

阳光电源 (300274.) 太阳能行业

新股研究

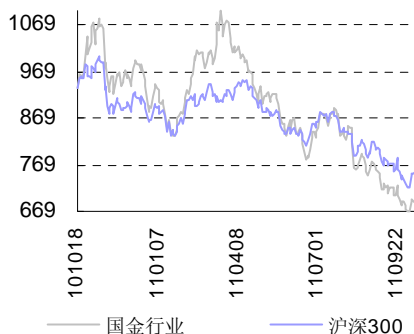
新能源接入的领航者

询价价格(人民币): 30.00-33.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	44.80
发行 A 股数量(百万股)	44.80
总股本(百万股)	134.40
国金太阳能指数	684.65
沪深 300 指数	2666.95



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.174	1.101	1.012	1.499	2.080
每股净资产(元)	4.94	2.92	10.56	12.06	14.14
每股经营性现金流(元)	0.77	1.65	0.62	1.19	1.64
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	81.00	73.76	56.88	56.88	56.88
净利润增长率(%)	328.87%	320.37%	22.47%	48.19%	38.72%
净资产收益率(%)	23.76%	37.69%	9.58%	12.43%	14.71%
总股本(百万股)	30.00	134.40	179.20	179.20	179.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司为国内最大的光伏逆变器制造企业, 定位于新能源接入的行业龙头: 2010年逆变器销售占比达92%, 国内市场份额达到43%, 大幅领先于竞争对手。公司今年收入规模有望进入全球前十的行列。但国内市场仍然是公司主要的收入来源, 我们预计今明两年公司国内销售占比将达80%+;
- 国内光伏装机需求爆发是公司收入增长的主要推力: 标杆电价政策公布后光伏电站项目的主流审批形式将由“特许权招标制”向“核准制”转换。在此刺激下, 中国未来两年光伏装机将进入快速增长期。类比风电经验, 在初始阶段的圈地冲动将超过对电网接入的关注。所以我们判断在基数较小的情况下, 明后两年国内光伏装机将翻番增长, 明年装机有望达2.4-3GW。而以国内消化为主的国产逆变器企业将全面受益于行业爆发增长;
- 逆变器品牌体现在产品可靠性/转化效率/持续创新能力上: 在行业进入者数量快速增加的逆变器市场, 公司产品保持了20%左右的品牌溢价。反映客户对产品品质和性价比的认可。我们认为光伏逆变器仍然是处于不断改良和优化的阶段, 一味通过技术抄袭的山寨模式是很难形成核心竞争力的。而公司持续的研发投入和对新能源接入技术的深刻理解是公司得以保持持续的竞争力的重要原因;
- 逆变器价格下跌将一定程度对毛利率产生冲击, 但规模效应和技术优势的提升将延缓毛利率的下滑, 考虑到光伏逆变器仍然是处于研发阶段的电力电子产品, 需要一定的毛利率作为研发成本的支撑, 我们认为毛利率将不会如风电整机和光伏组件那样大幅收缩。同时上市扩产后规模效应的提升和产品性能的改进也将有助于缓解毛利率压力。我们判断在明年逆变器价格下降15%的情况下, 毛利率仅有2个百分点左右的下滑;

价值评估与投资建议

- 根据测算, 我们预计公司2011-2013年净利润将达到1.8亿, 2.7亿和3.7亿, 复合增长率为36%, 折合EPS为1.01, 1.50和2.08元;
- 比较行业平均估值, 结合公司的产业地位, 我们建议申购的估值区间为30-33倍P/E, 对应价格区间为30-33元;

风险提示

- 中国市场装机预测和逆变器价格是我们预测的两大重要假设;
- 大盘系统性风险, 引起估值下调。

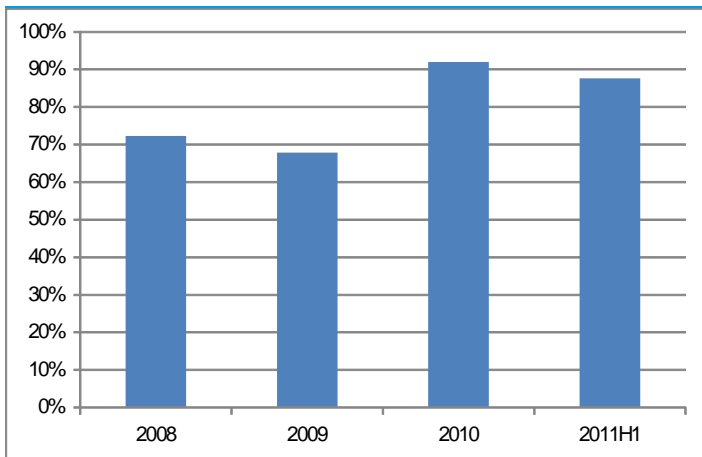
张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

盈利预测

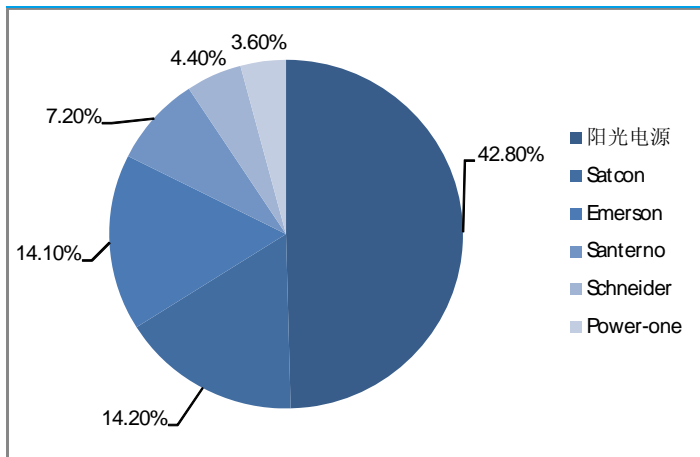
- 光伏逆变器的国内需求是公司主要的收入和利润来源。2010 年光伏逆变器的收入占比达到 92%。同时公司在光伏逆变器业务上处于国内行业领导者的地位。市场占有率保持在 42%以上的水平。

图表1: 光伏逆变器销售收入占比



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表2: 公司光伏逆变器市场份额



- 我们认为对公司业绩预测关键点在把握两点预测: **1.是对明年光伏装机容量的预测; 2 是对于光伏逆变器价格预测。**前者将影响公司销售收入, 后者将影响收入和毛利率。
- **对行业需求的判断:** 我们认为国内光伏产业需求的爆发是公司收入扩张的主要原动力。我们预计在标杆电价明确后, 行业 2011-13 年复合增长率将达到接近 80%。
- **逆变器价格预计下降幅度在 10-15%:** 由于进入者增多使得竞争加剧, 逆变器价格将出现一定幅度的下滑, 加之公司市场份额较高, 存在一定被稀释的可能。但是我们看好公司持续研发投入和对行业技术趋势的深刻认识。公司产品也将由于性能领先获得一定溢价。
- **预计毛利率下降 2 个百分点:** 从 2009-2010 年历史规模和单位成本下降估算, 500%的规模扩张将带来 30%的单位成本下降。考虑到公司上市融资扩产后成本优势进一步显现, 我们在假设单位价格下降 15%的情况下, 预计毛利率下滑空间将控制在 2 个百分点左右。

图表3: 对公司光伏逆变器市场占有率和销售结构的预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国光伏装机容量	45,000	100,000	308,311	1,350,000	2,600,000	4,500,000
公司国内市场占有率	50%	49%	42%	40%	39%	37%
出口销售 (KW)	7,128	4,471	213,531	135,000	253,500	416,250
出口销售比例	24%	8%	62%	20%	20%	20%
国内销售 (KW)	22,485	48,950	129,491	540,000	1,014,000	1,665,000
国内销售比例	76%	92%	38%	80%	80%	80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

图表4: 模型和假设如下

项 目	2008	2009	2010	2011E
光伏逆变器				
公司销量 (KW)	29,613	53,421	343,022	675,000
增长率 (YOY)		80%	542%	97%
平均售价 (元/KW)	2451.77	2289.75	1605.47	1155.94
增长率 (YOY)		-7%	-30%	-28%
销售收入 (百万元)	72.60	122.32	550.71	780.26
增长率 (YOY)		68%	350%	42%
毛利率	47.3%	50.7%	50.8%	47.0%
销售成本 (百万元)	38.26	60.35	270.90	413.54
毛利 (百万元)	34.34	61.97	279.82	366.72
增长率 (YOY)		80%	352%	31%
占总销售额比重	72.27%	67.85%	91.96%	92.89%
占主营业务利润比重	72%	69%	94%	95%
风能变流器				
销售收入 (百万元)	3.24	45.61	43.32	54.62
增长率 (YOY)		1306.38%	-5.02%	26.10%
毛利率	55.81%	49.65%	37.63%	30.00%
销售成本 (百万元)	1.43	22.96	27.02	38.24
毛利 (百万元)	1.81	22.64	16.30	16.39
占总销售额比重	3.23%	25.30%	7.23%	6.50%
占主营业务利润比重	3.78%	25.37%	5.46%	4.25%
电力电源				
销售收入 (百万元)	24.06	11.88	4.11	4.32
增长率 (YOY)		-50.61%	-65.39%	5.00%
销售成本 (百万元)	12.77	7.24	2.30	2.50
毛利 (百万元)	11.29	4.64	1.81	1.81
占总销售额比重	23.95%	6.59%	0.69%	0.51%
占主营业务利润比重	23.54%	5.20%	0.61%	0.47%
其他				
销售收入 (百万元)	0.55	0.46	0.69	0.79
毛利率	90.91%	1.43%	60.51%	50.00%
销售成本 (百万元)	0.05	0.46	0.27	0.40
毛利 (百万元)	0.50	0.01	0.42	0.40
占总销售额比重	0.55%	0.26%	0.12%	0.09%
占主营业务利润比重	1.05%	0.01%	0.14%	0.10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值和投资建议

- 根据测算, 我们预计公司 2011-2013 年净利润将达到 1.8 亿, 2.7 亿和 3.7 亿, 复合增长率为 36%。折合 EPS 为 1.01, 1.50 和 2.08 元。
- 公司主营业务为光伏逆变器。通过比较行业内其他涉足逆变器制造的公司估值水平, 同时考虑到公司的行业地位, 我们认为公司的估值中枢在 32 倍 PE。由于行业内公司的估值水平差异较大, 所以我们考虑到上市认购的 +/-10% 的波动区间, 建议认购的估值为 30~33 倍, 对应价格为 30-33 元。

图表5: 估值参考和比较

代码	公司简称	股价 10.18	EPS			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
光伏逆变器可比公司								
002518	科士达	25.07	0.69	0.95	1.38	36	26	18
300124	汇川技术	67.62	1.02	1.67	2.41	66	40	28
000400	许继电气	22.80	0.39	0.53	0.68	58	43	34
002335	科华恒盛	19.75	0.59	0.72	0.94	33	27	21
002121	科陆电子	11.10	0.33	0.55	0.77	34	20	14
002334	英威腾	39.09	0.95	1.10	1.80	41	36	22
平均						45	32	23
电力电子可比公司								
300048	合康变频	18.35	0.41	0.70	1.06	45	26	17
002123	荣信股份	18.67	0.53	0.69	0.89	35	27	21
300040	九洲电气	12.64	0.38	0.58	0.76	33	22	17
002169	智光电气	9.30	0.15	0.27	0.41	62	34	23
002527	新时达	19.35	0.4	0.61	0.82	48	32	24
平均						45	28	20
电力设备可比公司								
601616	广电电气	14.32	0.39	0.56	0.78	37	26	18
002298	鑫龙电器	14.00	0.26	0.39	0.60	54	36	23
002358	森源电气	20.66	0.41	0.66	0.98	50	31	21
平均						47	31	21

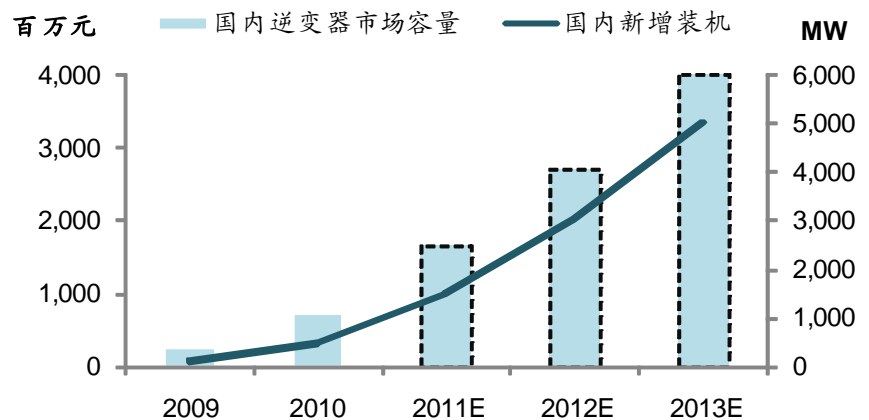
来源: 国金证券研究所

打造中国新能源接入领域的王者

逆变器行业爆发是公司成长的主要逻辑

- 在标杆电价落实后, 并网光伏发电发展有望高峰期: 风力发电在标杆电价政策明确之后, 连续 5 年实现翻番式增长, 中国的光伏发电市场在正式拥有了自己的“上网电价”政策之后, 复制这种井喷式发展将是大概率事件。
- 我们认为在国内需求的爆发中, 逆变器是行业属性最好的子环节, 主要原因是逆变器的下游绝大部分来自于国内市场, 出口量较小, 所以并不会像组件一样受到欧债危机的影响。在光伏产业链中, 对于国内需求的弹性最大。
- 我们预计逆变器行业今明两年的出货量有望实现 100% 的复合增长。而公司作为国内主要的逆变器制造绝对龙头企业, 也将进入快速增长期。

图表6: 国内光伏新增装机增长情况及对应逆变器市场容量



来源: 国金证券研究所

立足光伏逆变器，成为新能源接入的龙头

- 我们认为公司的行业地位、技术优势和专注度有望使得其成为中国新能源接入的龙头企业。
- 新能源接入是新能源技术和电力电子技术的结合点。目前行业仍处于摸索的过程中。由于公司介入光伏逆变器时间较早，具备明显的先发优势，在太阳能光伏逆变器产品市场占有率多年来稳居国内市场第一位。同时公司也是国内拥有自主知识产权的风能变流器生产企业之一。

图表7: 主要公司产品

产品类别		产品名称	功能与应用
光伏逆变器	电站型	30KW~630KW 光伏逆变器	适用于大中型太阳能光伏电站
	组串型	1.5KW~30KW 光伏逆变器	适用于与建筑物结合的太阳能光伏发电系统
风能变流器	双馈型	1.5MW、2MW、3MW 风能变流器	与双馈式风电机组配套，应用于风力发电场
	全功率型	850KW、1.5MW、2MW、2.5MW 风能变流器	与直驱、半直驱等类型风电机组配套，应用于风力发电场

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 定位于中国新能源接入领域的龙头：目前的产品包括用于解决光伏和风电接入的光伏逆变器和风电变流器。同时公司在储能双向逆变器、抽水蓄能变流器等方面都已具备技术储备。

图表8: 10MW 双馈变流器组成的双馈水泵系统



来源：公司网站，国金证券研究所

图表9: 储能双向逆变器



- 从公司募投项目来看，光伏逆变器仍然是核心产品。本次募集资金计划投资约 2 亿元。逆变器产能计划扩张 3 倍至 150 万千瓦。另外提升技术、建设营销网络也是公司募投的重要方向。

图表10: 公司募投项目

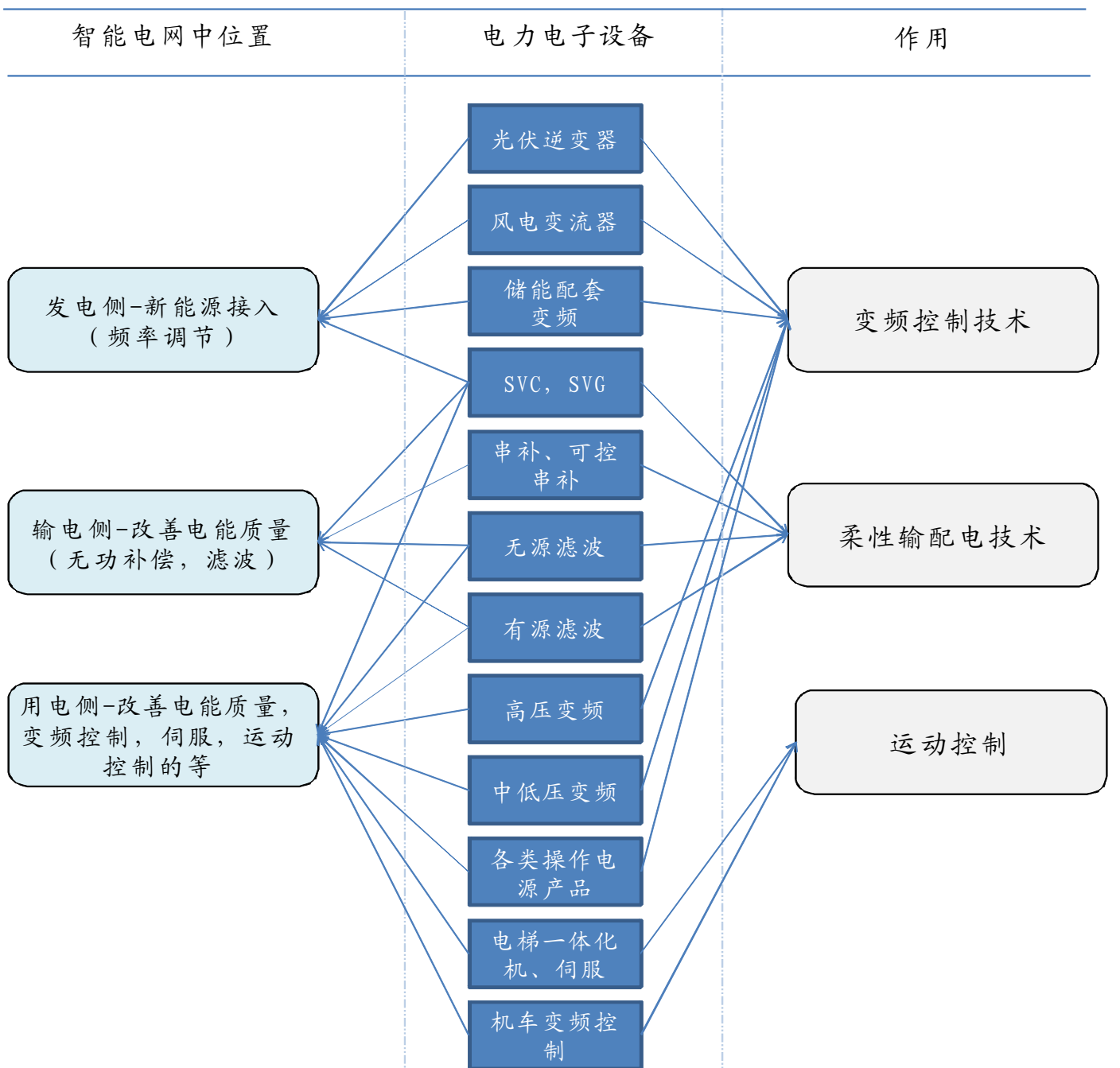
序号	项目名称	项目内容	建设期	募集资金使用计划 (万元)		
				第一年	第二年	合计
1	年产100万千瓦太阳能光伏逆变器项目	将光伏逆变器产能从目前50万千瓦提升至150万千瓦	24个月	10649	9736	20385
2	研发中心建设项目	新建研发综合楼和试制车间共15,616m ² , 提升光伏逆变器和风能变流器的研发能力	18个月	5828	3138	8965
3	全球营销及服务平台建设	国内新设10个办事处, 海外扩充并新建7个办事处和一个欧洲服务中心, 提升公司营销服务能力	12个月	3285	-	3285
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	增加营运资金, 增强公司综合竞争力和抗风险能力	-	-	-	-
		合计	-	19762	12873	32635

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

接入是新能源发电的核心环节, 蕴含着巨大的投资机会和行业空间

- **接入设备是智能电网发电侧的核心环节:** 从新能源的发电属性来看, 不稳定性和不可预测性是新能源面临的主要问题。所以新能源发电必须通过电力电子方式进行变换形成频率和电压稳定的交流电方可被电网消纳。从这个角度来看, 虽然电力电子变换的相关设备比如光伏逆变器、风电变流器占比电站价值不大, 但是却是新能源接入最为核心的部分。
- **新能源接入设备的品质将影响电站经济性:** 从光伏逆变器来看, 转化效率是主要的性能指标, 而转化效率高直接影响了光伏电站的发电效率。风电变流器的稳定工作和效率也直接影响到整机的利用小时。
- 从各个环节来看, 解决接入的电力电子设备运用领域广泛, 比如风力发电需要配置风电变流器, 光伏上需要光伏逆变器, 储能需要配置储能双向逆变器, 抽水蓄能需要配置变流设备等。这些技术虽然有不同的侧重, 结构和设计也有所不同, 但是从技术上来看都是基于电力电子的控制。我们认为这都有可能将成为公司未来可能介入的产品领域。

图表11: 电力电子产品在智能电网中的运用



来源: 国金证券研究所

市场对光伏逆变器质疑和我们的不同看法

国内光伏装机持续爆发带动逆变器需求是逆变器的主要逻辑

- 在标杆电价明确后, 国内光伏装机将进入全面启动期: 标杆电价政策的发布可以认为是对发改委此前提出的“2015/2020年10GW/50GW”光伏装机目标的政策配套。在此政策的刺激下, 中国光伏安装市场有望正式启动, 光伏电站项目的主流审批形式也将由“特许权招标制”逐渐向“核准制”过渡。
- 从国外来看, 欧洲光伏市场的启动源自于德国 2000 年率先推出的可再生能源法案;

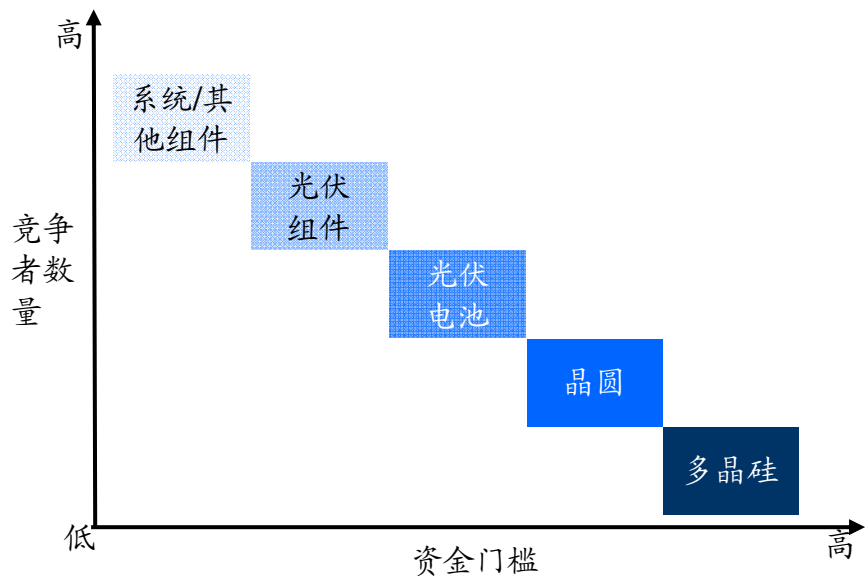
- 从国内来看，自我国 2007 年推出风力发电标杆上网电价以后，风电的年新增装机量连续三年实现翻番增长；
- 我们认为在电价确定的底线，各地处于自身要求将陆续出台各自对光伏的支持政策，有望成为推动需求逐步超预期的诱因。我们预计 2011-2015 年光伏电站行业将进入持续超预期的快速增长期。
- 更长远来看，分布式接入将带动逆变器的更大的增长空间：从长远发展来看，就地消纳的分布式接入方式将是光伏发展最为经济的选择。根据欧洲和美国的经验来看，分布式已经成为了光伏主要的发电模式。而此模式短期在中国受到下游垄断和行业政策限制（输配电价不分离，缺乏电力交易机制的问题）。但是我们也欣喜的看到分布式发电的市场环境正在逐步改善。从政策层面来看，4 部委日前联合下发《关于发展天然气分布式能源的指导意见》，提出推动分布式天然气发电。我们认为随着决策层面对分布式发电的重要性的认识程度的提升，未来分布式光伏的行业空间也将逐步打开。

但我们也看到市场对逆变器行业的各方面质疑，包括以下几方面，我们将一一阐述我们的看法。

市场质疑 1：壁垒低，谁都能做？

- 逆变器行业属于电气产品设计与组装，对于已经有多年技术积累的国内电力电子企业来说，逆变器技术方面的进入壁垒一般，且加工设备所需先期投资较少，所以进入市场资金门槛也相对较低。
- 国内不少企业通过 copy 等山寨方式发展出了自己的光伏逆变器。但是从运行效果来看，其逆变效率和整体的稳定性以及服务水平频频受到质疑。造成客户电厂非计划停机的事件也不胜枚举。

图表 12：光伏产业链不同环节资金门槛与竞争程度比较



来源：国金证券研究所

我们认为光伏逆变器的进入容易，做好难-研发投入是关键

- 从表象上来看，全球市场集中度持续提高，反映了逆变器壁垒并不低：根据 IMS 的研究数据显示，从进四年来全球光伏逆变器市场格局的变化情况看，前十五大供应商的市场份额从 2007 年的 76% 逐年提升至 2010 年的 83%，呈现出市场集中度不断提高的趋势。

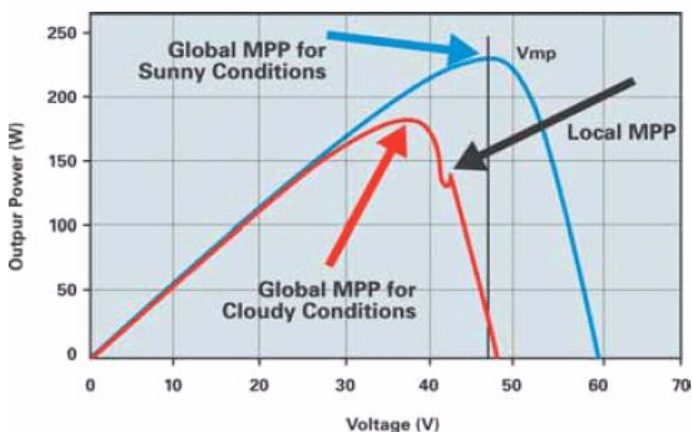
图表13: 光伏逆变器全球市场格局: 集中度逐渐提高

公司名称	2007	2008	2009	2010	2010/2009 变化
1 SMA	29.6%	31.3%	37.5%	31.4%	-6.1%
2 Power-One	1.5%	2.7%	4.5%	10.5%	6.0%
3 Fronius	7.9%	9.1%	9.4%	6.2%	-3.2%
4 Kaco	5.7%	7.8%	6.8%	5.5%	-1.3%
5 Refu Elektronik	<2%	<2%	2.4%	3.3%	0.9%
6 Siemens	3.1%	4.7%	<2%	3.2%	1.5%
7 Danfoss	<2%	<2%	2.2%	3.2%	1.0%
8 Sputnik	5.7%	4.5%	4.2%	3.1%	-1.1%
9 Schneider Electric	6.2%	5.3%	3.1%	2.7%	-0.4%
10 Elettronica Santerno	<2%	2.3%	<2%	2.5%	0.8%
11 Mastervolt	2.2%	<2%	<2%	2.4%	0.7%
12 Ingeteam	9.5%	6.8%	2.7%	2.4%	-0.3%
13 Satcon	1.7%	1.5%	<2%	2.3%	0.9%
14 Sungrow 阳光电源	<2%	<2%	<2%	2.3%	1.6%
15 Diehl	<2%	<2%	<2%	2.1%	0.7%
Others	24.1%	19.3%	18.5%	16.9%	-1.6%

来源: IMS, 国金证券研究所

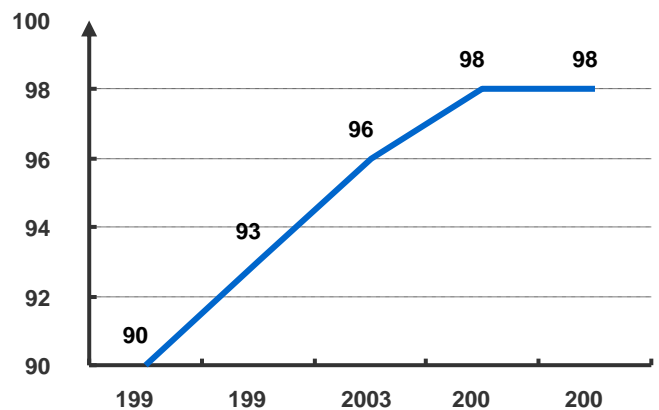
- **技术壁垒重点在于可靠性和运行效率:** 光伏逆变器是实现光电转化的关键媒介。虽然其成本占据逆变器比例仅为 10%，但是如果逆变器出现故障整体光伏电站的利用小时数就会大大折扣。同时逆变器需要长时期在各种复杂气候条件下运行，在高原条件等设计上需要对绝缘和散热等环节进行特殊设计，需要基于长期经验基础上获得。从运行上来看，逆变器的效率不仅仅是运行时的逆变效率，投入运行时间也是一个较为关键的指标。不同厂商的逆变器在运行效率上还是存在不小的差异。
 - 衡量逆变器的总效率的方法是：**总效率 = 转换效率 × 动态跟踪效率**。首先，逆变器并不是理想电子元件，输出功率总是小于输入功率的。输出功率与输入功率间比值称为转换效率，是衡量逆变器技术水平的基本指标。
 - 国际上德国 SMA 公司技术最为领先，其产品平均转换效率已达 98%，而国内领先的合肥阳光产品平均转换效率可达 96% 左右。

图表 14: 不同光照条件下光伏系统电压 vs. 电流图



来源: Navigant Consulting, 国金证券研究所

图表15: SMA 逆变器转换效率发展



来源: SMA, 国金证券研究所

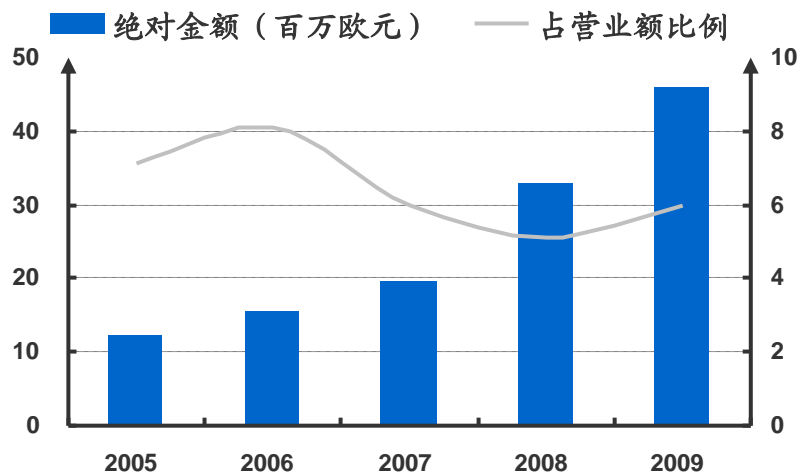
图表16: 光伏逆变器的发展历程

	第一代	第二代	第三代	下一代
年代	2002~2003	2004~2007	2008~2010	2011~2013
功率器件	小功率IGBT、MOSFET	第三代IGBT	第四代、第五代 IGBT SIC器件	SIC器件 其他新型电力电子器件
电容器件	电解电容	电解电容	电解电容、膜电容	膜电容
处理器	单片机（96系列）	DSP24系列	DSP28系列	DSP28+FPGA
最大效率	93%	95%	99%	99%
欧洲效率	91%	95%	99%	99%
MPPT效率	97%	98%	99%	99.9%
环境	温度	-10℃~+45℃	-20℃~+50℃	-30℃~+55℃
	海拔	1000米（满载）	2000米（满载）	3000米（满载）

来源：合肥阳光，国金证券研究所





- **持续的技术投入和研发是逆变器产品得以长期保持核心竞争力的关键：**光伏逆变器各项技术仍然处于改良和优化的过程中。特别在国内行业标准尚未完成的大背景下，光伏逆变器更是一个处于发展中的新型产品。借鉴技术相关性较强的 UPS 和风电变流器等电力电子细分行业的市场格局来看，只有持续进行研发投入保持技术领先、并不断地进行行业积累才能形成产品的长期竞争力。
- 从国际最大的 SMA 的成功经验我们可以看到，研发的成果除了可以使生产流程优化降低成本以外，更重要的是提高产品的性能与质量。**SMA 拥有多项专利，是技术的领先者，产品更新速度快，每年大约有 60% 的销售来自最新型号；**其产品的效率居世界之首（高达 98%-99%），而光伏杂志《Photon》也称赞 SMA 逆变器“品质卓越”。我们认为产品的不断更新换代使得公司避免陷入恶性低价竞争的低端市场，从而保障了毛利率的稳定。

图表 17: SMA 对产品研发的投入



来源：SMA，国金证券研究所

图表 18: SMA 于 2010 年 6 月推出的新产品及其特点—SMA 为技术领先者

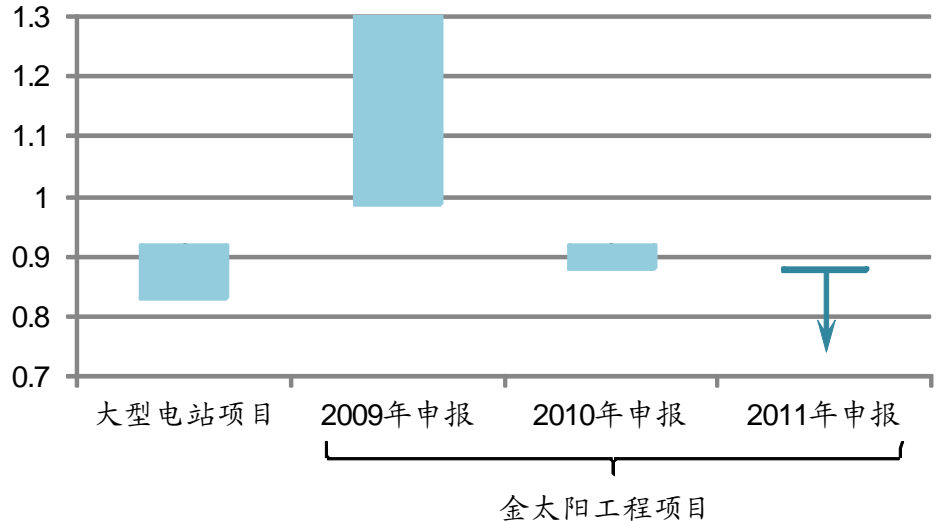
SUNNY CENTRAL 800CP OUTDOOR	MULTICLUSTER TECHNOLOGY FOR OFF-GRID APPLICATIONS	SUNNY TRIPOWER 10000 - 17000TL	SUNNY BOY 3000HF
			
<ul style="list-style-type: none"> > Max. efficiency of 98.7 % > Higher yields > Compact & weatherproof housing eliminates the need for a concrete station > Significant reduction of system costs 	<ul style="list-style-type: none"> > Enables set-up of modular PV-hybrid-systems up to 300 kW total power > Reduced need for service and maintenance > Installation procedure greatly simplified 	<ul style="list-style-type: none"> > Max. efficiency of 98 % > Comprehensive security concept > Three-phase feed-in > Enables simple system planning > Recipient of „Innovation Award“ 	<ul style="list-style-type: none"> > Transformer inverter with outstanding efficiency of 96 % > Wide input voltage range & reduced weight eases installation > Comfortable and variable grounding

来源: SMA, 国金证券研究所

市场质疑 2: 竞争激烈抹杀盈利能力, 重蹈风电整机覆辙?

- 年初以来逆变器价格跌幅约为 20%以上, 预计年内, 大型并网光伏逆变器的价格将达到 0.75 元/瓦左右。这是否预示着光伏逆变器将难逃风电整机行业的宿命?

图表 19: 2011 年以来各类光伏电站项目逆变器招标价格区间 (元/瓦)



来源: 国金证券研究所

我们认为光伏逆变器毛利率将保持在 30%以上, 优势企业会更高

- 光伏逆变器的产品属性与光伏组件不同, 有着明显的电力电子行业属性。而作为具有较高技术含量的电力电子产品, 其产品毛利率的受压缩空间相当有限, 产品跌价幅度将逐渐趋缓。
- 光伏组件价格的下跌来源于多晶硅跌价、工艺成本降低、产业链利润压缩等多个途径, 随着其产业属性逐渐接近简单制造业, 各环节的利润率空间也将被压缩至一个相对较低的水平;

- 逆变器作为高技术含量的电力电子产品，其成本下降将主要来自于设计改进和元器件的国产化，持续的研发投入也要求其毛利率维持在相对较高的水平。
- 另一方面，不同于风电整机，光伏逆变器需要不断研发投入保持技术的领先优势。这也对光伏逆变器提出了一定盈利能力的要求以弥补研发投入。

风险提示

- 中国市场装机预测和逆变器价格是我们预测的两大重要假设。
- 大盘系统性风险，引起估值下调。

附录：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	100	180	599	840	1,315	1,923
增长率		79.5%	232.2%	40.3%	56.6%	46.2%
主营业务成本	-53	-91	-300	-455	-733	-1,088
%销售收入	52.3%	50.5%	50.2%	54.1%	55.7%	56.6%
毛利	48	89	298	385	582	835
%销售收入	47.7%	49.5%	49.8%	45.9%	44.3%	43.4%
营业税金及附加	0	0	0	-3	-5	-8
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
营业费用	-12	-21	-54	-92	-145	-211
%销售收入	11.9%	11.5%	9.0%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-28	-41	-79	-109	-171	-250
%销售收入	27.5%	22.5%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	8	28	165	181	261	366
%销售收入	8.2%	15.5%	27.5%	21.6%	19.9%	19.0%
财务费用	-1	0	-3	14	27	34
%销售收入	1.2%	0.2%	0.4%	-1.7%	-2.1%	-1.8%
资产减值损失	-3	-4	-7	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4	24	155	194	287	399
营业利润率	4.1%	13.3%	25.8%	23.1%	21.8%	20.7%
营业外收支	5	17	18	19	29	40
税前利润	9	41	172	213	316	438
利润率	9.1%	22.7%	28.8%	25.4%	24.0%	22.8%
所得税	-1	-6	-24	-32	-47	-66
所得税率	9.9%	14.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	8	35	148	181	269	373
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	8	35	148	181	269	373
净利率	8.2%	19.5%	24.7%	21.6%	20.4%	19.4%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8	35	148	181	269	373
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	13	10	15	21
非经营收益	1	0	0	-12	-20	-34
营运资金变动	-2	-19	61	-68	-51	-65
经营活动现金净流	12	23	222	111	213	294
资本开支	-25	-19	-32	-113	-81	-40
投资	0	0	-3	-1	0	0
其他	1	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-19	-34	-114	-81	-40
股权募资	0	0	97	1,318	0	0
债权募资	-3	23	-18	130	-50	-49
其他	-2	0	-1	-5	-9	-5
筹资活动现金净流	-5	23	77	1,443	-59	-54
现金净流量	-17	27	264	1,440	73	199

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	30	57	321	1,761	1,835	2,034
应收款项	35	90	194	197	309	452
存货	53	62	229	212	341	507
其他流动资产	9	9	40	61	97	143
流动资产	126	219	784	2,231	2,582	3,135
%总资产	76.1%	78.9%	91.7%	92.0%	89.9%	90.0%
长期投资	0	0	3	3	3	3
固定资产	35	53	60	173	260	311
%总资产	21.0%	19.1%	7.0%	7.2%	9.0%	8.9%
无形资产	4	5	5	14	24	33
非流动资产	40	59	71	193	289	349
%总资产	23.9%	21.1%	8.3%	8.0%	10.1%	10.0%
资产总计	166	277	855	2,425	2,871	3,485
短期借款	0	23	5	155	105	55
应付款项	37	81	411	340	547	809
其他流动负债	1	7	26	37	58	86
流动负债	38	110	443	532	710	950
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	16	19	20	0	0	0
负债	53	129	462	532	710	951
普通股股东权益	113	148	393	1,892	2,161	2,533
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	166	277	855	2,425	2,871	3,485

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.274	1.174	1.101	1.012	1.499	2.080
每股净资产	3.767	4.940	2.923	10.559	12.058	14.138
每股经营现金净流	0.403	0.773	1.649	0.618	1.191	1.640
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.27%	23.76%	37.69%	9.58%	12.43%	14.71%
总资产收益率	4.94%	12.69%	17.31%	7.48%	9.36%	10.70%
投入资本收益率	6.59%	14.02%	35.55%	7.52%	9.79%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	79.46%	232.17%	40.27%	56.56%	46.20%
EBIT增长率	N/A	237.99%	489.70%	10.10%	44.09%	40.15%
净利润增长率	N/A	328.87%	320.37%	22.47%	48.19%	38.72%
总资产增长率	N/A	67.07%	208.17%	183.58%	18.41%	21.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.7	110.4	79.3	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	184.5	231.8	177.2	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	108.5	189.2	181.5	181.0	181.0	181.0
固定资产周转天数	126.8	87.5	35.6	65.6	60.2	47.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.38%	-22.84%	-80.51%	-84.89%	-80.05%	-78.07%
EBIT利息保障倍数	6.9	98.6	63.7	-12.5	-9.6	-10.8
资产负债率	31.95%	46.58%	54.06%	21.96%	24.73%	27.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B