

上市定价（人民币）：39.20-43.55元

## 产业链延伸提升盈利能力

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

发行价(元)	36.00
发行A股数量(百万股)	66.00
总股本(百万股)	197.60
国金太阳能指数	1055.11
沪深300指数	3480.51
中小板指数	7516.10



### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.749	0.860	0.871	1.125	1.475
每股净资产(元)	2.64	2.83	11.58	12.57	14.05
每股经营性现金流(元)	0.41	0.19	0.43	1.58	1.32
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	3.82%	97.38%	35.05%	29.17%	31.09%
净资产收益率(%)	28.39%	30.45%	7.52%	8.95%	10.50%
总股本(百万股)	115.00	197.60	263.60	263.60	263.60

来源：公司年报、国金证券研究所

### 基本结论

- **产能规模偏小，未来将进一步扩张：**公司是晶体硅太阳能电池组件生产企业，2009年产量达94MW。公司截止2009年底组件产能为171MW，位居国内光伏组件生产企业第十位。
  - IPO募投项目全部达产后，组件产能将达到271MW，电池片产能170MW，规模仍偏小，但电池片自给率的提高将对毛利率提升有所贡献。公司未来利用超募资金进一步扩张产能将是大概率事件。
- **公司具有一定的技术优势，HIT电池或成公司未来亮点：**公司单晶和多晶硅太阳能电池片的平均转化效率在使用相对老旧的生产设备的前提下，分别达到17.5%和16.5%，略高于行业平均水平，显示出一定的技术优势。
  - 作为国内少数几家正在研发异质结太阳能电池(HIT cell)的光伏企业之一，公司凭借较完备的研发体系，未来有望在这一领域取得领先，或将成为公司未来亮点。
- **光伏发电装机量将保持较高速增长，市场竞争加剧，行业面临洗牌：**我们预计2010~2011年，全球光伏发电新增装机将分别达到14GW和18GW，增速恢复至93%和31%的较高水平，同时组件产能也将高速扩容。
  - 在产能以超过需求增长的速度大幅扩张的背景下，价格战将成为市场竞争的主题，中小型组件生产企业只有通过迅速做大产能规模，增强自身的综合竞争力，努力跨入具有明显规模优势的第一梯队企业行列，才能够长期分享行业的持续成长。

### 盈利预测与估值

- 我们预测公司2010~2012年EPS分别为0.871, 1.125, 1.475元，给予公司对应2010年EPS的45~50x市盈率，对应上市首日合理股价区间为39.20~43.55元。

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307

(8621)61038279

zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况，盈利预测与估值建议.....	3
由组件生产迈向产业链一体化，目前产能规模偏小.....	3
产能扩张及产业链纵向一体化提升公司盈利能力 .....	4
盈利预测 .....	5
相对估值及投资建议 .....	6
市场基础和研发体系完善，具有一定技术优势 .....	6
良好的市场布局和客户资源保障公司的成长 .....	6
具有一定的技术优势，HIT 电池或成公司未来亮点 .....	7
太阳能光伏行业有望保持高速增长，但市场竞争将日趋激烈.....	8
良性的景气循环推动光伏行业需求高速增长 .....	8
个别国家补贴力度的下调不会对全球光伏装机的高速增长形成实质性阻碍 ..	9
产能大幅扩张，竞争日趋激烈，行业面临洗牌 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

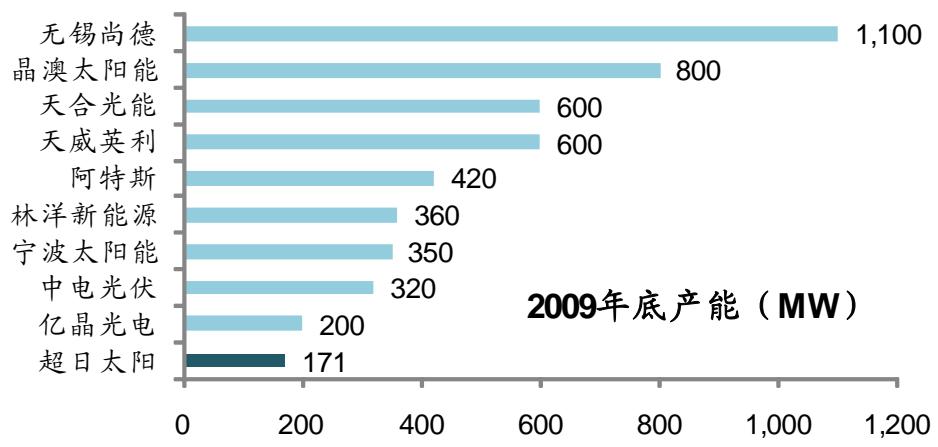
图表 1: 国内主要光伏电池组件厂商 2009 年底产能 (MW) .....	3
图表 2: 电池组件销量及增速 .....	3
图表 3: 主营业务收入增长 (单位: 百万元) .....	3
图表 4: 募集资金项目规划 (万元) .....	4
图表 5: 公司晶体硅电池片自给率及毛利率变化情况 .....	4
图表 6: A股光伏组件上市公司目前产能规划 (MW) 及扩产能力对比.....	5
图表 7: 公司 2008~2012E 产品销售情况及预测 .....	5
图表 8: 可比上市公司估值 (2010.11.05 收盘价) .....	6
图表 9: 公司 2010-2012 年销售框架协议 (单位: MW) .....	6
图表 10: 异质结太阳能电池 (HIT cell) 与传统晶体硅电池结构对比 .....	7
图表 11: 2004~2011E 全球光伏发电新增装机容量及增速 .....	8
图表 12: 晶体硅太阳能发电系统生产流程 (多晶硅) .....	8
图表 13: 太阳能光伏发电行业的关键景气指标 .....	8
图表 14: 1999~2011E 全球光伏电池产量及增速 .....	9

## 公司概况，盈利预测与估值建议

由组件生产迈向产业链一体化，目前产能规模偏小

- 公司是位于上海的一家晶体硅太阳能电池组件生产企业，生产业务覆盖从多晶硅铸锭到组件的较完整产业链，2009年组件产量为94MW，全球市场占有率为1.2%。
- 公司近年来产能扩张迅速，截止2009年底，组件产能达到171MW，但与国内龙头企业相比，规模仍然偏小，产能位居国内企业第十位。

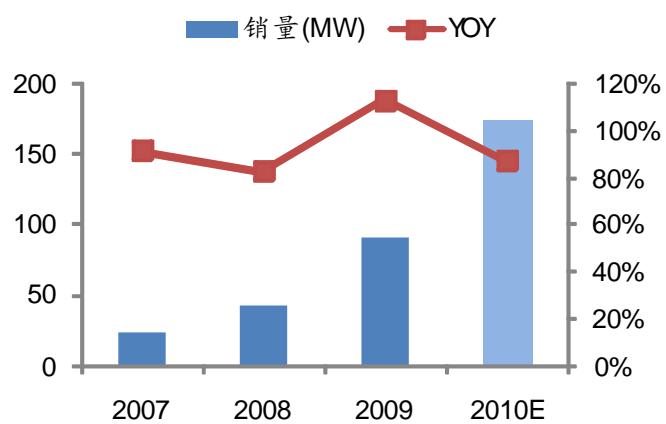
图表1：国内主要光伏电池组件厂商2009年底产能(MW)



来源：国金证券研究所

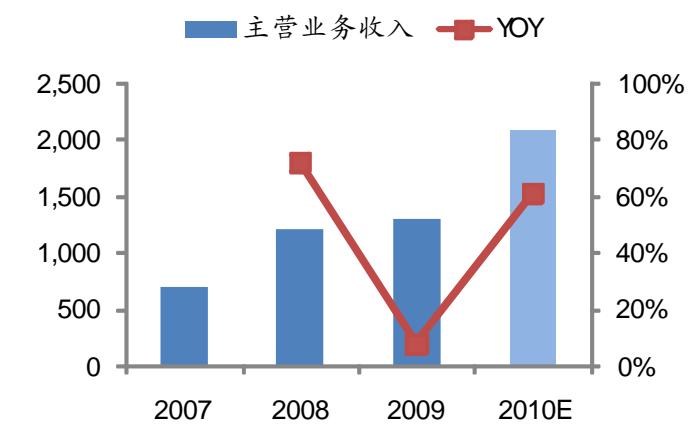
- 2009年公司主营业务收入并未随电池组件销量增长而增长，主要是由于上游多晶硅料价格大幅下跌，太阳能电池组件销售单价从2008年的27.61元/W下降到14.59元/W。2010年太阳能电池组件价格下降速度趋缓，收入将随着销量同步增长。

图表2：电池组件销量及增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表3：主营业务收入增长 (单位：百万元)



- 近年来全球太阳能装机增长迅速，2010年预计增速接近100%，光伏电池及组件生产企业普遍盈利良好。我们判断未来3~5年内，行业仍将维持30%以上的较高增速，公司若能抓住行业高速增长的良好机遇，利用好IPO募集资金（及后续可能的再融资），通过迅速做大产能规模，增强自身的综合竞争力，努力跨入具有明显规模优势的第一梯队企业行列，才能够长期分享行业的持续成长。

### 产能扩张及产业链纵向一体化提升公司盈利能力

- 公司本次 IPO 拟募集资金 12.94 亿元，主要投向 100MW 太阳能电池组件项目、50MW 单晶硅电池片以及 100MW 多晶硅电池片项目，以完成产能的扩充以及产业链配套。

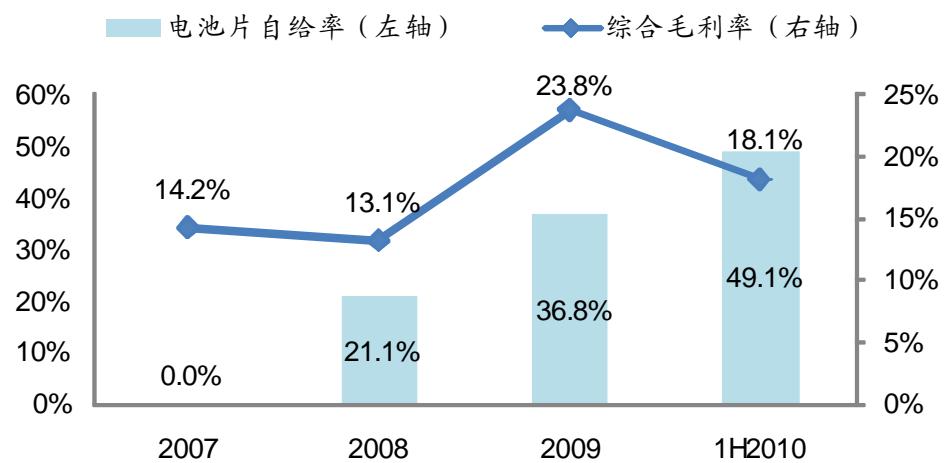
**图表 4：募集资金项目规划 (万元)**

	募集资金使用项目	募集资金
	年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（从硅锭到电池片）	65,089
产能配套及扩充	年产 50MW 单晶硅太阳能电池片项目（从硅片到电池片）	22,919
	年产 100MW 晶体硅太阳能电池组件项目	13,361
	小计	101,369
		8,004
研发中心建设项目		20,000
补充公司流动资金		129,373
合计		

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 100MW 多晶硅电池片项目一期 50MW 已经于 2009 年 4 月投产，公司向产业链上游的延伸降低了组件的生产成本，对毛利率提升有一定贡献。今年上半年毛利率下滑主要是因为欧元汇率大幅下跌，导致以人民币计算的太阳能电池组件售价跌幅超过了电池片自给带来的成本下降幅度。

**图表5：公司晶体硅电池片自给率及毛利率变化情况**



来源：国金证券研究所

- 公司募投项目全部达产后，晶体硅太阳能电池片的产能将达到 170MW，组件产能达到 271MW，电池片自给率将超过 60%，从而进一步降低生产成本，提升毛利率水平。
- 相比于国内龙头，公司募投项目达产后的产能规模仍然偏小。同时，根据销售框架协议，公司 2012 年订单将达到 422MW，远远超过目前规划的产能，组件生产线的进一步扩容将是大概率事件。
- 另外，公司规划的 170MW 电池片产能尚不能完全满足组件生产的配套。目前公司自产多晶硅电池片的成本为 7.93 元/W，相比于外购的 11.03 元/W，成本降幅达到 28.1%。作为降低成本、提升毛利率的重要环节，我们认为公司在扩张组件产能的同时，将进一步提高电池片自给率，完善产业链配套。
- 公司本次 IPO 发行定价为 36 元，总共将募集资金 23.76 亿元，除去本次的募投项目金额 12.94 亿元以及相关发行费用，超募资金将达到 10 亿元，为公司未来产能扩充和产业链完善提供了一定的资金保证。

**图表6: A股光伏组件上市公司目前产能规划 (MW) 及扩产能力对比**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	超募金额(亿元)
超日太阳	64	171	201	251	271	10.82
向日葵	58	133	175	175	275	6.07
东方日升	37	65	100	150	150	13.38
海通集团	200	200	200	350	350	NA

来源：国金证券研究所

- 我们认为，根据公司目前已经签订的销售框架协议和战略发展目标，公司利用超募资金进一步扩大电池片和组件的产能将是大概率事件。
- 假设公司在 2011 年上半年进行 100MW 电池片与组件的产能扩张（约需资金 7~8 亿元），则 2011 年和 2012 年的加权平均产能将分别达到约 300MW 和 370MW。
- 进一步向产业链下游延伸，培养新的增长点：2009 年，“上海超日（洛阳）自建 350KWp 并网电站建设项目”被审批列为“金太阳示范工程项目”。国内终端太阳能电站建设的启动，有望成为公司新的利润来源。

### 盈利预测

- 各国光伏上网电价补贴近年来逐步下降，为保证电站建设的盈利，要求组件价格持续下降。
  - 我们预计未来 2~3 年内，组件价格将维持年均 10% 左右的降幅。由于成本也有一定的下降空间，因此毛利率下滑幅度有限，尤其是随着公司电池片自给率的逐渐提升，将有能力维持相对较高的盈利水平。
- 根据公司目前框架协议的订单数量，我们测算公司 2010~2012 年的晶体硅太阳能电池组件销售数量将分别达到 190MW, 290MW 和 430MW。
- 我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.871, 1.125, 1.475 元，三年净利润复合增长率达到 36.5%。

**图表7: 公司 2008~2012E 产品销售情况及预测**

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>单晶硅组件</b>					
平均售价 (元/W)	28.38	15.18	11.00	9.80	8.70
增长率 (YOY)	-6.27%	-46.51%	-27.54%	-10.91%	-11.22%
销售数量 (MW)	40.38	62.77	110.00	140.00	180.00
增长率 (YOY)	99.90%	55.45%	75.24%	27.27%	28.57%
销售收入 (百万元)	1,146	953	1,210	1,372	1,566
增长率 (YOY)	87.36%	-16.85%	26.99%	13.39%	14.14%
毛利率	13.1%	22.3%	15.0%	14.5%	14.5%
<b>多晶硅组件</b>					
平均售价 (元/W)	27.61	14.59	11.10	9.60	8.50
增长率 (YOY)	-5.64%	-47.16%	-23.92%	-13.51%	-11.46%
销售数量 (MW)	2.21	23.91	80.00	150.00	250.00
增长率 (YOY)	-28.48%	981.90%	234.59%	87.50%	66.67%
销售收入 (百万元)	61	349	888	1,440	2,125
增长率 (YOY)	-32.51%	471.71%	154.55%	62.16%	47.57%
毛利率	13.1%	27.7%	22.5%	20.0%	20.0%
销售总收入 (百万元)	1,207	1,302	2,098	2,812	3,691
平均毛利率	13.14%	23.76%	18.17%	17.32%	17.67%

来源：国金证券研究所

### 相对估值及投资建议

- 我们选取 A 股太阳能行业内七家上市公司作为相对估值参考，相关上市公司 2010 年 PE 均值为 45x。
- 与前期在创业板上市的两家光伏电池组件生产企业相比，公司在产能上具有一定优势，且在目前已签订的销售框架协议和充足超募资金的保障下，未来两年内产能的进一步扩张将是大概率事件，我们认为公司可以享受一定的估值溢价，给予对应 2010 年 EPS 的 45~50x PE，对应上市首日价格为 39.20~43.55 元。
- 公司发行价为 36.00 元，对应 2010 年 41 倍 PE，建议申购。

图表 8：可比上市公司估值 (2010.11.05 收盘价)

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
300111.SZ	向日葵	23.88	0.35	0.54	0.68	68.2	44.2	35.1
300118.SZ	东方日升	53.00	0.93	1.35	1.81	57.0	39.3	29.3
600537.SH	海通集团	41.02	1.24	1.69	2.51	33.1	24.3	16.3
600550.SH	天威保变	29.08	0.70	0.94	1.18	41.5	30.9	24.6
300080.SZ	新大新材	58.26	1.18	1.87	2.45	49.4	31.2	23.8
600406.SH	奥克股份	53.36	1.17	1.91	2.71	45.6	27.9	19.7
002083.SZ	孚日股份	12.54	0.19	0.23	0.34	66.0	54.5	36.9
均 值						45.0	31.8	22.8
<b>002506.SZ</b>	<b>超日太阳</b>	<b>36.00</b>	<b>0.87</b>	<b>1.13</b>	<b>1.47</b>	<b>41.3</b>	<b>32.0</b>	<b>24.4</b>

来源：国金证券研究所

### 市场基础和研发体系完善，具有一定技术优势

#### 良好的市场布局和客户资源保障公司的成长

- 公司将市场开拓放在第一位，紧跟世界各国最新的新能源政策及市场动向，不断调整和优化市场布局：
  - 在欧洲，公司产品已经具备了较为深厚的客户基础和较高的知名度；在美国，光伏产业将进入爆发性增长期，公司设立控股子公司，为美国市场的开拓奠定了坚实的基础；在日本，公司成功和日本当地具有强大销售网络的 TSK 公司结成了战略合作关系，并签订了框架协议。
  - 《框架协议》确保公司产能的消化：公司通过与主要客户签订 1-3 年的销售框架协议安排生产。尽管框架协议不具有合同的效用，但是从往年来看，公司客户都很好的执行了协议的。我们认为，框架协议保证了公司未来三年的产品销量。

图表9：公司 2010-2012 年销售框架协议 (单位: MW)

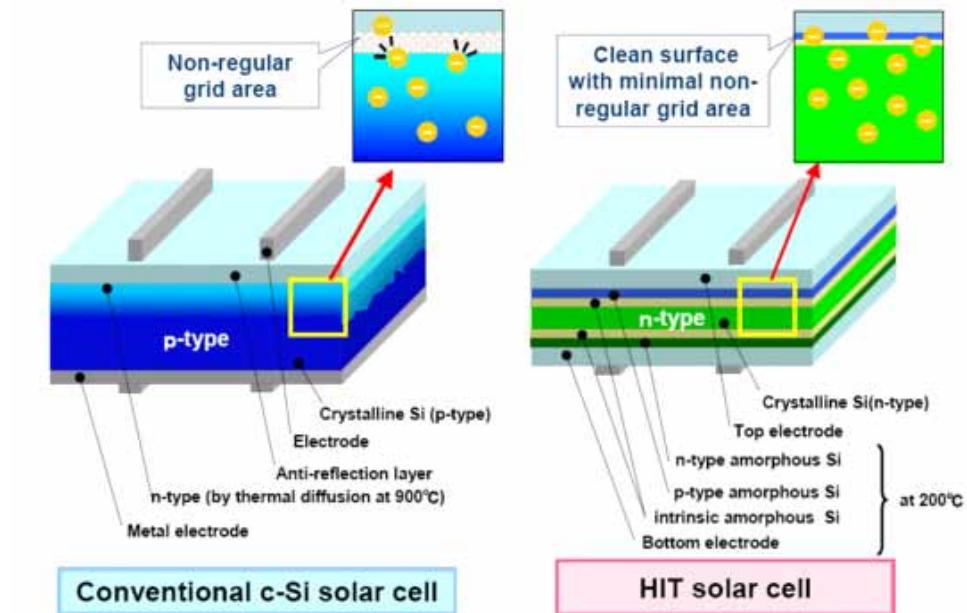
客户	2010	2011	2012
China Solar	50	65	84.5
KEE	15	25	35
Turra Energia SRL	40	60	80
V&R Electrics	15	25	35
Eco China	15	25	35
Andreas Damm Solarprojekte	15	20	30
TSK	9.5	66.5	104.5
KNC	8	12	18
<b>合计</b>	<b>168</b>	<b>299</b>	<b>422</b>

来源：招股说明书 国金证券研究所

### 具有一定的技术优势，HIT 电池或成公司未来亮点

- 电池转化效率是衡量光伏电池生产企业技术水平的最关键指标，公司单晶硅和多晶硅太阳能电池片的平均转化效率在使用相对老旧的生产设备的前提下，已分别达到了 17.5% 和 16.5%，高于 17.2% 和 16.2% 的行业平均水平，处于业内领先水平。
- 光伏电池转化效率的高低主要由原材料质量、生产设备、技术工艺三者共同决定的，公司短期目标是通过设备更新和技术工艺改进，在明年将单晶硅和多晶硅电池片的平均转化效率分别提高到 18.2% 和 17%，而 1% 的转化效率提升就对应着 5% 的成本下降。
- 公司形成内部研发、内外合作及外部顾问三层有效互补的研发体系。公司依托上海交通大学和中山大学，在提升电池转化效率、聚光电池、异质结太阳能电池等新型电池技术等方面均取得了一定的进展，为公司的长期发展和新的利润增长点的挖掘提供了潜力。
- 异质结太阳能电池是公司未来的重点研发方向之一，目前此类电池只有日本三洋实现批量生产，到今年为止技术保护期将到期。采用这种技术的太阳能电池的转化效率理论上最高能够接近 30%，三洋已经实现 23% 的转化效率，公司的第一目标是达到 20%。

图表10：异质结太阳能电池（HIT cell）与传统晶体硅电池结构对比



来源：国金证券研究所

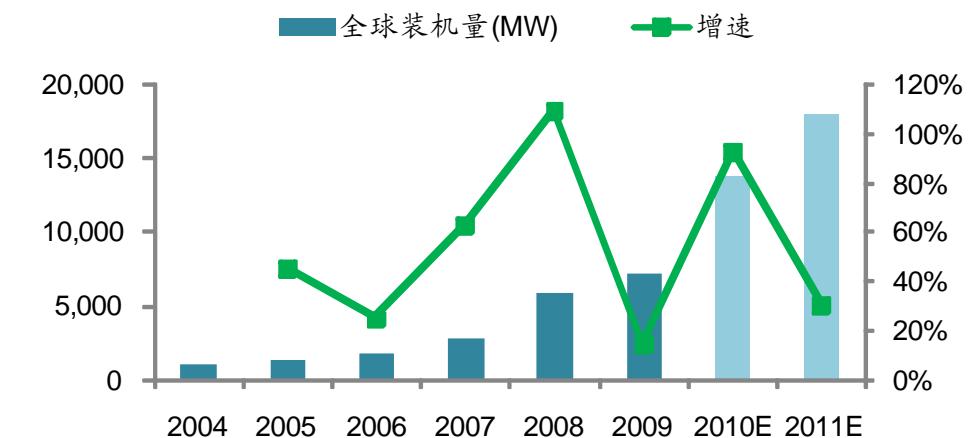
- 异质结太阳能电池（HIT cell）是指采用 HIT 结构的硅太阳能电池，所谓 HIT(Heterojunction with Intrinsic Thinlayer) 结构就是在 p 型氢化非晶硅和 n 型氢化非晶硅与 n 型硅衬底之间增加一层非掺杂（本征）氢化非晶硅薄膜，采取该工艺措施后，改善了 P-N 结的性能，因而可以实现更高的光电转化效率，并且全部生产工艺可以在 200℃ 以下完成。
- 转化效率的不断提高是光伏电池技术发展的核心趋势，公司在新型高效电池方面（如 HIT 电池）的研发进展值得关注，一旦实现高转化率的技术突破，并与成本达到平衡，则将对公司长期发展形成实质性利好。

## 太阳能光伏行业有望保持高速增长，但市场竞争将日趋激烈

### 良性的景气循环推动光伏行业需求高速增长

- 目前太阳能光伏发电产业可以说是全球发展最快的新能源产业。自 20 世纪 80 年代以来，世界主要发达国家政府出于环境保护、可持续发展战略等考虑，先后制定了针对本国国情的系统光伏发展计划和产业政策，光伏发电产业因而得到了迅速发展。
- 全球光伏发电装机量从 2005 年起开始高速增长，受全球金融危机影响，2009 年的新增装机量增速下滑至 15%，但绝对数量仍高达 7.2GW，我们预计 2010~2011 年，全球新增装机将分别达到 14GW 和 18GW，增速则恢复至 93% 和 31% 的较高水平。

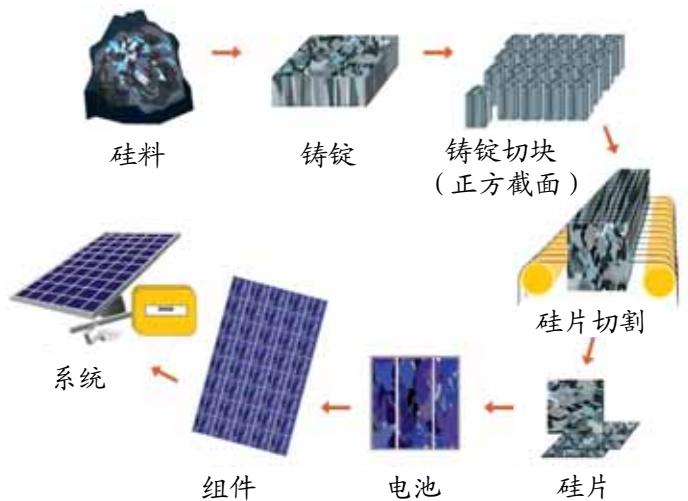
图表11：2004-2011E 全球光伏发电新增装机容量及增速



来源：国金证券研究所

- 从 2009 年年底以来，光伏电池组件制造业的一片繁荣有目共睹，目前行业无疑正处于景气高峰，然而此时大多“冷静人士”考虑更多的却是这一高景气程度所能持续的时间。
- 全球范围内的产能扩张“大跃进”，是否会使得光伏组件制造业这样一个资本和技术双密集的高端制造业也沦为“产能过剩”的行业，是人们问得最多的一个问题。

图表12：晶体硅太阳能发电系统生产流程（多晶硅）



来源：国金证券研究所

图表13：太阳能光伏发电行业的关键景气指标



- 我们认为，短期来看，超过需求增速的产能扩张势必会明显改变市场供需格局，组件价格将明显下降，企业盈利空间亦将被压缩。
- 但同时我们必须看到，组件价格的下跌将显著提升光伏电站项目的内部收益率，从而吸引更多的资金投向光伏电站的开发建设，而这又将进一步拉动需求的增长，形成光伏发电产业发展的良性循环。

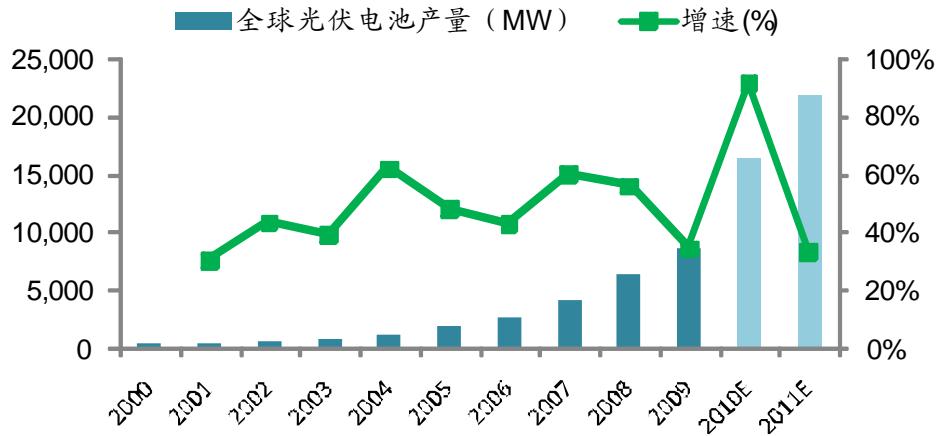
#### 个别国家补贴力度的下调不会对全球光伏装机的高速增长形成实质性阻碍

- 今年5月，德国联邦议院下院采纳了对2000年首次提出的可再生能源法案（EEG）的再次修订，将地面光伏电站和屋顶系统的电价补贴分别下调11%和16%。
- 但同时，修订案也大幅上调了EEG年光伏装机量目标至3.5GW，并将商用屋顶系统的装机容量申请上限提升至500kW。
- 我们认为，让很多人倍感担忧的德国补贴下调，实际上是光伏安装大国政府对光伏发电成本下降潜力的肯定，意在促进光伏发电的长期成长，提升其在电力供应中的份额。
- 此外，类似分别于2008和2009年实现爆发式装机增长和西班牙的德国，光照条件优秀的意大利、补贴慷慨的捷克和法国、经济发达的美国和日本等国家，都有可能在未来给我们带来惊喜。

#### 产能大幅扩张，竞争日趋激烈，行业面临洗牌

- 随着金融危机阴影的逐渐散去，全球光伏装机需求迅速回暖，各大电池及组件厂商均大幅扩产以满足高速增长的下游需求，且这种产能扩张的步伐丝毫没有放缓的迹象。
- 我们根据全球计划装机量预测的2011年光伏电池需求约为23GW，而全球产能届时将超过30GW，因此，如今年这番大小企业都开足马力生产、都赚得鹏满钵满的热闹景象，在明年将难以重现。

图表14：1999~2011E 全球光伏电池产量及增速



来源：国金证券研究所

- 在行业无法保证较高开工率的情况下，价格战将成为市场竞争的主题，那些规模效应不强、客户资源单一、成本及费用控制力偏弱的企业将最先被淘汰出局。
- 因此我们认为，在即将到来的激烈市场竞争中，迅速做大规模、掌握行业领先的生产工艺、开发更广泛的客户资源、尝试向产业链下游延伸等，都将成为光伏电池及组件企业谋求生存和发展的有效手段。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>723</b>	<b>1,270</b>	<b>1,318</b>	<b>2,098</b>	<b>2,812</b>	<b>3,691</b>
增长率	75.7%	3.8%	59.2%	34.0%	31.3%	
<b>主营业务成本</b>	-622	-1,107	-1,005	-1,717	-2,325	-3,039
%销售收入	86.0%	87.2%	76.3%	81.8%	82.7%	82.3%
<b>毛利</b>	<b>101</b>	<b>163</b>	<b>313</b>	<b>381</b>	<b>487</b>	<b>652</b>
%销售收入	14.0%	12.8%	23.7%	18.2%	17.3%	17.7%
<b>营业税金及附加</b>	0	0	-1	-2	-3	-4
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>营业费用</b>	-6	-13	-16	-31	-42	-55
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>管理费用</b>	-10	-37	-63	-94	-141	-185
%销售收入	1.4%	2.9%	4.8%	4.5%	5.0%	5.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>232</b>	<b>253</b>	<b>301</b>	<b>408</b>
%销售收入	11.7%	8.9%	17.6%	12.1%	10.7%	11.1%
<b>财务费用</b>	0	-7	-17	13	43	45
%销售收入	-0.1%	0.6%	1.3%	-0.6%	-1.5%	-1.2%
<b>资产减值损失</b>	6	-7	-23	-1	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	-3	3	0	0	0
<b>投资收益</b>	0	0	0	-1	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>195</b>	<b>264</b>	<b>344</b>	<b>452</b>
<b>营业利润率</b>	12.6%	7.5%	14.8%	12.6%	12.2%	12.3%
<b>营业外收支</b>	4	3	4	6	5	5
<b>税前利润</b>	<b>96</b>	<b>99</b>	<b>199</b>	<b>270</b>	<b>349</b>	<b>457</b>
<b>利润率</b>	13.2%	7.8%	15.1%	12.8%	12.4%	12.4%
<b>所得税</b>	-13	-13	-29	-40	-52	-69
<b>所得税率</b>	13.5%	13.0%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>170</b>	<b>229</b>	<b>297</b>	<b>389</b>
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	-1	0	0
<b>归属于母公司的净</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>170</b>	<b>230</b>	<b>297</b>	<b>389</b>
<b>净利率</b>	11.5%	6.8%	12.9%	10.9%	10.5%	10.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>170</b>	<b>229</b>	<b>297</b>	<b>389</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-3	14	43	39	57	88
非经营收益	2	6	5	13	-5	-5
营运资金变动	24	-60	-180	-167	67	-124
<b>经营活动现金净流</b>	<b>106</b>	<b>47</b>	<b>37</b>	<b>114</b>	<b>416</b>	<b>347</b>
资本开支	-96	-223	-179	-30	-299	-270
投资	-2	2	-30	-3	-1	-1
其他	0	0	1	-1	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-221</b>	<b>-207</b>	<b>-34</b>	<b>-300</b>	<b>-271</b>
股权募资	90	0	85	2,265	-36	0
债权募资	-10	213	157	-390	0	1
其他	-1	-63	-108	-10	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>151</b>	<b>135</b>	<b>1,864</b>	<b>-36</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>87</b>	<b>-23</b>	<b>-36</b>	<b>1,945</b>	<b>80</b>	<b>77</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	89	120	177	2,122	2,201	2,278
<b>应收款项</b>	53	89	319	258	345	453
<b>存货</b>	88	92	170	71	96	125
<b>其他流动资产</b>	109	44	124	436	357	465
<b>流动资产</b>	340	346	790	2,886	2,999	3,321
%总资产	86.0%	50.7%	62.5%	86.2%	80.9%	78.8%
<b>长期投资</b>	4	2	3	1	0	0
<b>固定资产</b>	42	321	362	435	678	861
%总资产	10.5%	47.2%	28.6%	13.0%	18.3%	20.4%
<b>无形资产</b>	9	9	100	23	28	33
<b>非流动资产</b>	55	336	473	461	708	896
%总资产	14.0%	49.3%	37.5%	13.8%	19.1%	21.2%
<b>资产总计</b>	<b>395</b>	<b>682</b>	<b>1,263</b>	<b>3,347</b>	<b>3,706</b>	<b>4,217</b>
<b>短期借款</b>	5	218	375	0	0	0
<b>应付款项</b>	163	172	305	262	356	465
<b>其他流动负债</b>	10	-13	9	31	37	49
<b>流动负债</b>	178	377	689	294	393	514
<b>长期贷款</b>	0	0	0	0	0	1
<b>其他长期负债</b>	0	2	15	0	0	0
<b>负债</b>	<b>178</b>	<b>378</b>	<b>704</b>	<b>294</b>	<b>393</b>	<b>515</b>
<b>普通股股东权益</b>	217	303	558	3,053	3,314	3,702
<b>少数股东权益</b>	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>395</b>	<b>682</b>	<b>1,263</b>	<b>3,347</b>	<b>3,706</b>	<b>4,217</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.721	0.749	0.860	0.871	1.125	1.475
每股净资产	1.889	2.638	2.826	11.582	12.570	14.045
每股经营现金流	0.925	0.408	0.187	0.434	1.577	1.318
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	38.20%	28.39%	30.45%	7.52%	8.95%	10.50%
总资产收益率	21.00%	12.64%	13.46%	6.86%	8.00%	9.22%
投入资本收益率	32.95%	18.89%	21.24%	7.05%	7.72%	9.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	75.74%	3.81%	59.15%	34.03%	31.26%
EBIT增长率	N/A	33.98%	105.45%	8.90%	18.95%	35.55%
净利润增长率	N/A	3.82%	97.38%	35.05%	29.17%	31.09%
总资产增长率	N/A	72.52%	85.26%	165.06%	10.75%	13.78%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.9	15.7	48.8	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	25.8	29.7	47.5	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	13.6	25.8	49.0	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	18.8	20.3	88.3	66.3	81.0	82.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-39.05%	32.13%	35.49%	-69.66%	-66.61%	-61.71%
EBIT利息保障倍数	-204.7	16.2	13.4	-20.2	-7.0	-9.1
资产负债率	45.02%	55.49%	55.75%	8.78%	10.61%	12.21%

**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形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)-61038311  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：200011  
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：(8610)-66215599-8832  
传真：(8610)-61038200  
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：(86755)-82805115  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室