



江苏宏宝 (002071) 调研报告:

五金龙头新能源转型

绿色能源主题研究报告-光伏

评级: 增持

分析师: 张晓霞 (S0350207120532)

联系人: 谭倩

电话: 0755-83711632

邮件: tanq@ghzq.com.cn

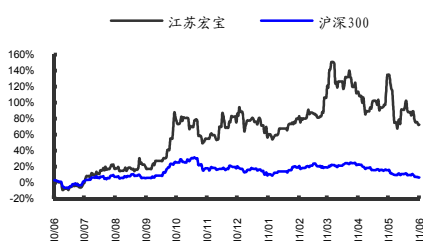
合规申明:

公司持有该股票是否超过公司已发行股份的1%?

是

否

相对沪深300表现



市场数据 2011.6.22

当前价格 (元)	11.85
52周价格区间 (元)	6.07-17.56
总市值 (百万)	2180.64
流通市值 (百万)	2134.91
总股本 (万股)	18402.00
流通股 (万股)	18016.13

财务数据 2011E

毛利率	17.54%
净利率	5.22%
净资产收益率	10.52%
EPS	0.23
BVPS	2.23

点评

一、五金龙头新能源转型

江苏宏宝成立于1999年,长期从事工具五金和锻件五金生产。在全国工具五金标准化中心、全国工具五金标准化中心情报信息中心等权威单位对工具五金质量联合评比中,公司均名列国内品牌第一。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均直接或间接从公司采购产品。在锻件五金制品中,公司直接或间接供货北京现代等国内众多知名企业。2010年公司实现销售收入4.03亿元,同比增长31.95%;实现净利润2057万,同比增长1004.82%。

表1: 江苏宏宝的传统业务

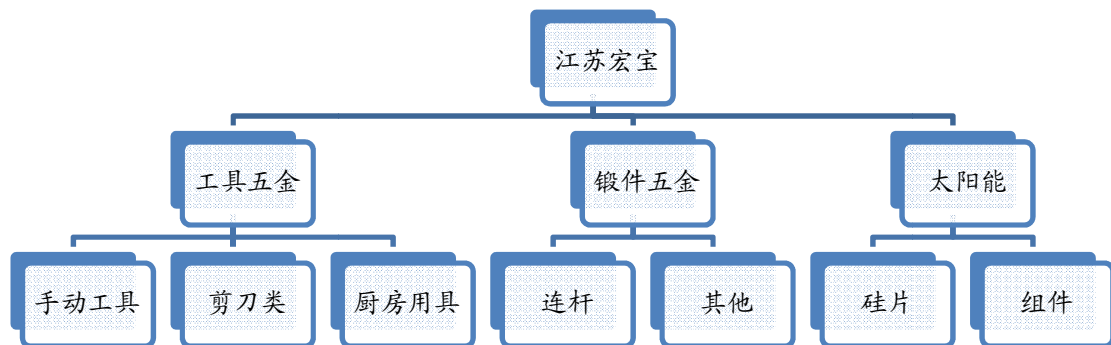
传统业务	产品系列	主要产品
工具五金	手动工具	工具钳、扳手、木工凿、锤子
	剪刀类	理发剪刀、美容剪刀、绣花剪、指甲钳
	厨房用具	厨房刀、厨房用具
锻件五金	连杆	轿车、卡车、微型面包车的连杆
	其他	曲轴的锻坯,铁路上下衬板锻件

资料来源: 国海证券研究所

2010年10月15日，公司公布合资设立江苏宏宝光电公司，由江苏宏宝与江苏港洋实业股份有限公司、张家港市金科创业投资有限公司、朱礼君等共同出资，公司占股权占比53%。江苏宏宝光电公司将投资300MW硅片的铸锭切片产能和100MW光伏电池组件产能，预计建设期1年，至2011年10月投产。项目可行性报告估计项目达产后可实现年销售收入27.1亿元，利润总额约2.91亿元，净利润约2.18亿元。

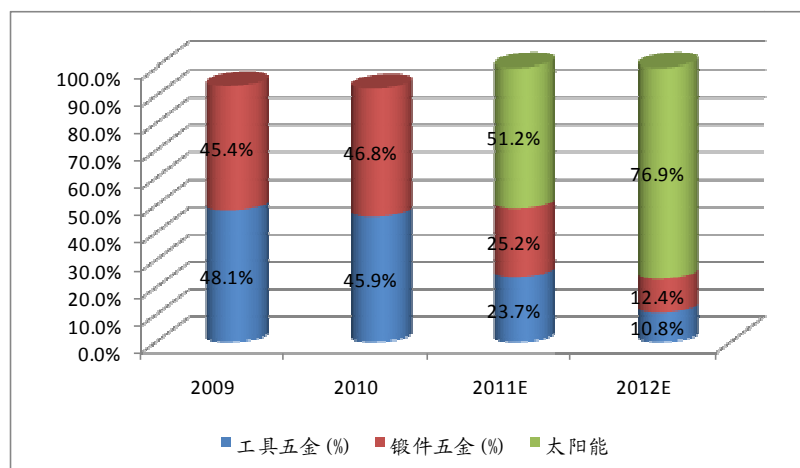
虽然公司投资的太阳能业务在太阳能行业中规模不算太大，但其投产后将对公司的收入和盈利产生较大提升。五金行业龙头的新能源转型具有看点。

图1: 江苏宏宝主营业务



资料来源：国海证券研究所

图2: 江苏宏宝主营业务收入占比预测



资料来源：国海证券研究所

二、光伏行业回归合理，公司项目稳步推进

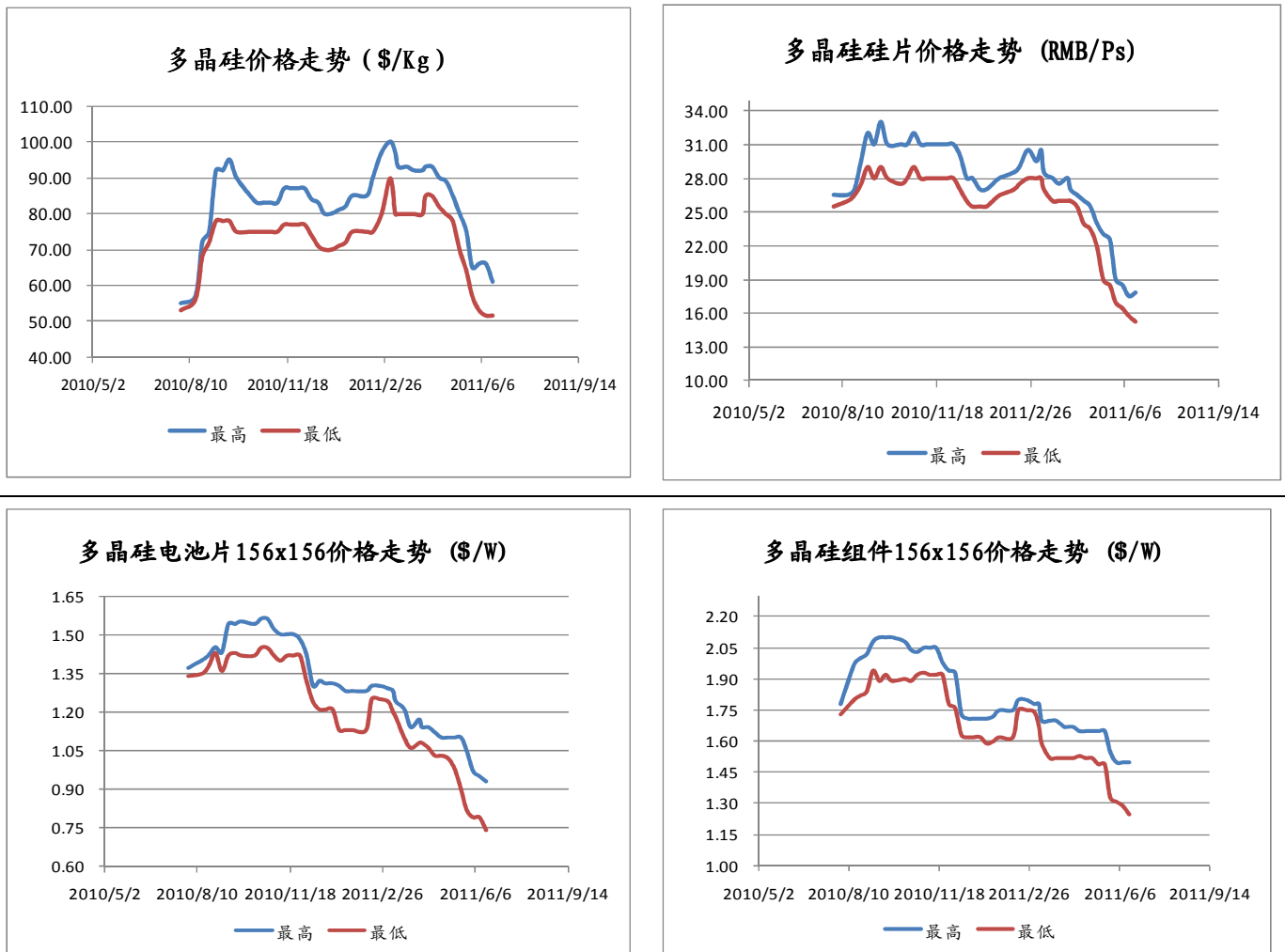
1、太阳能行业利润回归合理，上网平价有望提前来临

2011~2012年是太阳能行业过渡的两年，欧洲市场逐渐实现从完全政策驱动向市场化过渡，而一些新兴国家则通过加大政策扶持力度，逐步培养太阳能行业。但是过渡期间可能面临传统市场需求暂时放缓与新型市场启动不同步的缺口。太阳能产业在长期发展前景看好，但短期需求可能出现波动。

另一方面，在2010年在补贴末班车效应驱动下，欧洲光伏需求爆发，国内不少硅片、电池片、组件企业出

现暴利，在大企业不断扩产的同时，众多江浙地区小企业也纷纷扎堆投产光伏中下游。以2010年下半年的产品价格和利润率估测，当年投产的项目运行1-2年就能够回收投资。但2011年上半年，在欧洲需求萎缩和国内大量产能逐步释放的双重压力下，光伏产业短期面临产能相对过剩的情况，产业链全线产品都出现了30%-40%的价格下降。

图3: 太阳能产品价格走势(多晶硅-硅片-电池片-组件)



资料来源: solarzoom、国海证券研究所

但此次太阳能行业的景气度下滑与2009年金融危机时有本质的区别。2009年太阳能电池组件价格曾经一度下滑至0.3美元/W，当时企业不计成本清库存，但仍然滞销。而2011年的光伏行业波动中，当价格下降至成本附近，例如硅片价格下降至0.6-0.7美元/W，组件价格下降至1.2-1.4美元/w，则基本都可以实现销售。

我们认为此次产品价格下滑是市场回归合理利润的必然结果。光伏产业的“硅片-电池片-组件”环节，其本质是一个加工行业，进入壁垒相对较低，短期的高利润必然吸引众市场进入者，引发行业竞争加剧。因此，这些环节长期不可能维持30%以上的高利润率。6月上旬，硅片、电池片、组件产品的价格下滑，已经使行业回归至10%-15%的合理利润区间。

这是完全竞争市场的必然结果，但有助于督促企业通过改进工艺和技术，扩大规模，提高效率，进一步降低成本。我们认为在市场机制调整下，光伏上网平价的时代将更快来临。预计太阳能发电成本能够在2012年后接近零售电价，实现上网平价；而2015年后有望与火电成本竞争。

表 2: 晶硅光伏发电产业链各环节的市场结构

产业链环节	进入难度	市场结构	平均毛利率率 (2008)	平均毛利率率 (2010E)	平均毛利率率 (2011E)
硅料提纯	高	寡头垄断	50%-60%	60%-80%	25%-50%
硅片生产	较低	接近完全竞争	20-25%	25-35%	10-15%
电池生产	较低	接近完全竞争	10%-15%	15%-30%	10%-15%
组件封装	低	完全竞争	5%-10%	15%-25%	5%-10%

资料来源: 国海证券研究所整理

2、光伏项目提前布局, 稳步推进

公司投资的 300MW 硅片和 100MW 光伏组件产能中具体包括: 6.5 寸太阳能单晶硅片 3200 万片 (规格为 125mmx125mm, 合 80MW), 8 寸太阳能多晶硅片 5800 万片 (规格为 156mmx156mm, 合 220MW)。

目前, 公司正在积极开展基础设施建设, 计划聘请光伏领域具有多年经验的成熟技术团队。公司充分认识到光伏产业未来“成本为王”的局势, 在前期的设备采购, 原材料供应方面也开始布局。公司采购的新型号多晶硅铸锭炉, 性价比较高, 预计相比普通的多晶硅炉生产效率提高约 30%。在原材料供应和销售客户方面, 公司也开始着手洽谈。

以公司目前的项目建设进度判断, 我们认为, 硅片能够在 11 月底前投产。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产能。

我们谨慎预计 2011 年、2012 年光伏业务的贡献销售收入分别为 4 亿、20 亿, 净利润分别为 3000 万、1.41 亿, 其中归属母公司净利润分别为 1600 万、7500 万。

表 3: 光伏项目盈利预测假设

预测假设		硅片	组件
2011 年	销售比例	25%	0%
	价格 (美元/W)	0.8	1.45
	毛利率率	18%	16%
2012 年	销售比例	100%	60%
	价格 (美元/W)	0.75	1.35
	毛利率率	17%	15%

资料来源: 国海证券研究所

三、工具五金销售稳定, 厨房刀具开启新机

传统钳子、扳手类工具五金产品的行业进入壁垒较低, 国内有众多生产企业, 国内市场主要处于低端价格竞争状态。公司走品牌和质量路线, 定价较高, 因此早期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。

2009 年由于金融危机影响, 企业销售收入和净利润均大幅滑坡。2010 年, 随着经济复苏, 公司订单形势好

转，下游需求明显回暖。此外，在金融危机期间，为谋生存求发展，公司逐步转向国内市场，开发了家居厨房类用具，主要销售国内市场。2010年工具五金业务较2009年实现超过25%的增长。

2011年，传统五金制品订单饱满，该业务毛利润率约18%-20%，属于稳健市场。而新开发的家居生活系列五金产品，则可能成为工具五金业务新机。家居生活系列五金产品主要包括厨房各式刀类及套装，其定位中高端市场，采取直销的方式。随着消费升级，居民对高品质厨房用具的需求将逐步加大。预计未来家居厨房用具在公司工具五金产品中的比例将逐渐加大，该部分毛利润率较高达到30%以上，工具五金业务综合利润率也有望逐步提升。

图 4：厨房刀具套装



资料来源：公司网站

图 5：家居生活系列厨房五金产品



资料来源：公司网站

四、锻件五金签约新客户，构筑成长空间

五金业务主要产品包括发动机连杆、曲轴、摩托车下连接板及铁路锻件等。公司生产的发动机连杆全部符合我国内燃机连杆技术质量标准，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。

2010年公司生产各类锻件约1000万件，主要间接供货北京现代等汽车或发动机制造商。成熟的汽车企业都有自己的连杆配套工厂或者稳定的连杆供货商。连杆锻件的新客户开拓是较长期的工程，但是一旦进入汽车企业的供货商名单，则具备一定的排他竞争力。公司通过前期积极开发新客户，2011年已开始进入收获期，未来两年公司连杆销售量可能保持较快增长。

公司已拥有400吨-4000吨热模锻压力机流水线。2011年，公司的募投项目“20万件高铁锻件项目”，为该项目引进了2台大型锻压力机，提高了大型锻压能力，预计2011年下半年就能逐步释放产能。我们研判，公司销售高铁锻件需要经过各类质量认证及招标，其实际生产和销售可能还有一段准备时间。新引进的大型锻压机是通用设备，前期也可能先用于生产工程机械等大型锻件。

五、盈利预测

公司是五金行业的龙头，新开发的家具厨房用具为工具五金业务带来生机，锻件五金签约新客户并提高大型锻压能力，未来成长性看好。公司进军光伏产业，投建 300MW 硅片和 100MW 组件项目。虽然公司投资的太阳能项目在太阳能行业中规模不算太大，但其投产后将对公司的收入和盈利产生较大提升，新能源转型具有看点，可相应提高估值。鉴于光伏行业未来将进入成本比拼阶段，我们谨慎预计公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.67 元。目前股价约 12 元，估值仍然相对较高，建议寻找低位介入机会，给予“增持”评级。

表 4：盈利预测（百万元）

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	347.43	305.22	402.74	828.32	2,505.32
减：营业成本	313.61	262.99	338.47	683.02	2,089.46
营业税金及附加	1.43	1.68	1.67	5.81	16.63
销售费用	10.79	8.79	9.93	20.71	62.63
管理费用	23.19	21.77	22.13	26.56	33.20
财务费用	6.03	5.21	6.87	16.57	50.11
资产减值损失	4.09	2.54	0.02	0.03	0.03
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.24	0.27	0.81	0.00	0.00
其中：联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	-11.46	2.52	24.46	75.63	253.25
加：营业外收入	4.03	1.90	1.64	1.81	2.08
减：营业外支出	0.42	0.31	0.93	1.07	1.28
三、利润总额	-7.86	4.10	25.18	76.36	254.05
减：所得税费用	0.58	2.24	4.75	19.09	63.51
四、净利润	-8.44	1.86	20.42	57.27	190.54
归属母公司净利润	-8.48	1.86	20.57	43.21	124.14
少数股东损益与调整	0.05	0.00	-0.15	14.06	66.40
五、总股本(万股)	122.68	122.68	184.02	184.02	184.02
EPS (元)	-0.07	0.02	0.11	0.23	0.67

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

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。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。