下滑情况。

公司针对国内市场开发的家居厨房类用具产品，定位中高端市场，毛利润率较高达到 30% 以上，但因前期主要采用直销方式，业务拓展进度较慢，未来公司考虑采取直销+代理的多元销售模式。

公司生产的锻件五金—发动机连杆，符合我国内燃机连杆技术标准。公司已成为国内最大的发动机连

杆锻造基地之一。公司也在积极拓展发动机曲轴等其他汽车零部件，逐步形成中高档、多系列、多品种汽车零部件生产格局。

2、太阳能投资前期管理费用削减三季度净利润

2010年起，公司开启新能源转型，分别设立江苏宏宝光电科技公司和江苏宏宝光伏系统公司，从事太阳能硅片、组件生产和太阳能光伏发电系统的运营。上述两个项目在2011年均处于建设周期，暂未贡献营业收入。但是前期公司开办的行政费用已计入了当期管理费用，造成公司管理费用率上升至7.05%。较去年同期上升0.52个百分点，对2011年经营业绩造成负面影响。

此外，因公司经营规模的扩大，为补充流动资金，公司扩大了短期负债，造成财务费用的提升，也是2011年前三季度公司净利润下滑的原因。

表 1: 2008-2011 年每年前三季度的费用率指标对比

成本和费用指标	2008/09/30	2009/09/30	2010/09/30	2011/09/30
销售成本率 (%)	88.77	88.78	83.33	82.71
营业费用/营业总收入 (%)	2.88	2.55	2.33	2.33
管理费用/营业总收入 (%)	6.27	8.81	6.53	7.05
财务费用/营业总收入 (%)	1.59	1.82	1.59	2.50
资产减值损失/营业总收入 (%)	0.09	-0.85	0.00	0.15

资料来源: Wind、国海证券研究所

二、前瞻性布局国内电站运营

2011年8月18日，公司合资设立江苏宏宝光伏系统有限公司，总投资5000万，公司投资3000万，占60%股权，进军光伏电站运营。江苏省内对地面光伏电站补贴为1.4元/度，对屋顶系统补贴为2.4元/度。随着光伏组件价格的下滑，2011年太阳能发电成本骤降30%，在局部地区已小于1元/度。公司在江苏投资光伏电站的收益率或达到14%左右，有望在5年内回收投资。预计光伏电站运营很快将成为公司的“现金牛”。

1、太阳能光伏发电的成本结构

太阳能光伏发电成本(元/KWh)由发电系统每瓦装机的年运营成本和年有效发电小时数共同决定。光伏电站的年有效发电小时数，与电站所在地区的光照资源有关，全年发电平均发电从1200-1800小时不等。

$$\text{光伏发电成本 (元/KWh)} = \text{每瓦装机的年运营成本} * 1000 / \text{年有效发电小时数}$$

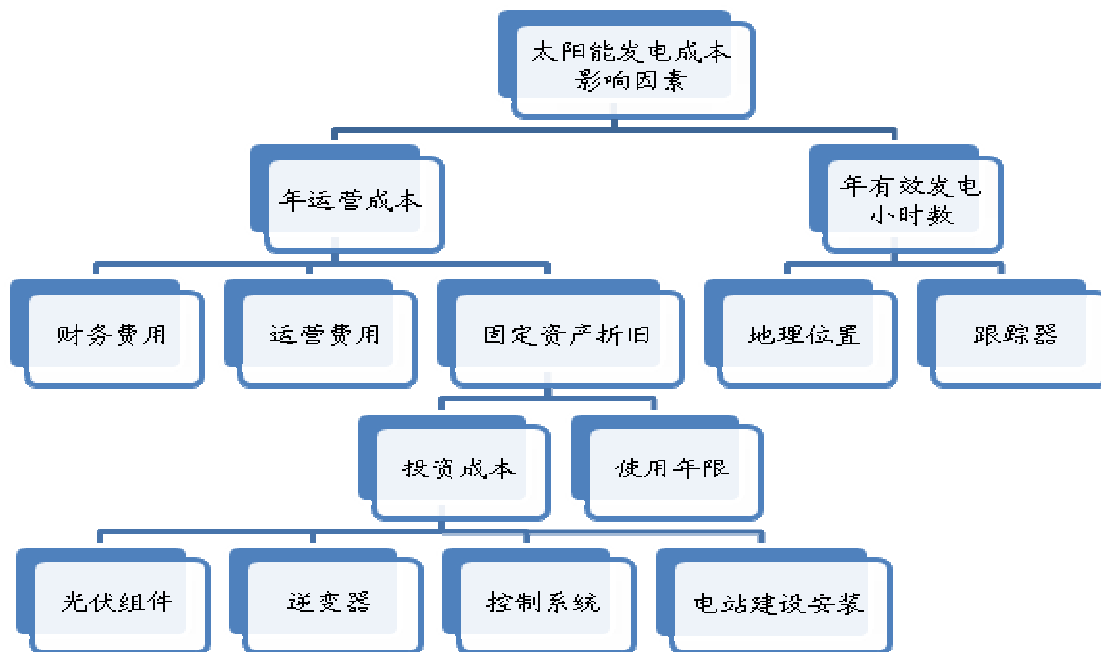
光伏发电的运营成本主要包括固定资产折旧，财务费用、工资和维修等运营费用。其中电站员工的工资和维护成本相对较少，主要以固定资产折旧和财务费用为主。

$$\text{运营成本} = \text{固定资产折旧} + \text{财务费用} + \text{运营费用 (工资、维护费用等)}$$

折旧即指电站建设的投资成本平摊到使用年限的上，目前光伏电站一般使用年限为20-25年。电站建设的投资成本主要包括光伏组件、逆变器、控制系统、电站的建设安装(土地、支架)等，而光伏组件占投资成本的50%-60%。

$$\text{投资成本} = \text{光伏组件} + \text{逆变器} + \text{控制系统} + \text{建设安装 (土地、支架等)}$$

图 4：中国主要的光伏补贴政策



资料来源：国海证券研究所

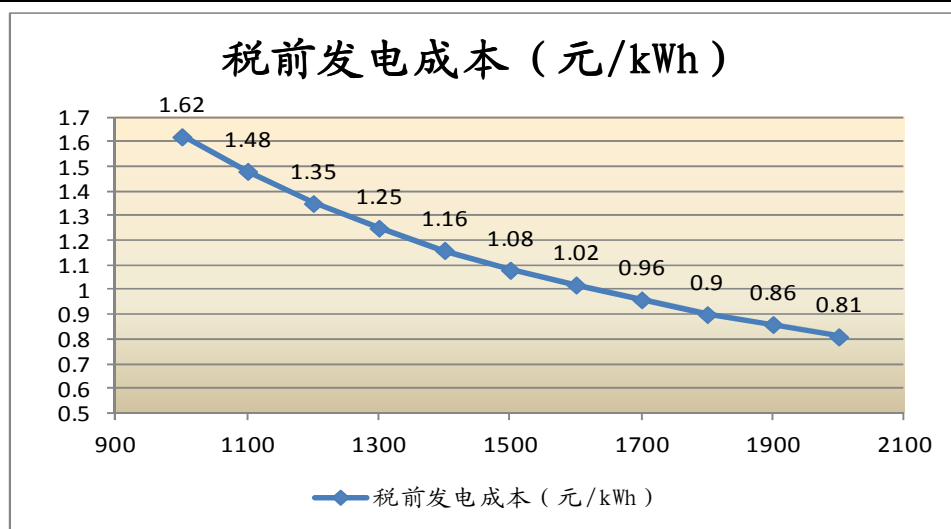
2、电站运营盈利能力差别大，“圈地”还需把握先动优势

一般来说，组件、逆变器等核心发电设备的采购价格区别不大，各电站间发电成本的差异主要来自：

- 1) 电站地理位置决定的光照条件差异；
- 2) 运营商获得的土地、税收等优惠政策的不同；
- 3) 运营商融资结构的不同。

根据国海证券太阳能发电成本测算模型，以目前组件和逆变器的市价，年有效发电小时为 1700 小时，计算的发电成本约 0.96 元/kWh，以 1300 小时计算的税前发电成本约 1.25 元/kWh。

图 5：不同光照条件下光伏税前发电成本测算

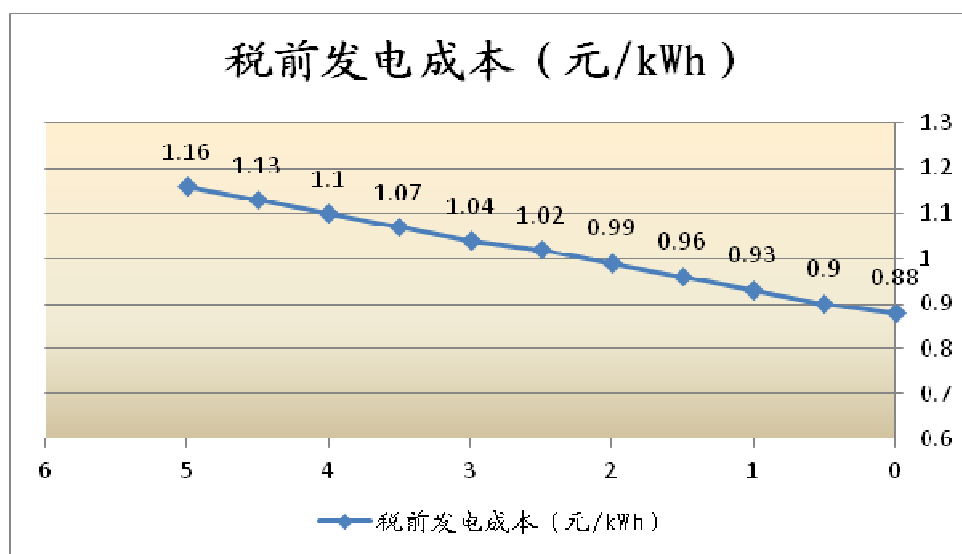


资料来源：国海证券研究所（建安成本假设 2.5 元/W）

以全国统一的 1.15 元的上网电价推算仅西部的西藏、内蒙古、青海和宁夏 4 省可以盈利。鉴于东西部差异，不少地区为激励太阳能装机，制定了区内的差别化电价。例如，早在全国统一上网电价之前，青海省实施的 930 计划，给予 2011 年 9 月 30 日前并网的光伏电站 1.15 元的电价；山东省也提出地面光伏并网电站 2010 年投产的补贴电价为 1.7 元/千瓦时，2011 年投产的电价为 1.4 元/千瓦时，2012 年投产的电价为 1.2 元/千瓦时；而江苏省 2011 年上网电价为 1.4 元，屋顶电站达到 2.4 元。

发电成本测算模型中的建设安装费用，因各电站运营商的个体差异存在较大区别。同样以 1600 年有效发电小时数计算，土地和建安成本为 1.5 元/W 时，税前发电成本约 0.96 元；而当土地和建安成本分别为 4.5 元/W 时，税前发电成本为 1.13 元。可见电站运营商能否获得优惠的土地等建安成本对其收益率影响很大。

图 6：不同建安成本下光伏税前发电成本测算



资料来源：国海证券研究所（年发电小时数假设 1600 小时）

此外，运营商的财务结构也对发电成本和收益率构成较大影响，高负债率提高财务费用，但其杠杆作用也有助于提高投资回报率，其影响相对复杂。

综上，在全国统一的上网电价下，运营电站能否盈利还看个体情况，大规模盈利时机尚未成熟。整体来说，西部地区的内部收益率高于东部；江苏等部分地区内的差别化电价有望提高电站运营的收益率。同时，企业能否获得廉价土地和优惠税率也是重要影响因素。短期内，运营电站可盈利的区域有限，运营商“圈地”还需把握先动优势。

江苏宏宝在江苏省内投资光伏电站，可能获得屋顶电站 2.4 元/度的上网电价，其投资回报率非常可观。

三、太阳能硅片盈利能力不确定性较大

2010 年 11 月，公司与其他股东投资设立了控股子公司江苏宏宝光电科技有限公司，实施“年产 300MW 太阳能晶体硅片及 100MW 组件项目”。预计硅片项目在 2011 年底建成并投入运营，但鉴于组件的销售需要获得 TUL、CE 等国际认证，公司可能需待硅片项目稳定运行后再逐步建设下游组件产能。

2011年3月以来,在欧洲需求萎缩和国内大量产能逐步释放的双重压力下,光伏产业面临产能相对过剩的情况。行业有待大规模洗牌,产业链全线产品都出现了30%-40%的价格下降。9月后,产品价格下降幅度有加速的趋势。如果没有政策送暖,光伏行业在中短期内仍将处于调整之中。

图7:多晶硅片价格走势

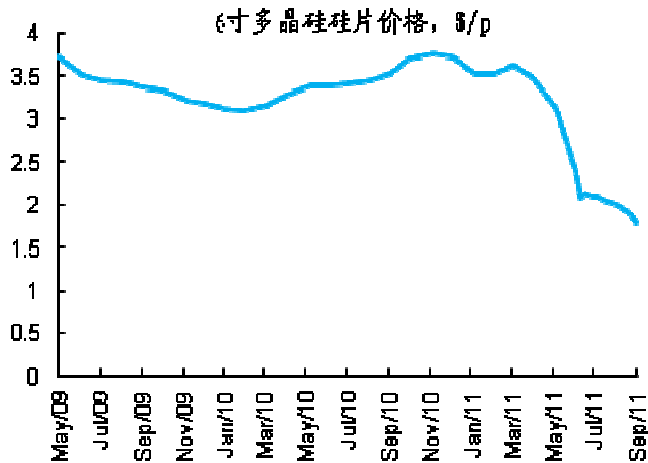
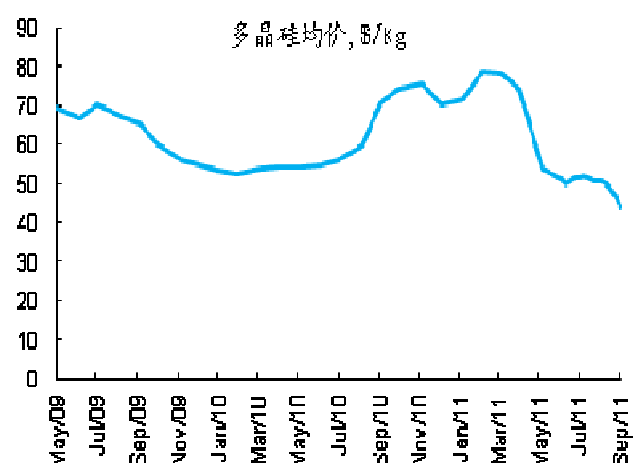


图8:多晶硅价格走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

硅片行业的平均毛利润率从年初的20%下滑至10%左右,目前硅片企业净利润仅约1%-3%。如果硅片价格持续下滑,部分硅片企业可能面临亏损。但即使停产,企业仍需承担项目投资的财务费用和设备折旧。以硅片0.55美元/W的市场价格测算,300MW硅片对应的销售收入将达到10亿左右,相对于公司目前仅几亿的销售收入来说影响较大。因此硅片价格波动下,公司盈利能力不确定性较大。

四、盈利预测

以较中性态度假设2012-2013年硅片价格每年再降15%,但多晶硅原材料成本的同时下降能够使公司硅片业务保持约10%左右的毛利润率,对公司的盈利预测进行调整。预计公司2011-2013年的EPS分别为0.11元、0.31元、0.55元,对应估值分别为80倍、28倍、16倍。因硅片价格波动,公司盈利能力不确定性较大,短期内公司估值较高,给予“中性”评级。

表2: 盈利预测(百万元)

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	347.43	305.22	402.74	464.49	1,615.08	2,240.73
减: 营业成本	313.61	262.99	338.47	385.35	1,409.50	1,961.34
营业税金及附加	1.43	1.68	1.67	1.58	4.11	5.59
销售费用	10.79	8.79	9.93	10.22	33.92	44.81
管理费用	23.19	21.77	22.13	32.09	40.12	48.14
财务费用	6.03	5.21	6.87	10.22	35.53	40.33
资产减值损失	4.09	2.54	0.02	0.65	0.88	1.05
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

投资收益	0.24	0.27	0.81	0.00	0.00	0.00
其中：联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-11.46	2.52	24.46	24.37	91.03	139.45
加：营业外收入	4.03	1.90	1.64	2.63	3.28	3.61
减：营业外支出	0.42	0.31	0.93	1.30	1.56	1.71
三、利润总额	-7.86	4.10	25.18	25.70	92.76	141.35
减：所得税费用	0.58	2.24	4.75	6.43	23.19	21.20
四、净利润	-8.44	1.86	20.42	19.28	69.57	120.15
归属母公司净利润	-8.48	1.86	20.57	19.46	57.29	101.91
少数股东损益与调整	0.05	0.00	-0.15	-0.18	12.28	18.24
五、总股本(百万股)	122.68	122.68	184.02	184.02	184.02	184.02
EPS(元)	-0.07	0.02	0.11	0.11	0.31	0.55

资料来源：国海证券研究所

投资风险

1. 光伏项目建设进度低于预期
2. 光伏政策出现利空
3. 欧美债务危机升级，公司工具五金产品出口订单下降

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。