

珈伟股份 (300317) 太阳能行业

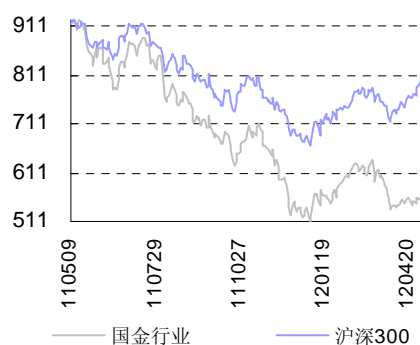
新股研究

光伏照明行业推广者，具有北美销售渠道优势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	11.00
发行A股数量(百万股)	35.00
总股本(百万股)	140.00
国金太阳能指数	563.96
沪深300指数	2717.78



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.530	0.546	0.608	0.670	0.834
每股净资产(元)	1.60	2.10	4.80	5.33	6.06
每股经营性现金流(元)	0.20	-0.44	0.17	0.52	0.41
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	73.76	56.88	56.88	56.88	56.88
净利润增长率(%)	114.69%	2.95%	48.63%	10.19%	24.41%
净资产收益率(%)	33.23%	25.96%	12.68%	12.58%	13.75%
总股本(百万股)	105.00	105.00	140.00	140.00	140.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **光伏照明推广者，具有北美销售渠道优势：**公司是最早开始规模化推广光伏照明产品的企业之一，近几年全球市场占有率保持在10%左右，伴随市场快速成长；公司深耕北美多年，已经与The Home Depot、LOWE's、Target等大型连锁零售商建立长期合作关系，我们认为行业技术壁垒并不高，渠道优势为公司核心竞争力。
- **产品向高功率升级，丰富产品线；拓展欧洲、国内销售区域：**公司产品线将由原有的低功率草坪灯、庭院灯产品向中高功率延伸，未来进入LED通用照明、LED路灯和太阳能路灯等领域；从销售区域看，公司将从单一的北美市场向欧洲、国内拓展，另外公司有望共享现有北美销售渠道，通过贴牌方式打通北美中高功率市场。
- **光伏照明目前以低功率为主，市场持续高增长：**由于无需电网和铺设电线，太阳能草坪灯、庭院灯相比传统光源具有安全节能、安装维护成本低等优点，近几年呈明显替代趋势，欧美市场需求强劲；中国照明协会预计全球光伏照明市场未来几年将保持50%左右的市场增速。
- **LED照明市场启动，迎黄金十年：**未来十年是LED全面替代传统光源，根据国际照明协会预测，LED灯泡到2018年左右市场规模达到140亿欧元基本完成对传统灯泡的替代，而LED灯具市场预计于2014年之后进入快速增长期，到2020年市场规模有望突破500亿欧元。

价值评估与投资建议

- 我们预测公司2012-2014年净利润分别为0.85亿、0.94亿和1.17亿，折合摊薄EPS为0.61、0.67和0.83，复合增速为27%。考虑到公司在北美的渠道优势，我们认为公司应该享受一定的估值溢价，我们给予公司2012年20倍估值，对应合理价值为12.2元。

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

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

内容目录

图表目录	2
公司概况	3
主营光伏照明产品，北美销售渠道优势显著	3
募投项目：太阳能草坪灯、庭院灯扩产，向中高功率光伏照明产品升级	3
光伏照明行业先锋，拥有自主品牌和销售渠道优势	4
光伏照明推广者，北美销售网络强大	4
公司及关联企业对 SUNPOWER 残次片的采购关系	5
拓展欧洲、国内等销售区域，产品向高功率升级、丰富产品线	6
光伏照明目前低功率为主，LED 照明市场启动迎黄金十年	6
欧美市场需求强劲，光伏照明市场持续高增长	6
LED 照明市场启动，未来市场将迎来黄金十年	7
盈利预测与估值	8
盈利预测	8
相对估值	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

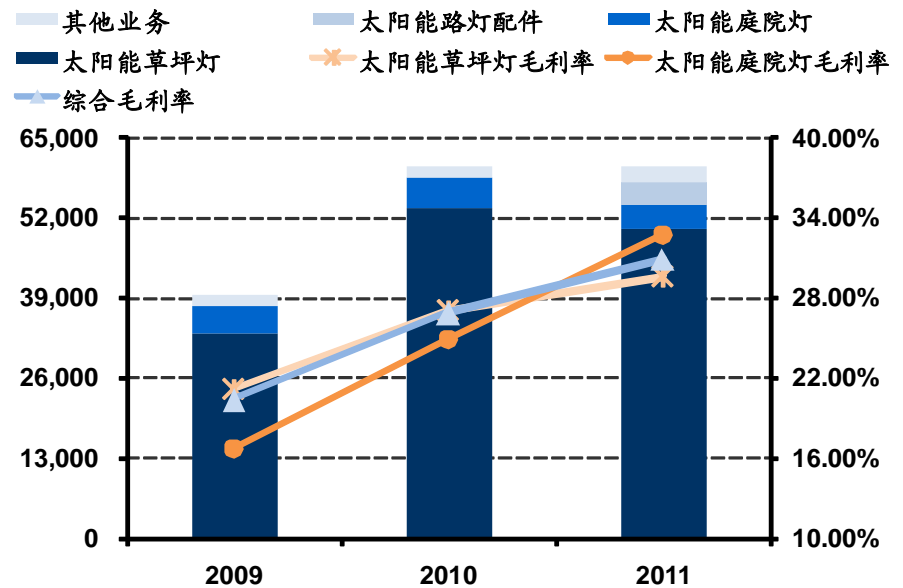
图表 1：公司主营业务收入分类情况（万元）	3
图表 2：募集资金投资项目	4
图表 3：公司过去三年太阳能草坪灯、庭院灯产能、产量、销量情况	4
图表 4：公司 08-10 年光伏照明市场占有率情况	5
图表 5：公司前五大客户基本情况	5
图表 6：公司报告期内采购 SUNPOWER 残次太阳能电池片的基本情况	6
图表 7：全球太阳能草坪灯市场规模（亿美元）	7
图表 8：太阳能庭院灯和景观灯市场规模（亿美元）	7
图表 9：全球照明市场预测（Bn Eur）	8
图表 10：公司 2011 年生产成本拆分（主要为低功率产品）	8
图表 11：分业务销售预测	9
图表 12：行业估值比较	10

公司概况

主营光伏照明产品，北美销售渠道优势显著

- 公司主营低功率光伏照明产品，目前主导产品是太阳能草坪灯、太阳能庭院灯和太阳能路灯配件，以出口为主，2010 年公司在全球光伏供电的 LED 照明灯具市场中占有率约 10%；未来向中高功率光伏照明、LED 室内照明、LED 路灯等领域延伸。
- 太阳能草坪灯、太阳能庭院灯占主营收入的 90%左右，是公司的盈利支柱。公司是世界上最早开始规模化推广光伏照明产品的企业之一，目前已经成为北美地区领先的光伏照明灯具销售商，占据北美三分之一市场。
- 公司是国内光伏照明行业唯一拥有自主品牌并掌握国外销售渠道的企业，已经与 The Home Depot、LOWE's、Target、Walmart 等大型家居建材超市和大型连锁零售商建立长期合作关系，产品销售区域覆盖北美 90%以上大中型城市。未来将大力开拓欧洲和国内市场，实现全球化销售。
- 此外，公司与 LED 封装领先企业 LEDEngin 结成战略联盟，储备了丰富的 LED 照明灯具产品，准备开拓中高功率光伏照明、LED 室内照明、LED 路灯等市场，有望凭借现有强大的北美销售渠道共享实现快速增长。

图表1: 公司主营业务收入分类情况 (万元)



来源：公司资料，国金证券研究所

募投项目：太阳能草坪灯、庭院灯扩产，向中高功率光伏照明产品升级

- 支柱产品扩产，巩固行业地位：“年产 4,000 万套太阳能草坪灯、太阳能庭院灯项目”将用于公司现有优势产品低功率光伏照明产品的产能扩建。
- 过去三年公司产能利用率均超过 100%，2010 年更高达 160%，原有产能不能满足日益发展的低功率光伏照明产品的需求。项目建成后将新增 4,000 万套太阳能草坪灯、庭院灯产能，使公司这两种系列产品产能达到 6,200 万套以上。
- 公司目前产品约 90%销往北美地区，产能扩张为公司欧洲等北美以外市场的拓展、实现全球销售提供了可能性。

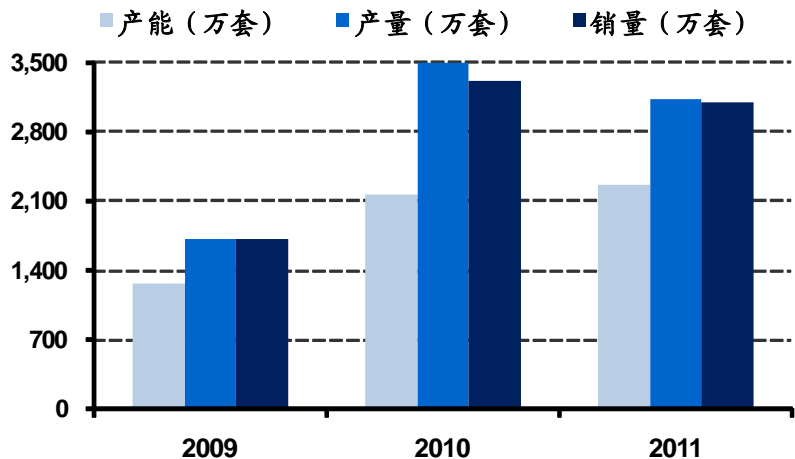
- **丰富中高功率光伏照明产品线：**“光伏电源半导体照明系统产业化项目”将用于增加 10 万套中高功率光伏照明系统产能，实现从低功率到中高功率的产品拓展和升级，为公司增加新的销售和利润增长点。

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	年产4,000万套太阳能草坪灯、太阳能庭院灯项目	28,005	2年
2	光伏电源半导体照明系统产业化项目	12,022	2年
3	光伏照明研发中心项目	3,467	1年
合计		43,493	

来源：招股书，国金证券研究所

图表3: 公司过去三年太阳能草坪灯、庭院灯产能、产量、销量情况



来源：招股书，国金证券研究所

光伏照明行业先锋，拥有自主品牌和销售渠道优势

光伏照明推广者，北美销售网络强大

- 公司自 1998 年开始率先规模化推广太阳能草坪灯，是世界上最早开始规模化推广光伏照明产品的企业之一，深耕北美市场，并伴随行业快速增长。目前公司已经成为北美地区领先的光伏照明灯具销售商，根据中国照明协会统计，公司 2010 年全球市场占有率达到 10%。
 - 公司成立于 1993 年，自 1998 年开始率先规模化推广太阳能草坪灯，2004 年以自主品牌进入北美大型零售超市，在光伏照明行业发展中一直处于较为领先的位置。
 - 公司销售收入从 2008 年的 2.8 亿元提升至 2011 年的 6.0 亿元，收入年复合增速 28%，净利润年复合增速 44%。2008 年以来全球市场占有率保持在 10% 左右，目前在北美太阳能草坪灯市场占据 1/3 左右的市场份额。

图表4: 公司 08-10 年光伏照明市场占有率情况

项目	2010年	2009年	2008年
珈伟股份 (亿美元)	0.91	0.58	0.39
全球光伏照明市场 (亿美元)	9.6	6.3	3.7
市场份额	9.48%	9.25%	10.66%

来源: 国金证券研究所

- 公司是国内光伏照明行业唯一拥有自主品牌并掌握国外销售渠道的企业, 在北美市场经营多年, 产品进入多家大牌连锁零售商和家居建材超市, 销售区域覆盖北美 90%以上的大中型城市。我们认为, 行业技术壁垒不高, 渠道优势是公司最为核心的竞争力。
 - 太阳能草坪灯及太阳能庭院灯的市场需求集中在北美、欧洲等发达地区; 而北美地区是目前世界最大的太阳能草坪灯市场, 占全球 60%左右的市场份额, 也是现在和未来较长时间内最为重要的市场。公司在北美市场已经掌握了渠道先机, 未来有望在资本市场帮助下巩固龙头地位。
 - 携手国际巨头, 打造销售网络: 公司采用本土化销售团队和服务机构战略, 已经与 The Home Depot、LOWE's、Target、Costco 等大型家居建材超市和大型连锁零售商建立了长期合作关系, 大部分稳定在公司前五大客户名单内, 为公司贡献销售收入稳步增加。我们认为, 公司已经建立的渠道优势具有壁垒和排他性, 较长时间内难以复制。

图表5: 公司前五大客户基本情况

客户名称	经营区域分布	2010年销售额	连锁店规模	行业地位
LOWE'S	美国, 加拿大, 墨西哥	472亿美元	1,725 多家连锁店	全美家装零售商第二位, 全球零售百强第 19 位, 美国零售百强第 8 位
The Home Depot (THD)	美国, 加拿大, 墨西哥	662亿美元	2,234 家店铺	全美家装零售商第一位, 全球零售百强第 9 位, 美国零售百强第 5 位
ACE Hardware Corp.	美国为主, 全球范围经营	35亿美元	超过 5100 位独立业主和经销商的五金零售合作公司	五金零售细分市场排名第一
TARGET	美国	654亿美元	1,775 家店铺	美国零售百强第 3 位, 全球零售百强第 10 位
Canadian Tire Corp.	加拿大	103亿美元	1,200 家店铺、加油站和洗车店	加拿大第 6 大零售商

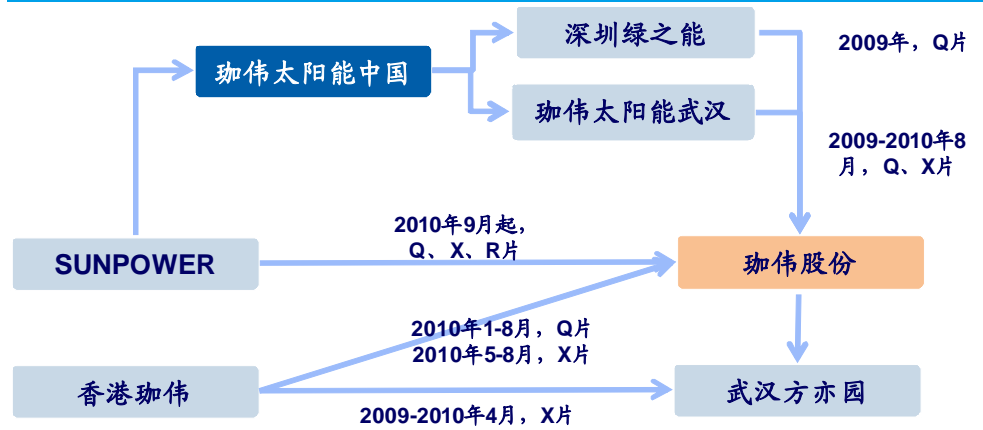
来源: 招股书, 国金证券研究所

- 拥有自主品牌: 和国内其他竞争对手另一区别是, 公司较为注重自身品牌形象, 有 YARDS & BEYOND、EVSOLAR、PATHWALKER、STAYS BRIGHTER LONGER、BRIGHTEN YOUR OUTDOOR LIVING 等品牌。

公司及关联企业对于 SUNPOWER 残次片的采购关系

- 除了公司以外, 实际控制人丁孔贤先生还控制珈伟太阳能 (中国) 及其附属企业山能科技、珈伟光伏材料三河、珈伟太阳能光电深圳、珈伟太阳能武汉, 为 SUNPOWER、EVERGREEN 等光伏企业提供硅片、光伏组件的来料加工和装配代工业务。
 - 其中珈伟光伏材料三河从事硅棒、硅片生产及加工业务; 山能、珈伟太阳能光电深圳、珈伟太阳能武汉从事太阳能组件加工装配代工业务。
 - 由于珈伟太阳能中国和 SUNPOWER 存在硅片和电池组件代工关系, 而公司光伏照明产品的电池片采用 SUNPOWER 的残次电池片制成, 报告期内存在关联采购。尽管 2010 年 9 月起, 公司终止关联采购, 直接向 SUNPOWER 采购残次太阳能电池片, 但是未来间接的关联采购关系仍有可能存在。

图表6: 公司报告期内采购 SUNPOWER 残次太阳能电池片的基本情况



来源: 招股书, 国金证券研究所

拓展欧洲、国内等销售区域, 产品向高功率升级、丰富产品线

- 从销售地理区域覆盖看, 公司过去主要专注于北美市场的开拓和经营, 进入欧洲市场较晚, 未来在稳固北美市场地位的同时将加快拓展欧洲市场。
 - 欧洲草地、花园较多, 环保意识较美国更强, 而太阳能照明市场尚处于初级发展阶段, 缺乏行业标准, 市场集中度低。
 - 公司凭借在美国的成功经验, 以及与多家北美大型零售连锁商的成功合作案例和信用, 有望获得欧洲类似大型连锁商的青睐, 实现销售网络的快速搭建。但是我们同时需要指出的是, 欧洲生活、消费习惯与北美有所区别, 能否成功复制仍然需要时间验证。
- 公司产品线将从单系列扩充为四个产品系列: 包括原有支柱产品草坪灯和庭院灯, 以及 LED 通用照明、LED 路灯和太阳能路灯版等光伏配件。从功率上看, 是从原来的低功率产品向中高功率扩展和升级。
 - 联手 LEDengin, 产品储备丰富: LEDengin 是美国硅谷的高功率 LED 企业, 封装技术领先, 提供 3w~40w 的高亮度贴片型 LED 元器件。以此为基础, 公司在通用照明、LED 路灯等领域储备了丰富的产品, 也已经按照不同产品、不同区域特点建立多层次营销策略。
 - 共享现有销售渠道, LED 通用照明有望率先实现北美市场突破: 在欧美市场, 连锁超市是 LED 照明产品的主要销售渠道, 因为看好 LED 通用照明的市场前景, 多家零售商准备推出自有品牌。公司有望借助与这些零售商多年的合作关系, 通过贴牌方式打通北美中高功率市场, 实现协同效应最大化。
 - 在国内, 公司将主要通过两种方式营销: 渠道营销团队主要还是针对 LED 通用照明产品, 面向商铺改造等小型工程领域; 而专案营销团队除了通用照明, 还负责 LED 路灯和太阳能路灯版等光伏配件销售, 重点方向是大型路政工程等市政项目。

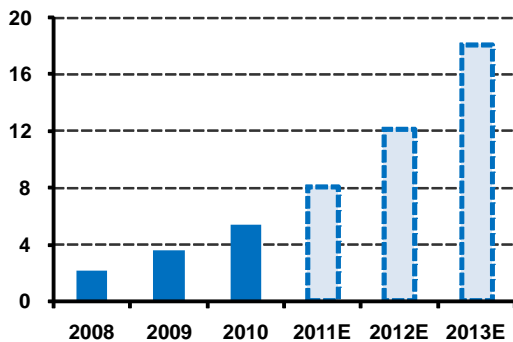
光伏照明目前低功率为主, LED 照明市场启动迎黄金十年

欧美市场需求强劲, 光伏照明市场持续高增长

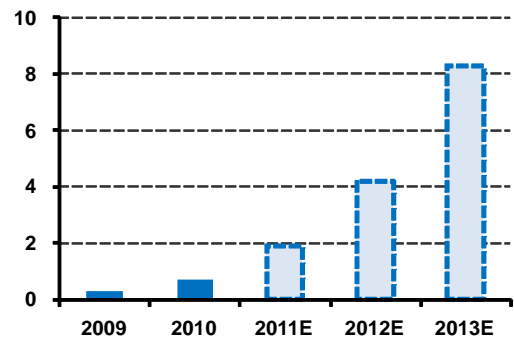
- 光伏照明技术是光伏与 LED 光源技术的综合应用, 而太阳能草坪灯和太阳能庭院灯是光伏照明行业中应用最为广泛的产品, 其中 2010 年太阳能草坪灯具占光伏照明市场的 50% 以上。
- 从功率级别分, 光伏照明主要分为低功率 (如太阳能草坪灯及功率 5W 以下的庭院灯) 和中高功率 (在工厂、学校、公园、住宅小区等场所的照明用中高功率庭院灯和道路照明领域的太阳能路灯等)。

- 过去几年是太阳能草坪灯市场的高速增长期，2008-2010 年均复合增速 56.5%，到 2010 年全球市场规模达到 5.4 亿美元。市场的快速增长主要受益于当前主要市场北美市场（目前占比约 60%）的持续增长以及欧洲市场的启动。
 - 太阳能草坪灯在美国推广形成一定规模仅有几年时间，由于太阳能草坪灯相比传统草坪灯可以节约很大成本（从设备到人工）而且安全和便于移动、更换，近几年替代效应显著。另外作为消费品，草坪灯的更换频率较快，一般来说 1-3 年就需要更换，市场保有量稳定。
 - 目前北美市场草坪灯的使用率还较低，主要是因为传统草坪灯成本高且需要专业人员安装，未来太阳能草坪灯在住宅别墅中的渗透率会进一步提高。
 - 应用于庭院、公园等场所的太阳能庭院灯和景观灯，无需电网和铺设电线，相比传统光源同样具有安装方便、安全节能、维护成本低等多方面优点，随着近几年大功率 LED 照明技术的发展，市场也将获得快速增长。

图表7：全球太阳能草坪灯市场规模（亿美元）



图表8：太阳能庭院灯和景观灯市场规模（亿美元）

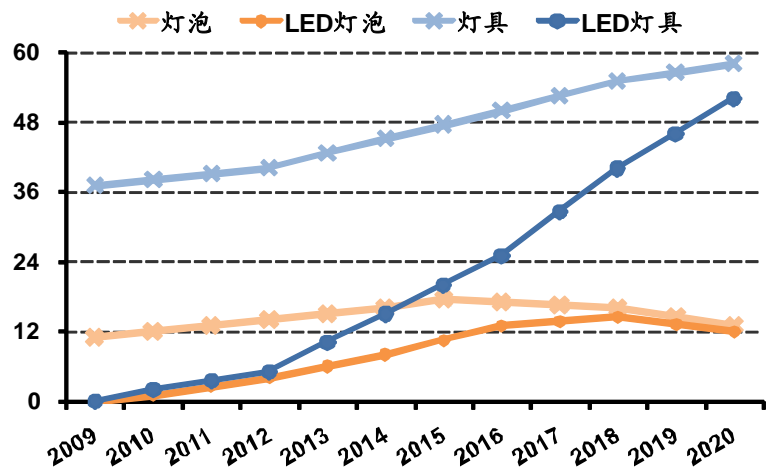


来源：中国照明协会，国金证券研究所

LED 照明市场启动，未来市场将迎来黄金十年

- 根据国际照明协会最新估计，光源耗能占全球总能耗的比例接近 20%，提高光源效率对于节能的意义重大。LED 光源技术已逐渐成熟，目前效率优势相比大多数传统光源十分显著，而且未来技术优势将进一步放大。
- 根据国际照明协会预测，LED 照明未来十年将全面替代传统光源。
 - 其中 LED 灯泡市场率先启动，预计到 2018 年左右市场规模达到 140 亿欧元，届时 LED 灯泡占比超过 80%，基本完成替代。
 - 对于 LED 灯具，各大厂商目前仍在努力改善设计水平和工艺技术，随着产品种类和性能的完善提高，预计市场于 2014 年之后进入快速增长期，到 2020 年市场规模有望突破 500 亿欧元。

图表9: 全球照明市场预测 (Bn Eur)



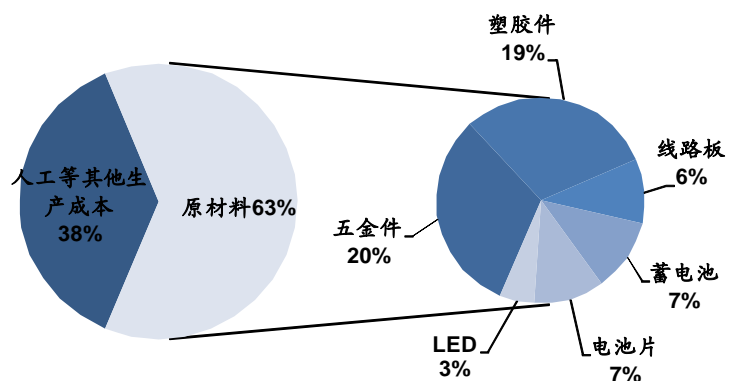
来源: 国际照明协会, 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 此次募集资金项目投产后, 公司新增太阳能草坪灯、庭院灯产能 4,000 万套, 使公司这两种系列产品产能达到 6,200 万套以上, 较原有产能增加一倍以上。
- 公司在北美已经建立了强大的销售网络, 与国际零售巨头建立了良好的合作口碑和营销经验。我们认为这些经验有助于公司在欧洲市场完成渠道开拓, 同时有很大希望通过渠道共享打开中高功率产品市场。
- 利润率方面, 公司过去由于可以同时享有制造和渠道利润, 以及通过研发保持新产品更新速度, 享受了高于行业平均的毛利率。由于公司未来几年进入快速扩张期, 我们判断公司为实现新市场的开拓和新增产能的消化会适当降低利润率。
 - 公司进入欧洲和国内市场较晚, 在市场推广初期产品利润率有可能低于销售渠道已成熟稳定的北美地区, 各项费用也可能较以前高。
 - 从去年的成本拆分看, 公司低功率产品原材料占了生产成本的 60% 以上, 而技术更新较快的 LED 和光伏电池片占比已经较低, 成本大幅度压缩空间有限。而中高功率产品中 LED 技术的提高将有效降低成本。

图表10: 公司 2011 年生产成本拆分 (主要为低功率产品)



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 我们预测公司 2012~2014 年的销售收入分别为 8.75、11.78 和 16.15 亿元，收入复合增速 38.8%；净利润分别为 0.85 亿，0.94 亿和 1.17 亿，折合摊薄 EPS 为 0.61，0.67 和 0.83，复合增速为 26.8%。

图表11: 分业务销售预测

产品	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
太阳能草坪灯						
平均售价 (元/套)	19.88	16.5	16.47	16.30	16.10	16.00
销售数量 (万套)	1,672.4	3,256.6	3,051.9	3,500.0	5,000.0	6,500.0
销售收入 (百万元)	332.47	536.69	502.65	570.50	805.00	1,040.00
毛利率	21.2%	27.1%	29.6%	27.0%	25.0%	23.0%
毛利占比	87%	90%	80%	59%	64%	57%
太阳能庭院灯						
平均售价 (元/套)	102.47	87.93	84.42	82.00	81.00	80.00
销售数量 (万套)	44.0	55.7	45.5	56.0	65.0	75.0
销售收入 (百万元)	45.04	49.01	38.39	45.92	52.65	60.00
毛利率	16.6%	24.8%	32.7%	30.0%	28.5%	27.0%
毛利占比	9%	8%	7%	5%	5%	4%
太阳能路灯/配件						
平均售价 (元/套)			1,037.36	1,000.00	980.00	960.00
销售数量 (万套)			3.5	5.5	7.0	9.0
销售收入 (百万元)			36.34	55.00	68.60	86.40
毛利率			41.3%	38.0%	36.0%	35.0%
毛利占比			8%	8%	8%	7%
LED路灯						
销售收入 (百万元)				58.80	76.80	103.40
毛利率				36.0%	23.0%	32.0%
毛利占比				8%	6%	8%
LED通用照明						
销售收入 (百万元)				120.00	150.00	300.00
毛利率				35.0%	33.0%	31.0%
毛利占比				16%	16%	22%
其他业务						
销售收入 (百万元)	18.34	16.31	26.88	25.00	25.00	25.00
毛利率	15.3%	25.7%	38.3%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利占比	3%	3%	6%	3%	2%	2%
收入合计 (百万元)	395.85	602.01	604.26	875.22	1,178.05	1,614.80
YOY		52.1%	0.4%	44.8%	34.6%	37.1%
成本合计 (万元)	315.14	440.38	417.88	615.84	862.43	1,195.57
毛利合计 (百万元)	80.71	161.62	186.38	259.38	315.62	419.23
YOY			15.3%	39.2%	21.7%	32.8%
综合毛利率	20.39%	26.85%	30.84%	29.64%	26.79%	25.96%

来源: 国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股上市公司中拥有光伏照明业务的东方日升，和拥有 LED 业务的阳光照明、鸿利光电、国星光电和勤上光电为估值对比对象，2012 年平均动态市盈率为 19 倍。
- 考虑到公司在北美的销售渠道优势，我们认为公司应该享有一定的估值溢价。我们给予公司 2012 年 20 倍估值，对应合理价值为 12.2 元。

图表12: 行业估值比较

公司	代码	现价 (5月6日收盘价)	EPS			P/E		
			2011	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
东方日升	300118	9.92	0.155	0.94	0.96	64.0	10.6	10.3
阳光照明	600481	17.85	0.6	0.75	0.96	29.8	23.8	18.6
鸿利光电	600875	9.13	0.67	0.73	0.94	13.6	12.5	9.7
国星光电	601727	17.36	0.56	0.96	0.87	31.0	18.1	20.0
勤上光电	002266	29.10	0.86	0.99	1.30	33.8	29.4	22.4
行业平均						34.4	18.9	16.2

来源: 国金证券研究所, 一致性预期来自同花顺

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	396	602	604	875	1,178	1,615
增长率		52.1%	0.4%	44.8%	34.6%	37.1%
主营业务成本	-315	-440	-418	-616	-862	-1,196
%销售收入	79.6%	73.2%	69.2%	70.4%	73.2%	74.0%
毛利	81	162	186	259	316	419
%销售收入	20.4%	26.8%	30.8%	29.6%	26.8%	26.0%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-4
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-27	-39	-44	-66	-88	-121
%销售收入	6.8%	6.5%	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-18	-42	-53	-74	-100	-137
%销售收入	4.6%	7.1%	8.7%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	35	79	88	117	124	157
%销售收入	9.0%	13.2%	14.5%	13.4%	10.5%	9.7%
财务费用	-2	-7	-10	-7	-11	-15
%销售收入	0.5%	1.1%	1.7%	0.8%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-1	0	-1	-11	-4	-6
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%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	33	73	76	99	109	136
营业利润率	8.3%	12.1%	12.6%	11.3%	9.3%	8.4%
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	34	74	77	100	110	137
利润率	8.5%	12.4%	12.7%	11.5%	9.4%	8.5%
所得税	-8	-19	-20	-15	-17	-21
所得税率	22.9%	25.1%	25.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	56	57	85	94	117
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	56	57	85	94	117
净利率	6.6%	9.2%	9.5%	9.7%	8.0%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	26	56	57	85	94	117
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	8	13	50	80	100
非经营收益	0	1	7	-13	11	15
营运资金变动	-39	-46	-128	-98	-112	-175
经营活动现金净流	-6	20	-51	24	73	57
资本开支	-3	-16	-93	-285	-302	99
投资	-27	-29	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-29	-45	-93	-285	-302	99
股权募资	0	116	0	375	-5	0
债权募资	8	30	117	-68	227	-127
其他	18	-61	-6	-3	-26	-30
筹资活动现金净流	26	85	110	304	196	-156
现金净流量	-9	60	-34	44	-33	0

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	6	70	39	83	50	50
应收款项	108	117	96	245	313	430
存货	156	216	224	418	585	811
其他流动资产	17	26	24	20	27	35
流动资产	287	429	383	765	975	1,325
%总资产	95.1%	95.1%	77.7%	68.0%	62.4%	77.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	8	16	28	303	538	352
%总资产	2.6%	3.6%	5.8%	26.9%	34.5%	20.5%
无形资产	7	6	82	54	45	38
非流动资产	15	22	110	360	586	393
%总资产	4.9%	4.9%	22.3%	32.0%	37.6%	22.9%
资产总计	302	451	494	1,125	1,561	1,719
短期借款	20	20	95	20	247	120
应付款项	247	219	72	309	432	599
其他流动负债	-3	2	18	48	58	73
流动负债	264	242	186	377	738	792
长期贷款	0	30	70	70	70	71
其他长期负债	11	12	17	7	7	7
负债	275	284	273	454	815	870
普通股股东权益	27	168	221	672	746	849
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	302	451	494	1,125	1,561	1,719

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	8.365	0.530	0.546	0.608	0.670	0.834
每股净资产	8.690	1.596	2.102	4.799	5.331	6.065
每股经营现金净流	0.055	0.198	-0.435	0.174	0.524	0.409
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	96.27%	33.23%	25.96%	12.68%	12.58%	13.75%
总资产收益率	8.60%	12.33%	11.61%	7.57%	6.01%	6.79%
投入资本收益率	47.06%	25.80%	16.20%	13.05%	9.90%	12.79%
增长率						
主营业务收入增长率	38.89%	52.11%	0.38%	44.82%	34.60%	37.07%
EBIT增长率	25.98%	123.42%	10.87%	33.26%	5.95%	26.26%
净利润增长率	36.51%	114.69%	2.95%	48.63%	10.19%	24.41%
总资产增长率	14.28%	49.65%	9.40%	127.91%	38.71%	10.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.0	62.7	59.0	95.0	90.0	90.0
存货周转天数	169.9	154.1	192.2	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	193.5	150.3	111.0	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	7.3	9.7	17.2	84.5	104.4	56.8
偿债能力						
净负债/股东权益	52.90%	-12.03%	56.96%	1.05%	35.83%	16.58%
EBIT利息保障倍数	19.5	12.2	8.6	17.4	11.3	10.7
资产负债率	91.07%	62.88%	55.30%	40.31%	52.20%	50.60%

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B