

亚玛顿 (002623.SZ) 太阳能行业

新股研究

目标价格(人民币): 33.10-38.86 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	38.00
发行A股数量(百万股)	40.00
总股本(百万股)	160.00
国金太阳能指数	688.68
沪深300指数	2588.19
中小板指数	5693.70

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.422	1.818	1.439	1.827	2.047
每股净资产(元)	3.77	2.61	12.62	14.36	16.41
每股经营性现金流(元)	1.54	1.31	1.15	1.69	1.98
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(%)	1230.81%	173.86%	5.54%	26.94%	12.06%
净资产收益率(%)	64.18%	69.64%	11.40%	12.72%	12.48%
总股本(百万股)	32.90	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

国内光伏减反玻璃的推广者

基本结论

- **公司是国内光伏减反玻璃推广者及行业龙头, 拥有优质客户资源:** 公司自2006年成立起专注于光伏减反玻璃的研发和推广, 是国内第一家光伏玻璃减反技术产业化生产的企业, 2010年全球市场占有率约为18.52%, 收入90%以上来自无锡尚德、韩华新能源、阿特斯等国内外主流光伏组件商。
- **产品线逐渐丰富, 新产品 TCO 玻璃和双玻组件的推广进度有待观察:** 公司基于目前的镀膜技术开发了用于薄膜组件的 TCO 玻璃, 有望年内推出正式产品, 未来拥有较大的国产化替代空间。此外, 公司还在开发基于超薄钢化玻璃的双玻光伏组件, 以降低成本和组件重量为目标, 若能成功推广将给公司带来新的增长点。
- **减反玻璃通过增加可见光通过量提升组件转化率, 降低发电成本:** 以目前的技术水平和产品价格测算, 使用减反玻璃的晶体硅光伏组件与普通组件相比, 约能使系统的整体发电成本降低0.6%, 未来随技术进步和镀膜成本下降, 综合经济效益仍有提升空间。
- **光伏减反玻璃在组件生产中的渗透率有望逐步提高, 但行业面临激烈的竞争, 公司具有一定的先发优势。**
 - 目前减反玻璃在光伏组件中的渗透率不到50%, 若减反膜技术的可靠性和经济性经过时间考验得到验证, 则渗透率的提高和行业本身的高增长将为其带来广阔的市场空间。我们预测2015年晶体硅光伏组件对应的光伏玻璃需求将超过6.5亿平方米。
 - 目前实现减反玻璃量产的企业虽不多, 但高毛利率水平必将吸引上、下游企业进行产业链延伸, 未来的行业竞争将日趋激烈, 比如秀强、南玻等企业均已相继进入光伏减反玻璃的生产。公司作为该项技术产业化应用的推广者, 具有一定的先发优势。

盈利预测及估值

- 我们预测公司2011~2013年摊薄EPS为1.44, 1.83和2.05元, 净利润复合增速为14.5%。
- 考虑到光伏行业未来的高增长、光伏减反玻璃渗透率的提升、以及公司在该领域的龙头地位, 我们给予公司23~27x11PE, 对应合理价值区间为33.10~38.86元。

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

姚遥 联系人
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

葛兰 联系人
(8621)60753925
gelan@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	3
国内最大的光伏减反玻璃厂商，减反膜应用推广者	3
募投项目：光伏减反玻璃产能扩张	3
盈利预测与估值	4
盈利预测	4
相对估值	4
公司是国内光伏减反玻璃技术推广者，具备一定先发优势	5
优质客户资源和先发优势，确保公司的子行业龙头地位较为稳固	5
产品线逐渐丰富，TCO 玻璃和双玻组件的推广进度有待观察	5
减反玻璃未来渗透率逐步提升，行业竞争日趋激烈	6
光伏减反玻璃通过提高透光率提升组件转化率，降低度电成本 0.6% 左右 ...	6
减反玻璃将受益光伏发电装机增长，渗透率逐步提升	9
上、下游面临利润压力，未来光伏减反玻璃行业竞争日趋激烈	11
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

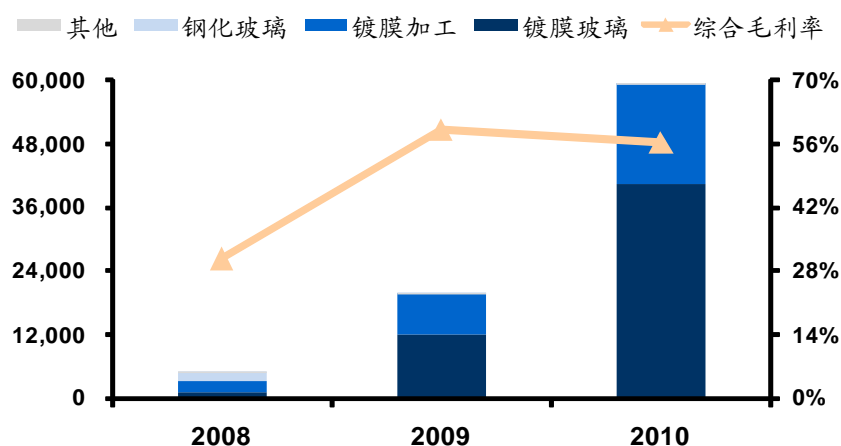
图表 1：公司主营业务收入分类情况（万元）	3
图表 2：募集资金投资项目	3
图表 3：公司主要产品产能变化情况	3
图表 4：分业务销售预测	4
图表 5：可比公司估值（股价为 2011 年 9 月 27 日收盘价）	4
图表 6：2009 年公司减反玻璃占下游客户需求比例	5
图表 7：主要下游客户 2010 年产量及 2011 年计划	5
图表 8：目前市场上的双玻组件外观	6
图表 9：光伏玻璃分类	7
图表 10：减反膜提升光伏玻璃透光率	7
图表 11：电池片响应光谱	8
图表 12：减反玻璃透射光谱	8
图表 13：成本下降敏感性分析（假设玻璃价格相同）	8
图表 14：典型晶体硅光伏组件成本拆分	9
图表 15：发霉的光伏减反玻璃	9
图表 16：老化的光伏减反玻璃	9
图表 17：太阳能行业的两阶段高速增长	10
图表 18：光伏装机预测（MW）	10
图表 19：光伏装机对应玻璃需求（万平方米）	10
图表 20：镀膜和非镀膜玻璃封装的光伏组件对比	11
图表 21：国内光伏减反玻璃企业进展情况	11

公司概况

国内最大的光伏减反玻璃厂商，减反膜应用推广者

- 公司主营光伏减反玻璃，主要有镀膜加工和镀膜玻璃两种业务模式。2010年全球市场占有率约为 18.52%，是目前国内最大的光伏减反玻璃厂商，无锡尚德、韩华、阿特斯等大厂的组件均大比例使用公司的减反玻璃。
- 公司以光伏减反膜业务起家，逐渐向上游延伸到镀膜玻璃，去年两项业务合计占总收入的 99%以上。
- 此外，公司基于目前的镀膜技术开发了用于薄膜光伏组件的 TCO 玻璃，未来有望成为新的盈利增长点。

图表1：公司主营业务收入分类情况（万元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

募投项目：光伏减反玻璃产能扩张

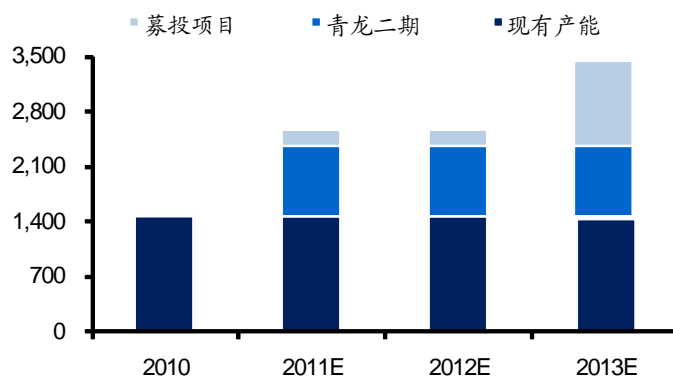
- 支柱产品扩产，巩固龙头地位：本次上市发行募集资金将投资于公司主打产品减反玻璃的产能扩张以及建设研发检验中心项目，包括新建 6 条 150 万 m² 的减反玻璃线，对 5 条旧的减反玻璃线进行搬迁技改。
- 两个募投项目均已开始投建，预计技改项目于今年年底完成，新增产能 200 万 m²，加上新建的 900 万 m² 生产线，募投项目新增产能相当于原有产能的 76%。
- 除募投项目的 1100 万 m² 新增产能，公司还自筹资金投资青龙二期 900 万 m² 的项目，2013 年预计产能达到 3450 万 m²。

图表2：募集资金投资项目

序号	投资项目	投资总额 (万元)	建设期
1	新建900万m ² /年光伏镀膜玻璃产业化项目	24,200.00	24个月
2	光伏镀膜玻璃技术改造项目	6,800.00	24个月
3	研发检测中心项目	11,494.10	12个月
合计		42,494.10	

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表3：公司主要产品产能变化情况



盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2011~2013 年摊薄 EPS 为 1.44, 1.83 和 2.05 元, 净利润复合增速为 14.5%。
 - 减反玻璃未来在光伏组件企业中的使用比例仍有较大提升空间, 随公司新增产能的逐步释放, 销量有望快速增长; 公司现有大客户未来的产能扩张也为公司新增产能的消化提供了一定保障;
 - 但由于公司产品未来可能面临上下游及同业新进入者带来的较大竞争压力, 镀膜加工及镀膜玻璃业务的高单价、高毛利率状态恐难维持;
 - 除光伏减反玻璃外, 公司的 TCO 玻璃已经完成开发, 以超薄钢化玻璃为基础的双玻组件也在开发推广中, 但由于新业务的推广仍存在较大不确定性, 我们在盈利预测中暂未考虑。

图表4: 分业务销售预测

产品	2008	2009	2010	1H2011	2011E	2012E	2013E
镀膜玻璃							
平均售价 (元/平方米)	103.52	73.86	72.39	69.62	69.00	65.00	62.00
销售数量 (万平方米)	10	163	559	187	550	800	1,100
销售收入 (百万元)	10.63	120.70	404.43	130.17	379.50	520.00	682.00
毛利率	30.0%	41.3%	42.2%	27.5%	29.0%	29.0%	29.0%
毛利占比	20%	42%	51%	25%	34%	38%	43%
镀膜加工							
平均价格 (元/平方米)	33.39	20.87	16.46	14.96	15.00	14.00	13.20
加工数量 (万平方米)	65.08	376.15	1,147	889	1,800	2,400	2,800
销售收入 (百万元)	21.73	78.51	188.74	133.06	270.00	336.00	369.60
毛利率	47.0%	86.3%	86.2%	79.0%	79.0%	74.0%	70.0%
毛利占比	64%	57%	49%	74%	66%	62%	57%
收入合计 (百万元)	51.94	199.55	595.17	264.35	651.50	858.00	1,053.60
YOY		284.2%	198.3%		9.5%	31.7%	22.8%
毛利合计 (百万元)	15.91	117.96	334.44	141.54	324.35	400.44	457.50
综合毛利率	30.63%	59.11%	56.19%	53.54%	49.78%	46.67%	43.42%

来源: 国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股市场上的光伏组件、光伏玻璃以及封装辅材类公司作为相对估值参考, 可比公司 PE 均值为 24.3x11PE。
- 考虑到光伏行业未来的高增长、光伏减反玻璃渗透率的提升、以及公司在该领域的龙头地位, 我们给予公司 23~27x11PE, 对应合理价值区间为 33.10~38.86 元。

图表5: 可比公司估值 (股价为 2011 年 9 月 29 日收盘价)

代码	公司简称	现价	EPS		P/E	
			2011E	2012E	2011E	2012E
超日太阳	002506	16.89	0.69	1.08	24.5	15.6
秀强股份	300160	29.81	1.15	1.63	25.9	18.3
南玻A	000012	14.07	0.82	1.10	17.2	12.8
东材科技	601208	22.32	0.87	1.10	25.7	20.3
回天胶业	300041	26.20	1.03	1.39	25.4	18.8
爱康科技	002610	19.20	0.70	0.81	27.4	23.7
均值					24.3	18.3
亚玛顿	002623	38.00	1.44	1.83	26.4	20.8

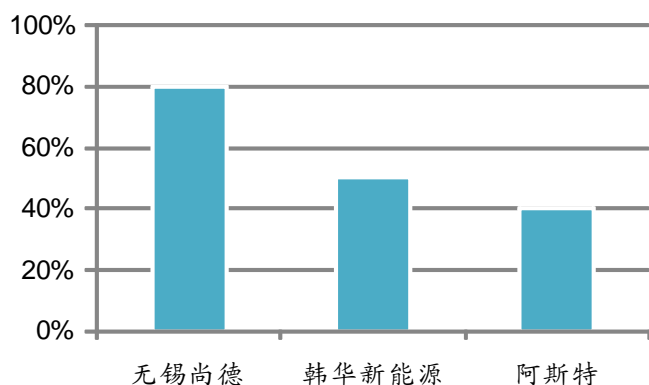
来源: 朝阳永续, 国金证券研究所,

公司是国内光伏减反玻璃技术推广者，具备一定先发优势

优质客户资源和先发优势，确保公司的子行业龙头地位较为稳固

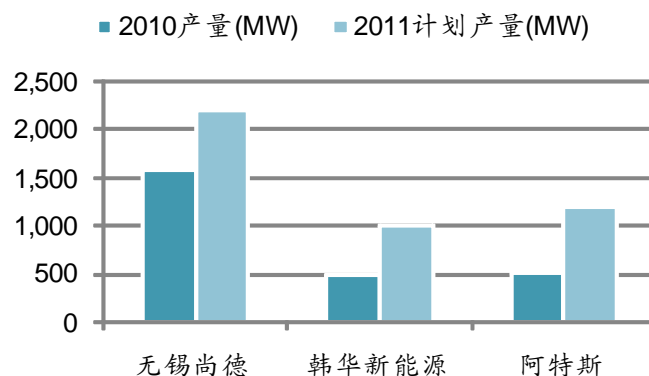
- 公司自 2006 年成立以来，专注于光伏减反玻璃的研发、生产和推广，是国内第一家光伏玻璃减反技术产业化生产的企业，2010 年全球市场占有率约为 18.52%。
 - 公司是国内首家进行光伏减反玻璃产业化生产的企业，行业内具有先发优势，技术积累时间最长。目前公司的减反镀膜可增加光伏玻璃透光率 2.5%，超出行业平均水平，并且技术还在不断提升，在玻璃透光率和自洁净等表面处理技术方面仍然存在进步的潜力。
 - 公司目前 1800 万 m² 的产能远超其他竞争对手，未来产能进一步持续扩张，规模优势明显，龙头地位较为稳固。
- 公司去年收入 90% 以上来自国内外主流光伏组件商，近两年在无锡尚德、阿斯特和韩华新能源三家光伏组件制造商的光伏玻璃供应中均排名第一。
 - 除了目前无锡尚德全部的光伏玻璃来自公司，韩华采购玻璃中公司的份额也逐渐增加，更有不少国内组件企业正在从普通的光伏玻璃切换到公司的减反玻璃。
 - 此外，公司 2010 年还成功通过了全球第三大光伏组件厂商 SHARP 的产品测试，进入其供应体系；而采用公司减反玻璃封装的光伏组件也已经通过了德国 TUV 认证。

图表6：2009 年公司减反玻璃占下游客户需求比例



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表7：主要下游客户 2010 年产量及 2011 年计划



产品线逐渐丰富，TCO 玻璃和双玻组件的推广进度有待观察

- 公司基于目前的镀膜技术开发了 TCO 玻璃，在超白浮法玻璃上镀透明导电性氧化薄膜，用作薄膜电池组件的前电极，有望年内推出正式产品，未来该产品具有较大的国产化替代空间。
 - 目前已经量产的在线和离线 CVD 法技术的 TCO 产品都存在均匀性不良导致的色差。公司通过改变现有镀膜掺杂 HF 材料进一步提高成膜质量和大面积均匀性；另外还在探索研发高性能 AZO 磁控溅射靶材规模化生产技术。
- 但由于晶体硅光伏组件价格的大幅下跌，薄膜组件的成本优势及市场空间都受到一定压缩，且目前国内从事 TCO 玻璃生产和研发的企业众多，未来即使实现大规模国产化替代，公司作为新进入企业，恐仍将面临激烈的市场竞争。

- 此外，公司还基于超薄钢化玻璃开发双片薄玻璃的太阳能组件，以超薄钢化玻璃代替原有 TPT 背板材料，以期可以达到节省成本和降低光伏组件重量的效果，这是公司自光伏减反膜国产化推广以来的另一创新应用，一旦推广成功将为公司带来新的增长点。
 - 公司募投项目引进先进钢化设备，可以对 2mm 的超薄浮法玻璃进行钢化，比目前常用的 3.2mm 超白压延玻璃轻薄很多，透过率也更高。
 - 用超薄钢化玻璃代替传统光伏背板可省去铝边框和降低背板成本，而且更加美观。目前的双玻组件由于采用较厚的玻璃，成本较高，市场上采用的还比较少，主要用于光伏幕墙。
 - 但作为一项对晶硅光伏组件结构的革命性改变，双玻结构的可靠性、实际经济性、以及下游客户的接受度仍有待观察。

图表8：目前市场上的双玻组件外观



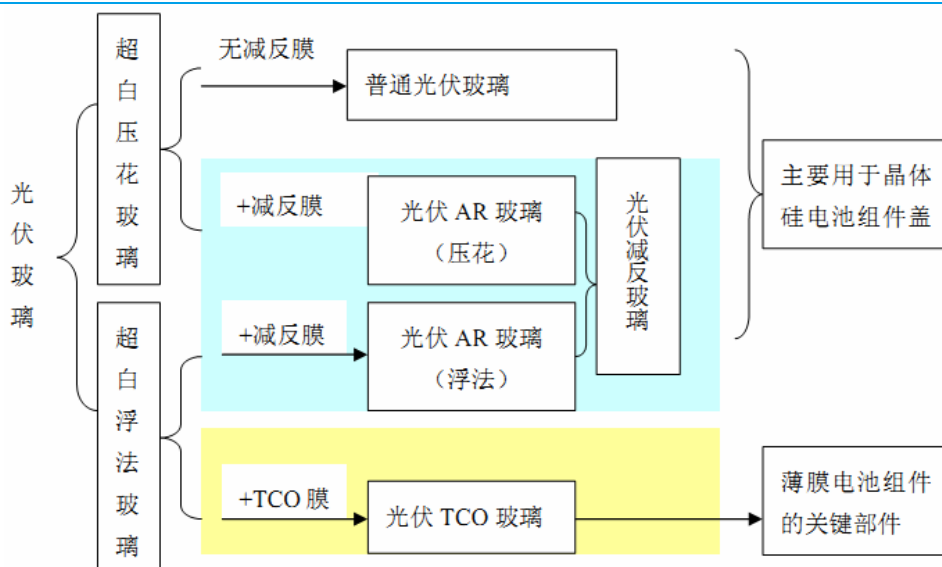
来源：国金证券研究所

减反玻璃未来渗透率逐步提升，行业竞争日趋激烈

光伏减反玻璃通过提高透光率提升组件转化率，降低度电成本 0.6%左右

- 太阳能光伏组件通常是由玻璃盖板、电池片、封装材料、背板、边框这几个层次结构。其中光伏玻璃是指用于太阳能发电的光伏组件使用的超白玻璃，主要有超白压花玻璃和超白浮法玻璃两种。
 - 在超白光伏玻璃上镀制具有减反射效果的减反膜的产品为光伏减反玻璃，相比无减反膜的光伏玻璃可以提高可见光的透过率约 2.5%，从而提高光伏组件的整体输出功率。
 - 而在超白浮法玻璃上镀制具有透明导电性氧化物薄膜的产品为 TCO 玻璃，是薄膜太阳能电池的前电极，占成本的 24%左右。

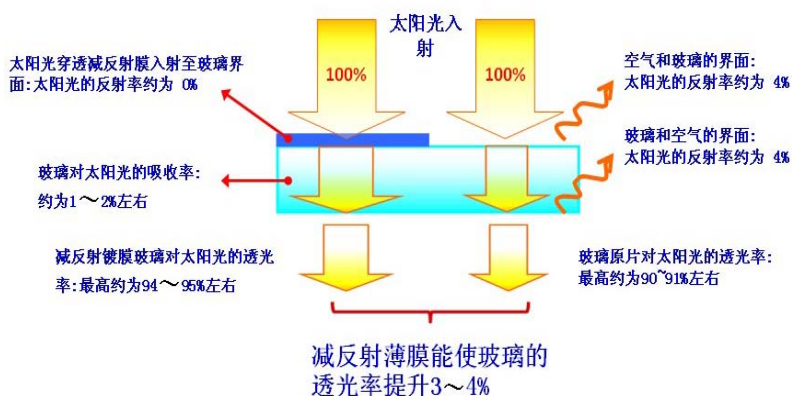
图表9：光伏玻璃分类



来源：国金证券研究所

- 镀制有减反膜的光伏玻璃具有更高的太阳光透光率，可以提升光伏组件的光电转化率，从而摊薄发电成本。减反玻璃实现的光伏成本下降幅度主要取决于透光率的提升程度和减反镀膜的实际有效寿命，以及减反玻璃本身的价格。以目前的技术水平和产品价格测算，使用减反玻璃的晶体硅光伏组件约能使系统的整体发电成本降低 0.6%。
- 光通过任何不同物质，都会有反射、吸收和透射三种性质。其中反射和吸收的光线对于光伏组件是损失的光能，只有透射的光线会发生光电反应。减反膜可以减少光伏玻璃对光的反射，以亚玛顿的光伏减反玻璃为例，能够使可见光透过率增加 2.5%。

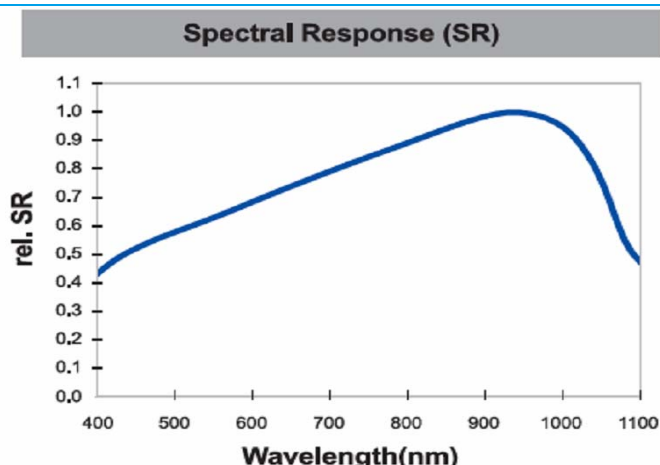
图表10：减反膜提升光伏玻璃透光率



来源：公司网站，国金证券研究所

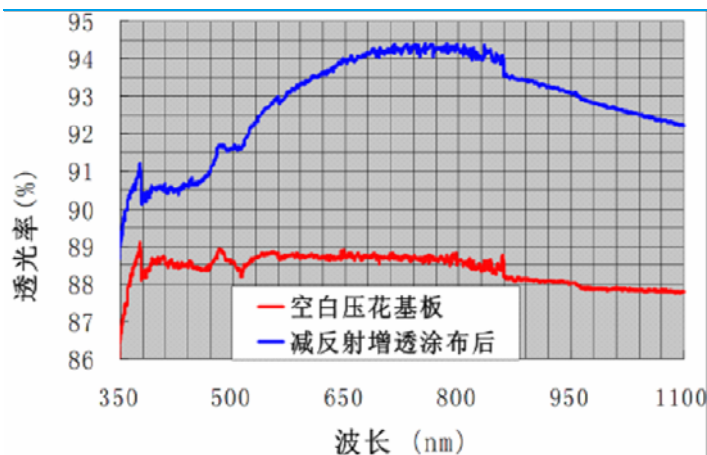
- 组件效率的提升可以摊薄发电成本。以多晶硅光伏电池组件为例，目前商业化组件效率约为 16%~16.5%，所以提高 1% 的效率对应成本下降为 5.7%~5.9%。
- 当光伏玻璃减反膜有效期与组件相同，透光率增加 2.5% 的情况（假设无减反镀膜的光伏玻璃透过率为 90%），假设减反玻璃透光光谱线性于超白玻璃，则组件全生命周期内的发电量可提升约 2.8%。
- 由下图可见，减反玻璃透射光谱与电池片响应光谱的匹配对于提高组件效率至关重要。

图表11: 电池片响应光谱



来源: ET Solar 国金证券研究所

图表12: 减反玻璃透射光谱



- 此外, 减反膜的实际有效寿命还决定整个光伏组件使用周期中功率的提升情况, 减反膜实际有效寿命越长, 组件生命周期内平均提升的功率越多。

图表13: 成本下降敏感性分析 (假设玻璃价格相同)

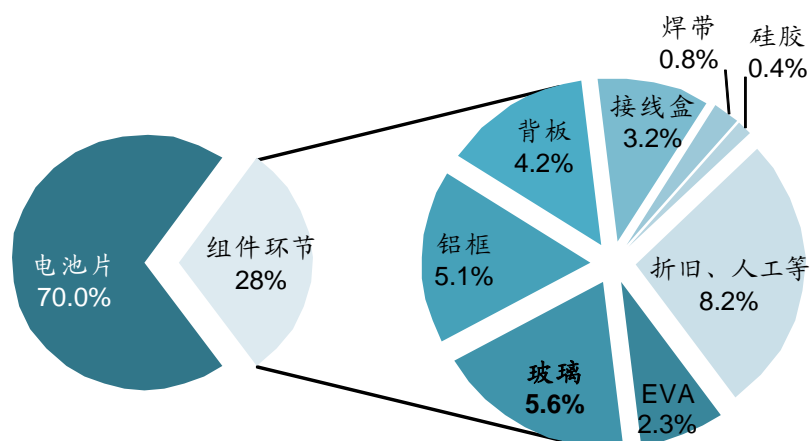
减反膜对透光率的增加	减反镀膜实际有效寿命(年)				
	15.0	18.5	20.0	22.5	25.0
2.0%	1.33%	1.64%	1.78%	2.00%	2.22%
2.3%	1.50%	1.85%	2.00%	2.25%	2.50%
2.5%	1.67%	2.06%	2.22%	2.50%	2.78%
2.8%	1.83%	2.26%	2.44%	2.75%	3.06%
3.0%	2.00%	2.47%	2.67%	3.00%	3.33%

来源: 国金证券研究所

注: 假设无减反镀膜光伏玻璃透过率为 90%

- 光伏玻璃占光伏系统成本的 5.6%, 而镀减反膜玻璃的价格比非镀膜玻璃价格贵了 40%左右, 因此若考虑使用减反玻璃对组件成本的增加, 在透光率增加 2.5%的情况下, 减反膜的有效寿命 20 年为平衡点; 在透光率增加 3.0%, 减反膜有效寿命为 25 年的时候, 综合成本下降可达到 1.1%; 目前行业普遍 2.5%的透光率提升带来综合成本下降约 0.6%。

图表14：典型晶体硅光伏组件成本拆分



来源：国金证券研究所

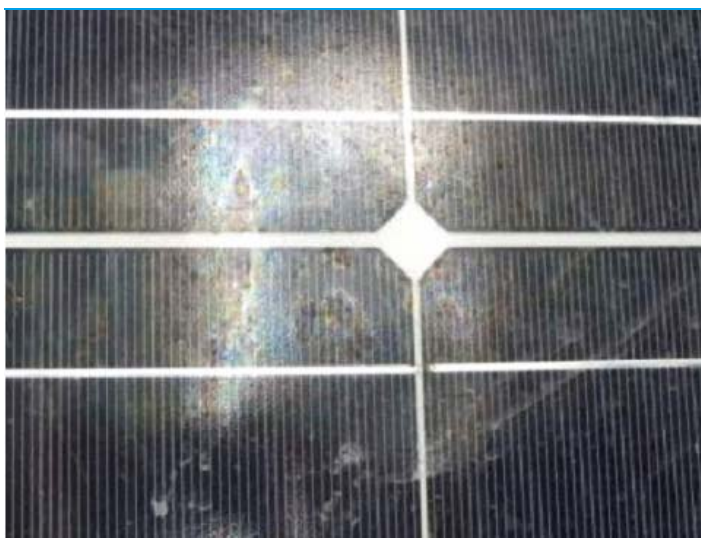
- 光伏减反膜不达寿命主要是有两方面原因：一个是运输、使用过程中发霉，另一个是发生膜层脱落、划伤等老化现象。
- 玻璃发霉主要是由于玻璃的材质、生产工艺和玻璃存放的环境决定的，玻璃发霉对组建最直接的影响是透光率，继而影响组件输出功率。因此镀膜玻璃的对玻璃原片的质量要求较高。
- 此外，膜层脱落、厚度不均、划伤等老化现象也会影响光伏减反膜的实际使用寿命以及组件外观的美观程度。

图表15：发霉的光伏减反玻璃



来源：ET Solar, 国金证券研究所

图表16：老化的光伏减反玻璃

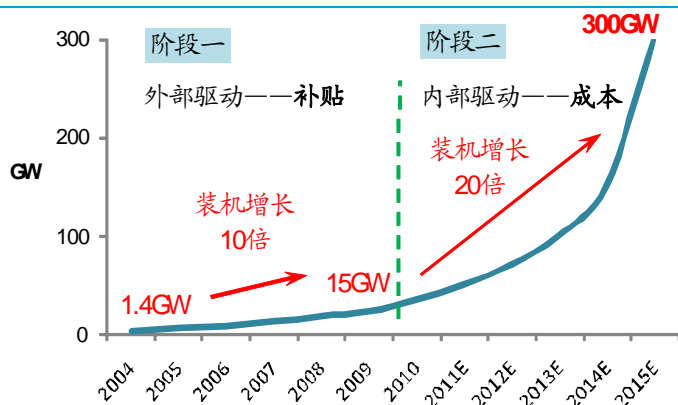


减反玻璃将受益光伏发电装机增长，渗透率逐步提升

- 目前减反玻璃的生产企业不多，在光伏组件中的应用还较少。根据我们前面的分析，减反玻璃可以提升组件的效率和降低发电成本，未来随着光伏减反技术逐渐成熟和成本的不断下降，渗透率将逐步提高。
- 目前全球量产光伏减反玻璃的企业不多，根据我们的统计目前全球产能不超过 4000 万平方米，不到去年 9000 万平方米晶硅封装玻璃安装量的一半。
- 虽然目前的光伏减反技术带来的综合度电成本下降仅 0.6% 左右，但伴随技术的进步，减反膜增加的透光率和实际使用寿命将进一步提升，加上产

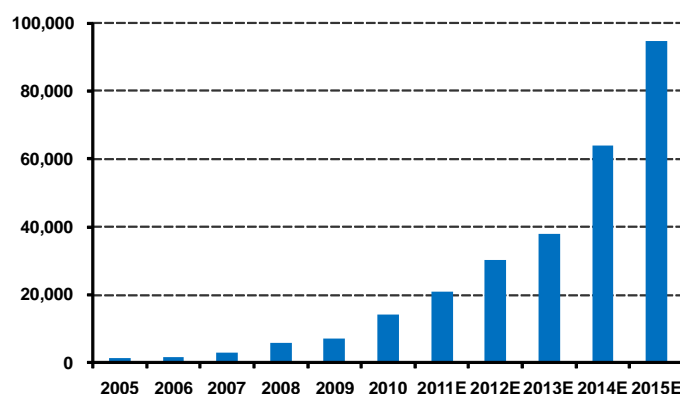
业规模化提升和竞争加剧带来产品价格的下降，未来光伏减反技术带来的综合成本下降幅度将越来越明显，渗透率也有望逐步提高。

图表17：太阳能行业的两阶段高速增长



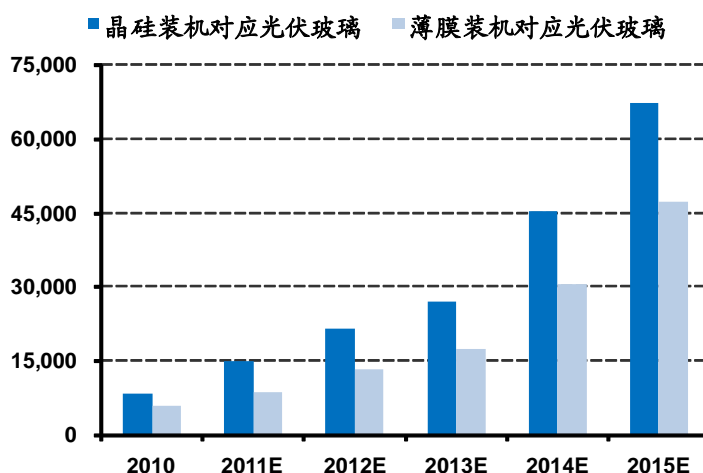
来源：国金证券研究所测算

图表18：光伏装机预测 (MW)



- 从 2004 年到 2015 年的十余年间，太阳能将经历两轮爆发式增长，两个阶段的推动力分别是补贴政策的实施和发电成本的下降。
 - 第一波高速增长发生在 2004 年至今，标志是以德国为代表的欧洲各国光伏上网电价补贴政策的不断落实，全球年新增光伏发电装机容量从 2005 年的 1.4GW 增长到 2010 年的 15GW，五年间增长了十倍多。
 - 与补贴落实推动了过去五年的光伏高速发展相对应的，我们认为太阳能发电成本的进一步下降并最终低于火电成本将是未来五年行业第二波高速成长的推动因素，出发点将是实现光伏上网平价。

图表19：光伏装机对应玻璃需求 (万平方米)



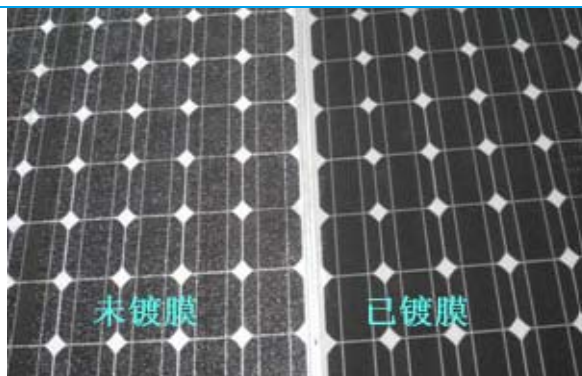
来源：国金证券研究所测算

注：假设到 2015 年薄膜光伏电池渗透率为 25%

- 未来随着光伏装机的爆发式增长，封装玻璃需求也将迅速膨胀，2015 年光伏封装玻璃总需求有望达到 12 亿平方米。
 - 按照目前 1GW 晶硅光伏电池需要 710 万平方米光伏玻璃计算，去年 13GW 左右的晶体硅光伏装机量对应的光伏玻璃约为 9000 万平方米，2015 年将超过 6.5 亿平方米。
 - 薄膜电池目前的装机约为整个光伏规模的 20% 左右，未来随技术的成熟和效率的进一步提升渗透率会逐渐增加。由于薄膜电池目前商用效

率仍然较低，单位功率对封装玻璃的需求更大，每 50W 大概需要 1 平方米 TCO 玻璃，2015 年需求将接近 5 亿平方米。

图表20：镀膜和非镀膜玻璃封装的光伏组件对比



来源：国金证券研究所

上、下游面临利润压力，未来光伏减反玻璃行业竞争日趋激烈

- 去年，上游超白压延玻璃价格的持续回升带来大量厂商进入，扩张产能大部分于今年投产造成产能过剩，毛利率下滑。同样，今年以来下游光伏组件也发生了较大幅度的跌价。而目前减反镀膜环节仍然高达 70%以上的毛利率，必将吸引上、下游企业进行产业链延伸，行业竞争将日趋激烈。
- 目前国际上生产减反玻璃的厂家主要有丹麦的 Sunarc、德国的 CentroSolar Glass 和日本 AGC 公司，以亚玛顿为龙头，其中 Sunarc、CentroSolar Glass 和亚玛顿目前年产能分别为 1450 万 m²、500 万 m²和 1800 万 m²，相比整个光伏玻璃市场还不算多。
- 然而，参与者越来越多、竞争日趋激烈的苗头已经出现。比如国内江苏秀强、苏州良胜等企业也已经进入行业，另外南玻、信义玻璃等光伏玻璃/TCO 玻璃厂商也宣布进军减反玻璃行业。
- 另外一方面，由于光伏减反膜的质量直接决定最终发电成本，下游客户对供应商的选择较为谨慎，一般建立长期合作关系。所以早进入行业的龙头企业仍然具备一定的先发优势。

图表21：国内光伏减反玻璃企业进展情况

公司	光伏玻璃产能	进展
亚玛顿	1800	量产
秀强玻璃	600	量产
江苏良胜	-	成功开发
南玻	-	成功开发
信义玻璃	-	正在研发

来源：国金证券研究所

风险提示

- 依赖光伏行业的风险：行业景气度完全依赖于光伏行业的发展情况和景气度，若光伏装机量增长与预期不符，将导致业绩增长不如预期。
- 上游光伏玻璃大厂向减反玻璃领域延伸：伴随光伏减反玻璃逐渐被下游认可，行业竞争趋于激烈；上游光伏玻璃大厂逐渐进入行业，对公司行业地位和后续增长空间产生一定压力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	52	200	595	652	858	1,054
增长率		284.2%	198.3%	9.5%	31.7%	22.8%
主营业务成本	-36	-82	-261	-327	-458	-596
%销售收入	69.4%	40.9%	43.8%	50.2%	53.3%	56.6%
毛利	16	118	334	324	400	458
%销售收入	30.6%	59.1%	56.2%	49.8%	46.7%	43.4%
营业税金及附加	0	-1	-4	-7	-9	-11
%销售收入	0.2%	0.3%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-2	-4	-18	-18	-23	-27
%销售收入	3.6%	2.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
管理费用	-6	-13	-35	-44	-56	-68
%销售收入	12.0%	6.4%	5.8%	6.7%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	8	100	278	256	313	351
%销售收入	14.9%	50.4%	46.7%	39.3%	36.5%	33.3%
财务费用	-4	-5	-10	13	31	34
%销售收入	7.5%	2.7%	1.7%	-2.0%	-3.6%	-3.2%
资产减值损失	0	-2	-1	-1	-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	93	266	268	343	384
营业利润率	8.3%	46.7%	44.7%	41.2%	40.0%	36.5%
营业外收支	3	3	0	3	1	1
税前利润	7	96	267	271	344	385
利润率	13.4%	48.1%	44.8%	41.6%	40.1%	36.6%
所得税	-1	-16	-48	-41	-52	-58
所得税率	13.9%	17.0%	18.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6	80	218	230	292	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6	80	218	230	292	328
净利率	11.5%	39.9%	36.7%	35.3%	34.1%	31.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6	80	218	230	292	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	7	12	15	26	36
非经营收益	4	5	11	1	-1	-1
营运资金变动	1	-41	-84	-63	-47	-46
经营活动现金净流	12	51	157	184	271	316
资本开支	-49	-38	-139	-199	-222	-101
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-49	-38	-139	-199	-222	-101
股权募资	0	0	0	1,476	-14	0
债权募资	35	23	73	-101	0	1
其他	-3	-4	-13	-4	0	0
筹资活动现金净流	32	19	59	1,371	-14	1
现金净流量	-5	31	77	1,355	35	216

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	16	47	134	1,490	1,525	1,741
应收款项	11	59	99	107	152	186
存货	5	21	21	35	50	65
其他流动资产	29	13	11	59	82	107
流动资产	60	141	266	1,691	1,809	2,100
%总资产	55.2%	45.5%	53.5%	80.1%	74.6%	75.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	47	121	208	369	566	631
%总资产	42.7%	39.2%	41.8%	17.5%	23.3%	22.7%
无形资产	2	50	48	49	50	51
非流动资产	49	168	231	419	617	684
%总资产	44.8%	54.5%	46.5%	19.9%	25.4%	24.6%
资产总计	109	309	497	2,110	2,426	2,783
短期借款	47	70	62	20	20	20
应付款项	19	78	41	45	76	98
其他流动负债	3	11	17	23	30	36
流动负债	69	158	120	88	126	154
长期贷款	0	0	61	0	0	1
其他长期负债	0	27	2	2	2	2
负债	69	185	184	91	128	158
普通股股东权益	40	124	313	2,019	2,298	2,625
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	109	309	497	2,110	2,426	2,783

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.182	2.422	1.818	1.439	1.827	2.047
每股净资产	1.221	3.773	2.611	12.620	14.362	16.409
每股经营现金净流	0.367	1.535	1.306	1.148	1.693	1.977
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	14.90%	64.18%	69.64%	11.40%	12.72%	12.48%
总资产收益率	5.49%	25.76%	43.92%	10.91%	12.05%	11.77%
投入资本收益率	7.63%	43.06%	52.06%	10.67%	11.48%	11.28%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	284.16%	198.25%	9.46%	31.70%	22.80%
EBIT增长率	N/A	1199.74%	176.43%	-7.86%	22.27%	12.20%
净利润增长率	N/A	1230.81%	173.86%	5.54%	26.94%	12.06%
总资产增长率	N/A	183.73%	60.61%	324.67%	14.97%	14.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.7	52.7	35.4	30.0	35.0	35.0
存货周转天数	23.0	56.1	29.2	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	68.4	184.5	60.3	30.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	138.5	168.7	73.2	115.3	145.4	141.2
偿债能力						
净负债/股东权益	76.49%	17.76%	-3.53%	-72.79%	-65.50%	-65.53%
EBIT利息保障倍数	2.0	18.8	26.7	-19.6	-10.0	-10.4
资产负债率	63.15%	59.87%	36.94%	4.30%	5.27%	5.66%

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B