

中国宝安 (000009)

布局新能源产业制高点、唱响春天的故事

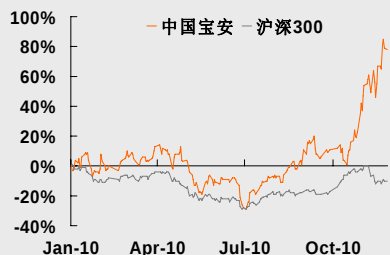
强烈推荐 (维持)

现价: 15.28 元

主要数据

行业	综合类
公司网址	www.chinabaoan.com
大股东/持股	深圳市富安控股有限公司/8.42%
实际控制人/持股	其他股东/84.82%
总股本(百万股)	1,091
流通 A 股(百万股)	1,073
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	184.77
流通 A 股市值(亿元)	181.72
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	61.7

行情走势图



相关研究报告

研究员

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

投资要点

■ 2011 年合理价值 30.4 元，较目前股价有 90%左右上涨空间

我们对中国宝安三块主要业务分别进行测算，认为其未来一年合理股价为 30.4 元。其构成为：30.4 元=13.92 (地产) +4.3 (医药) +11.8 (新能源) +0.33 (其它)。

预计 2010 年、2011 年、2012 年新能源业务 EPS 贡献分别为 0.07 元、0.15 元、0.24 元。新能源是中国宝安未来发展最快的业务板块，产业链的逐步完善更有可能使新能源业绩贡献超出预期，我们给予新能源业务 2012 年 50 倍 PE 估值，认为其合理价值为 11.8 元/股。

预计公司 2011 年房地产业务贡献 0.49 元/股，房地产业务按照 RNAV 估值价值为 13.92 元/股。2011 年生物医药贡献 0.11 元，给予 40 倍 PE，生物医药价值为 4.3 元/股。此外，公司旗下多家投资企业登陆创业板，按现有市值计算对应每股 0.33 元。

■ 新能源、地产、生物医药三足鼎立

公司发展目标明确，战略架构逐渐清晰，高新技术、房地产和生物医药为中国宝安三大主要业务板块。近年来，通过对旗下业务的战略性调整，高新技术产业在公司收入中占比逐步增加。

■ 布局产业链关键制高点、坐拥细分龙头、新能源业务进可攻退可守

中国宝安是现有上市公司中新能源布局最为完整的企业，子公司业务涵盖矿产资源、电池材料、电机及其控制器、电池检测设备、电池管理系统、充电桩/柜等新能源汽车关键零部件业务。其新能源业务布局早，发展迅速；优质子公司步步入囊，产品技术领先，质量层出新高。

旗下拥有电池负极材料龙头贝特瑞，进军日韩成效显著；三元材料龙头天骄科技技术储备雄厚，上述两家公司在电池材料领域已具备领先优势，新能源汽车产业发展为公司进一步壮大打开空间。宁波拜特测控与深圳大地和着力布局电动车配件市场，拜特专注于动力电池检测设备、BMS、充电柜，深圳大地和则在电动车电机及其控制器领域走在行业前列。

公司新能源业务发展势头迅猛、产业链日趋完善，旗下子公司均为对应行业龙头，且其发展并不完全依赖于新能源车市场，可谓“进可攻退可守”，新能源汽车产业的大发展更有望打开一片崭新天地迎接新能源、新材料的春天。

■ 实施股权激励增添发展动力

股权激励计划实施将极大健全公司激励机制，确保上下齐心形成发展合力，将各子公司的自身利益都融入到中国宝安的未来发展中，有利于公司发展目标的实现，更有利于投资者的利益，对公司历史意义重大。

正文目录

投资要点	1
一、 新能源、地产、医药三业并举	4
二、 估值：未来一年合理价值 30.4 元	5
三、 布局新能源产业制高点	5
3.1 公司新能源战略版图	5
3.2 新型零配件的春天	6
3.3 新能源产业链子公司介绍	8
3.3.1 贝特瑞—负极材料龙头风头正劲	8
3.3.2 深圳天骄科技——国内三元材料龙头	12
3.3.3 宁波拜特—动力电池检测设备领先者	14
3.3.4 深圳大地和——电动车电机及其控制器领域的佼佼者	16
四、 股权激励—投资型公司也有春天	18
五、 地产业务稳健发展	19
六、 生物医药—坐拥龙头、多点开花	21
七、 创业板打开风投业务成长空间	22
八、 投资建议	23

图表目录

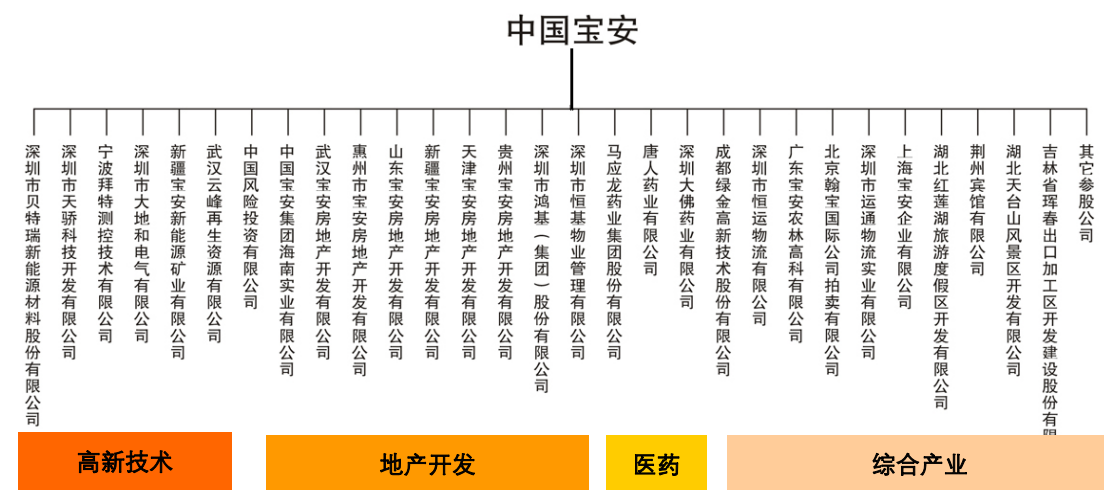
图表 1	中国宝安集团 2010 年组织架构图	4
图表 2	中国宝安营业收入构成	4
图表 3	中国宝安营业利润构成	4
图表 4	中国宝安分块估值	5
图表 5	中国宝安 2011 年 EPS 构成	5
图表 6	中国宝安新能源版图	6
图表 7	我国新能源汽车销量预计	7
图表 8	国内新能源汽车新增关键部件/材料市场容量预测	7
图表 9	国内新能源汽车销量预测	7
图表 10	国内新能源汽车部件市场增量	7
图表 11	中国宝安主要新能源子公司盈利及预测	8
图表 12	各类负极材料使用比例	8
图表 13	全球锂电负极材料企业市场占有率	8
图表 14	贝特瑞简况	9
图表 15	贝特瑞近况	10
图表 16	BTR 未来全球市占率预测	11
图表 17	贝特瑞收入利润预测	11
图表 18	国内新能源汽车新增锂电负极材料市场容量预测	11
图表 19	深圳天骄科技发展历程	12
图表 20	天骄科技收入、净利润预测	13
图表 21	各类锂电池正极材料性能对比	13
图表 22	国内新能源汽车新增锂电正极材料市场容量预测	14
图表 23	宁波拜特电池管理系统应用案例	15
图表 24	国内新能源车 BMS 系统市场增量预测	16
图表 25	宁波拜特测控收入利润及预测	16
图表 26	深圳大地和的发展历程	17
图表 27	深圳大地和电机产品及其新能指标	17
图表 28	深圳大地和收入、净利润预测	17
图表 29	我国新能源汽车新增驱动电机市场容量预测	18
图表 30	中国宝安股权激励方案之行权条件	19
图表 31	股权激励成本	19
图表 32	中国宝安各地区可结算面积	20
图表 33	中国宝安地产业务项目一览	20
图表 34	中国宝安地产业务估值	21
图表 35	中国宝安医药生物板块子公司	22
图表 36	马应龙上市以来总市值变化 (2004021—20101231)	22
图表 37	中国宝安目前持有的上市公司股份	23

一、 新能源、地产、医药三业并举

中国宝安集团股份有限公司成立于 1983 年 7 月，1991 年在深交所上市。目前公司业务主要分为三大板块：高新技术产业、房地产业和生物医药业。公司拥有全资企业及控股企业二十多家，持有上市公司马应龙（600993）、深鸿基（000040）部分股权，此外还直接持有或者通过旗下子公司中国风险投资公司持有数家上市公司股权。

目前公司前两大股东为深圳富安控股公司、深圳市宝安区投资管理公司，所持股比分别为 8.4%、6.8%。2010 年 11 月初通过对 261 名本部及核心子公司核心骨干的股权激励草案，有利于吸引、稳定、激励优秀的管理人才和核心技术骨干，齐心协力推动公司战略目标的达成，公司有望由此形成其作为投资型公司的发展合力。

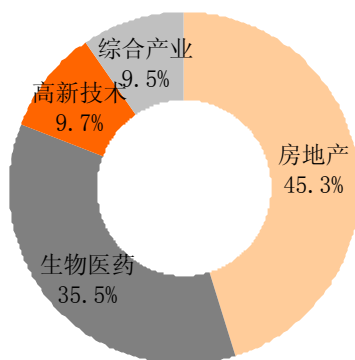
图表 1 中国宝安集团 2010 年组织架构图



资料来源：公司网站

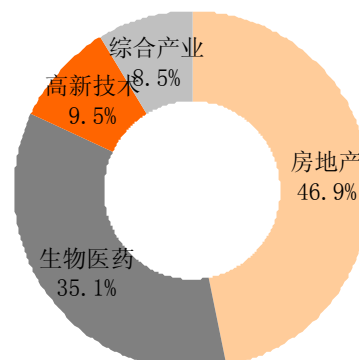
近年来，公司通过对旗下业务的战略性调整，高新技术产业在企业收入中占比逐步增加。根据我们对公司各板块盈利预测，2011 年新能源业务贡献权益净利润将占中国宝安净利润 20%。

图表 2 中国宝安营业收入构成



资料来源：公司公告

图表 3 中国宝安营业利润构成



资料来源：公司公告

二、估值：未来一年合理价值 30.4 元

根据我们对中国宝安三块主要业务分别进行的测算,认为其未来一年合理价值为 30.4 元。其构成为: 30.4 元=13.92 (地产)+4.3 (医药)+11.8 (新能源)+0.33 (其它)。

2010 年、2011 年每股收益分别为 0.45 元(地产 0.29 元、医药 0.09 元、新能源 0.07 元)、0.75 元(地产 0.49 元、医药 0.11 元、新能源 0.15 元)。

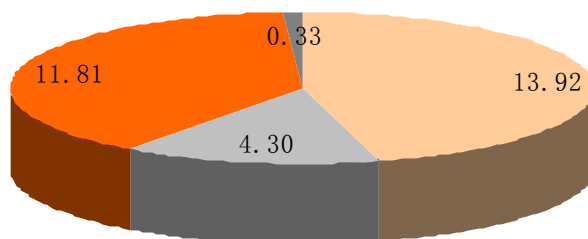
- **房地产业务**: 我们预计公司 2010 年、2011 年房地产业务贡献 EPS0.29 元、0.49 元。房地产业务按照 RNAV 估值价值为 2010 年 13.06 元/股、2011 年 13.92 元/股。
- **生物医药**: 我们预计公司 2010 年、2011 年生物医药业务贡献 EPS0.09 元、0.11 元。生物医药业务按照 PE=40 估值价值为 2010 年 3.46 元/股、2011 年 4.3 元/股。
- **新能源**: 我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年新能源业务贡献 EPS0.07 元、0.15 元、0.24 元。根据我们对公司各板块盈利预测,2011 年新能源业务贡献权益净利润将占中国宝安净利润的 20%左右。新能源是宝安未来发展最为快速的业务板块,产业链的逐步完善更有可能使新能源业绩贡献超出预期,我们给予新能源业务 2012 年 EPS 50 倍 PE,认为其合理价值为 11.8 元/股。
- **其它**: 2010 年公司旗下多个参股企业上市,按现有市值计算对应每股 0.33 元。

图表 4 中国宝安分块估值

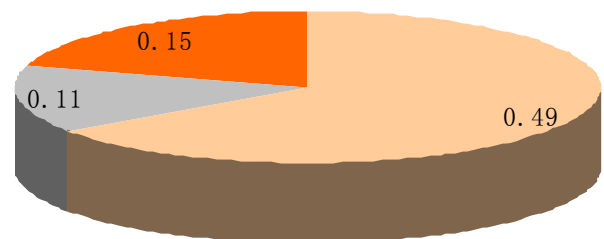
单位: 元/股

图表 5 中国宝安 2011 年 EPS 构成

单位: 元/股



■ 地产 (RNAV) ■ 生物医药 ■ 新能源 ■ 风投业务



■ 地产 ■ 生物医药 ■ 新能源

资料来源: 平安证券研究所

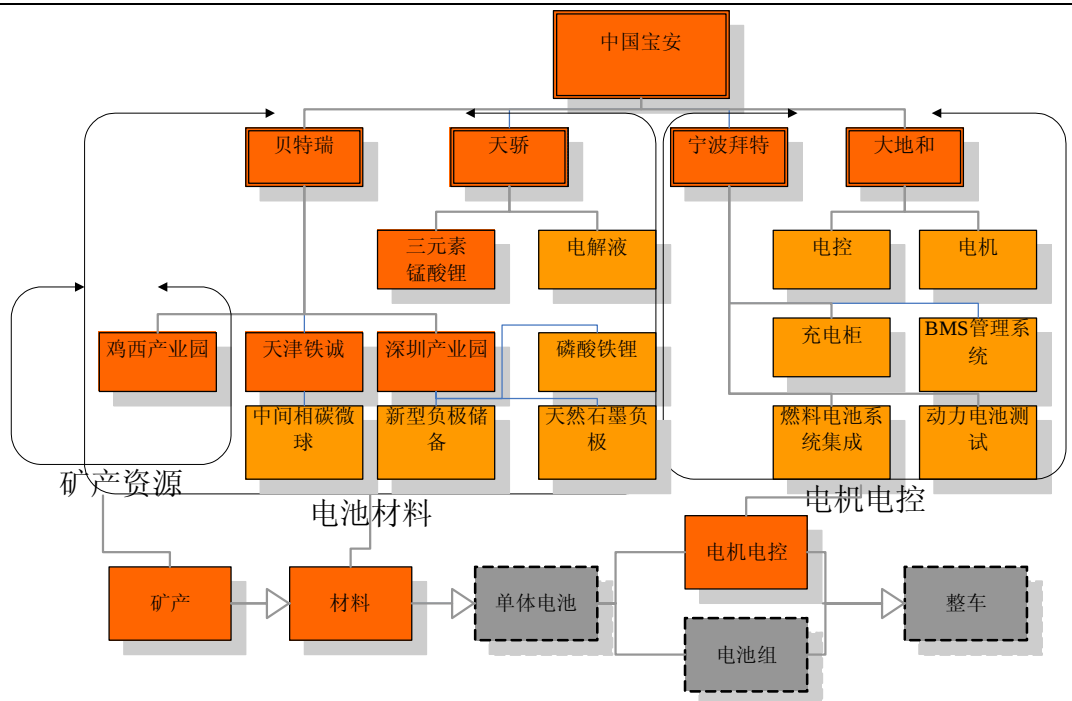
资料来源: 平安证券研究所

三、布局新能源产业制高点

3.1 公司新能源战略版图

中国宝安是现有上市公司中新能源布局最为完整的企业。其新能源板块业务涵盖了矿产资源、电池材料、电机及其控制器、电池检测设备、电池管理系统、充电桩/柜等新能源汽车关键零部件业务。公司新能源业务近年发展迅速,优质子公司步步入囊,产品技术领先,质量层出新高。

图表 6 中国宝安新能源版图



资料来源：平安证券研究所

深圳贝特瑞为全球锂电池负极材料龙头，布局负极生产全产业链，上有石墨矿，下有加工厂，可有效控制成本和产品质量。公司致力于高品质锂离子电池负极材料、磷酸铁锂正极材料的研发生产，年利润规模超亿元，具备分拆上市的条件。

深圳天骄科技主要产品包括锂离子电池三元正极材料、锰酸锂和电解液。在国内率先实现了新型锂电池三元正极材料大规模工业化生产，产销逐年递增，三年增长十倍，由开始的年产300吨到现在年产3000吨。

宁波拜特测控主要致力于新型动力电池（以锂电池与燃料电池为主）与新型储能电池的检测设备的研发和制造，在新能源汽车锂电源管理系统及新型储能电站等相关业务领域发展潜力大。

深圳大地和在新能源车驱动电机及其控制器领域处于国内前列，拥有较丰富的配套经验，能为整车企业批量提供电机及电机控制器。

此外，宝安还拥有石墨资源，鸡西石墨产业园将于 2011 年 3 月建成投产，当年将部分达产贡献利润。我们判断中国宝安后期或将触角延伸至锂矿资源等锂电产业链其它节点。

3.2 新型零配件的春天

2010 年为新能源汽车发展元年，国家和地方政府陆续出台了多项产业促进政策，众多企业投身新能源产业的发展，在社会各界集体攻关的共同努力下，后期行业将实现倍增式成长。

鼓励和支持新能源汽车产业发展是我国十二五规划的重要组成部分，国家计划从现在起至 2020 年，投入 1000 亿人民币推动产业发展，使我国新能源汽车保有量达到 500 万辆。按照现有保有量和相关规划，预计 2015 年我国新能源汽车保有量达百万辆。我们认为新能源产业大发展初期，核心部件类、资源类公司最早最快受益。

图表 7 我国新能源汽车销量预计 单位：万辆

类型	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2010—2015 年 总和
乘用车								
混合动力		0.3	0.8	2	4	7	9	23.1
纯电动		0.9	1.75	4	8	16	34	64.65
小计	0.03	1.2	2.55	6	12	23	43	87.75
客车								
混合动力		0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	3.3
纯电动		0.4	0.8	0.9	1	1.2	1.4	5.7
小计	0.48	0.7	1.2	1.4	1.6	1.9	2.2	9
销量总计	0.52	1.9	3.75	7.4	13.6	24.9	45.2	96.75
同比增幅		265%	97%	97%	84%	83%	82%	

资料来源：平安证券研究所

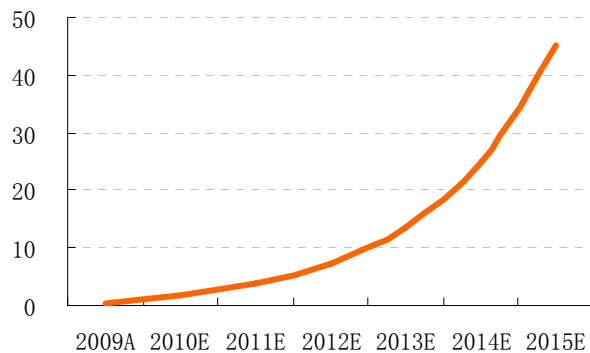
图表 8 国内新能源汽车新增关键部件/材料市场容量预测 单位：亿元

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2010—2015 年总和
电池材料总计	12.2	23.0	35.0	54.4	91.3	163.5	379
正极	8.5	16.0	24.4	37.9	63.6	113.9	264
负极	1.9	3.6	5.5	8.6	14.4	25.7	60
电解液	1.3	2.5	3.8	5.9	9.9	17.7	41
隔膜	0.5	0.9	1.3	2.1	3.4	6.2	14
BMS	4.8	9.4	18.5	34.0	62.3	113.0	242
充电桩	1.9	3.3	3.9	4.4	5.2	6.1	25
充电站	0.6	1.3	2.5	4.5	8.3	15.1	32
电机	5.7	11.3	22.2	40.8	74.7	135.6	290
电控	3.8	7.5	14.8	27.2	49.8	90.4	194
总计	29	56	97	165	292	524	1162

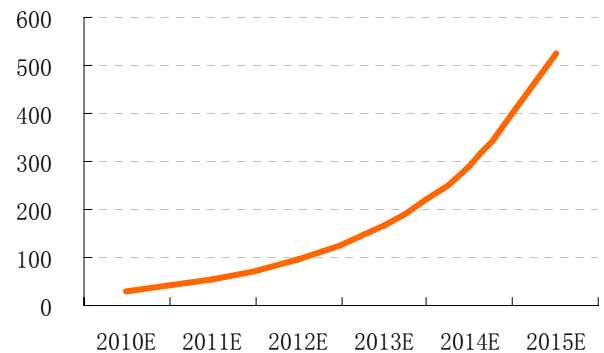
资料来源：平安证券研究所

新能源汽车推广带动上游配件市场成倍式增长：不同于传统汽车领域，新能源汽车零配件更主要地包括电池、电机、电控系统。据测算，至 2015 年，我国新能源汽车保有量将达百万辆，将直接新增新能源汽车上游关键配件市场约 1162 亿的容量。

图表 9 国内新能源汽车销量预测 单位：万辆 图表 10 国内新能源汽车部件市场增量 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所



资料来源：平安证券研究所

中国宝安新能源产业链优势明显：公司主要在电池材料、电池测试、充放电设施以及机电电控领域布局，在新能源汽车产业发展过程中受益环节较多，产品多样化还可以降低技术路线变化给企业带来的经营风险。此外，上述核心部件在技术参数和接口等方面的匹配还能产生协同效应，有助于提高产品的综合性能，为客户提供模块化供货。

新能源业务进可攻退可守：综合分析宝安下属新能源子公司，均具备技术领先的优势。如果新能源汽车市场如期扩张，中国宝安可在第一时间扩大产能，匹配市场发展，为市场提供技术成熟的动力电池用三元材料、磷酸铁锂、磷酸铁锂正极材料、高容量碳负极材料、电解液、BMS电池管理系统、动力电池组测试系统，以及驱动电机等产品。即使新能源汽车市场发展速度慢于预期，其下属子公司产品产能完全可以被现有通讯、电子等下游市场消化，公司新能源产业也可实现稳步发展。

图表 11 中国宝安主要新能源子公司盈利及预测 单位：万元

	股比	2009A	2010E	2011E	2012E
贝特瑞	52.00%	6650	10219	17729	24188
权益净利润		3458	5314	9219	12578
天骄科技	75.00%	4180	2198	8028	13712
权益净利润		3135	1648	6021	10284
宁波拜特	52.30%	213	750	1335	3000
权益净利润		111	392	698	1569
深圳大地和	51.60%	687	900	1350	2600
权益净利润		354	464	697	1342
新能源板块权益净利润		7059	7819	16635	25772
新能源业务贡献 EPS		0.065	0.072	0.153	0.236

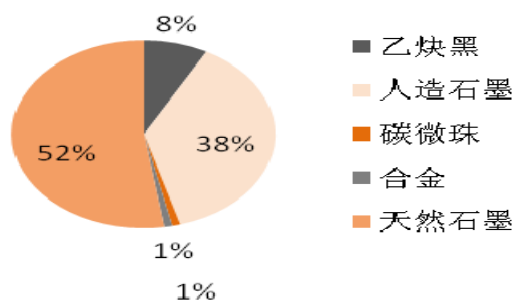
资料来源：平安证券研究所

3.3 新能源产业链子公司介绍

3.3.1 贝特瑞—负极材料龙头风头正劲

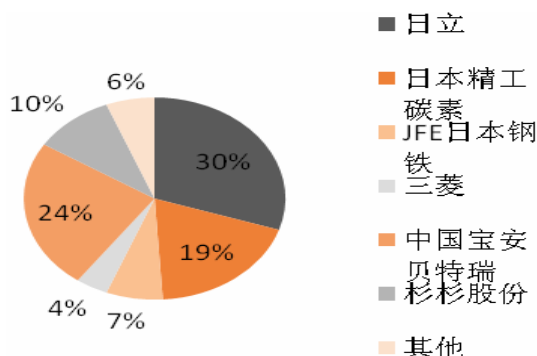
深圳贝特瑞（BTR）致力于锂离子二次电池用正、负极材料的专业化生产，具备1万吨负极材料年产能，还具备磷酸铁锂、锰酸锂等正极材料的产业化能力，公司产品出口日本、韩国、美国等国家。公司坚持以市场为导向，以客户为中心；以“领先、聚焦、坚持、开放”作为企业经营原则；以“差异化、高品质、增值服务”作为经营理念，经过10年的努力，贝特瑞现已发展成为锂离子负极材料国内市场占有率第一、全球第二的龙头企业，其在全球市占率为24%。

图表 12 各类负极材料使用比例



资料来源：IIT

图表 13 全球锂电负极材料企业市场占有率



资料来源：IIT

作为国家高新技术企业，贝特瑞承担多项国家863项目，起草编制了“锂离子二次电池石墨类负极材料”国家标准。

贝特瑞在产品研发上坚持“快半步”的创新理念，以“差异化、创独特、创唯一”为研发战略。该公司具有强大的自主开发与自主创新能力，拥有70余项国家发明专利，并申报了国际专利。在常规负极材料开发上，贝特瑞已经达到了国际前列。未来5-10年的先进材料开发上，贝特瑞研制并产业化的钛酸锂、磷酸铁锂、层状锰酸锂、硬碳、纳米导电材料、石墨烯、导热石墨、碳纤维等具有国际领先水平，将引领行业发展方向。

BTR生产设施：贝特瑞主要生产设备和检测仪器均从国外进口，公司在深圳光明新区的12万平米新能源材料厂房2010年四季度竣工投产。BTR的新能源技术研究院拥有业内领先的的分析测试中心及工程技术平台。2009年该公司收购了天津铁诚（即现在的天津贝特瑞），技术优势更加突出。

BTR产品优势：贝特瑞研制、生产出具有国际领先水平的高容量、高倍率、高能量密度、高低温性能优越、长寿命的负极材料，首次放电容量达365mAh/g以上，首次循环效率大于95%，压实密度达1.7克/立方厘米以上，循环500次容量保持率在88%以上。公司产品多项指标尤其是“放电容量”领先竞争对手。

图表 14 贝特瑞简况

子公司	核心产品	配套电池所处下游
贝特瑞纳米公司	球状石墨	便携式电子设备
鸡西贝特瑞	碳负极材料（天然石墨、人造石墨、中间相碳微球）	
鹤岗宝安新能源		
萝北贝特瑞	钛酸锂	大型储能装备
天津贝特瑞	磷酸铁锂	新能源汽车
天津贝特瑞	锰酸锂	
新能源材料研究院	碳纳米管（CNTs）	

资料来源：平安证券研究所

收购天津铁诚，专注高端负极。贝特瑞收购天津市铁诚电池材料有限公司75%股权后成立了天津贝特瑞新能源材料有限责任公司。天津贝特瑞以天津大学为技术依托专门从事锂离子电池材料生产，属天津市高新技术企业、国家863计划项目实施企业，所拥有的中间相碳微球生产工艺技术是天津市的重点科技攻关项目，代表了碳系锂电负极材料的最高水平。公司具有独立知识产权、拥有多项专利，定位高端负极材料，和深圳贝特瑞现有的中高端负极材料产品形成互补，可使公司负极材料综合成本大幅下降。

2011年天津贝特瑞计划扩张中间相碳微球产能，同时扩大层状锰酸锂正极材料产能，该公司新增产能主要用于高端动力电池，有赖于电动车市场的发展规模。按照我们的预测，2011年新增电动小轿车2.6万辆，电动大巴1.2万辆，将带动国内负极市场增量超4500吨。乐观估计：如果其中50%采用高端的中间相碳微球作为负极材料，天津铁诚又占中间相碳微球的50%，则可新增近亿销售收入。

BTR产品客户：贝特瑞实现了国内外两个市场全面突破，拥有客户近200家，产品配套遍布全球。主要客户有韩国的三星SDI、SB Ilmotive、LG；日本的三洋、SONY、松下、maxell等；国内有比亚迪等。据我们测算贝特瑞目前在国内市占率超过40%，市场覆盖率达到80%。在合作方面，公司今年开始了和日本企业的合作，与韩国的三星SDI进行全方位合作，历时一年终成三星认证供应商，亦为LG批量供货。通过打入国际新能源电池巨头的供货体系，我们预测公司2013年负极材料全球市场占有率将达到40%。

贝特瑞通过三星的供应商认证意义重大：2009年末贝特瑞通过了韩国三星的供应商认证，此举对贝

特瑞意义重大。首先：是一次技术上的全面升级，可借助三星成熟的锂离子电池制造检测系统重塑制造流程，提升产品质量；其次，是一次销售渠道的重大拓展，通过三星的电池终端，贝特瑞的负极材料可以直接进入高端移动终端，为今后销售拓宽了渠道；最后，是一次品牌形象的提升，通过三星的认证之后，为贝特瑞的负极材料在日韩市场树立了良好的品牌形象，带动了贝特瑞的与LG、三洋、索尼的合作进程。

BTR拓展上游打造鸡西石墨产业园：2010年6月公司投资打造的鸡西市贝特瑞石墨产业园正式开工建设，产业园规划占地15万平方米，一期工程占地6万平方米，首期投资1.5亿元，以球形石墨、微粉石墨、增碳剂为起点，逐步向高碳石墨、高纯石墨、可膨胀石墨、核纯石墨、改性石墨方面发展，逐步实现“打造世界级石墨深加工基地”战略构想，达产后预计可达到石墨深加工产品30000吨/年，年销售额超5亿元。鸡西市贝特瑞石墨产业园预计2011年3月建成投产。

向机构投资者定向增发：2010年贝特瑞向国内12家机构投资者定向增发1200万股，每股25元（对应2010年每股收益18倍PE），中国宝安对其股比由上半年的62%降为52%。目前深圳贝特瑞的股权结构为：中国宝安52%，机构投资者32%，经营团队16%。

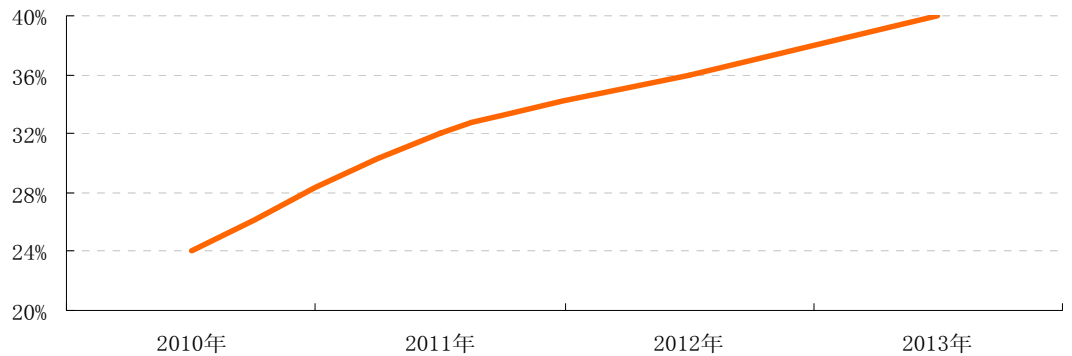
图表 15 贝特瑞近况

2010.3	完成中国宝安集团对贝特瑞的定向增资；
2010.4	贝特瑞自主开发的层状锰酸锂产品顺利实现产业化,实现批量销售,彻底克服了锰酸锂存在的高温性能欠佳的缺陷,该产品在 60 度高温条件下,1C 循环 1000 次容量保持率大于 94% ；
2010.4	贝特瑞负极材料生产、销售均创历史新高，据资料统计当月销售量实现全球第一；
2010.5	贝特瑞高端人造石墨 S360，顺利实现产业化；
2010.5	贝特瑞高容量、高能量密度负极材料 BTR-918 产品，顺利通过了全球最大锂电厂家认证。
2010.6	贝特瑞磷酸铁锂生产线搬迁至新工业园，为进一步提升产品性能奠定了坚实基础；
2010.6	贝特瑞旗下子公司天津贝特瑞第二期扩产顺利达成，碳微球月产能突破 100 吨；
2010.6	贝特瑞电动汽车动力电池用负极 AGP-3 通过日本客户认证，实现批量销售；
2010.7	贝特瑞与客户共同开发的一款负极材料(MSG-L)通过了全球第三大锂电厂家认证，实现批量销售；
2010.7	贝特瑞钛酸锂产品接获批量订单；
2010.8	贝特瑞全封闭、半自动化生产线完成安装调试，顺利达产；
2010.8	完成对非特定对象投资者定向增发，注册资本增加至 7200 万元；
2010.8	鸡西市贝特瑞石墨产业园破土动工，预计 2011 年 3 月建成投产；
2010.8	贝特瑞又一款高性价比人造石墨(S340 、S350)开发成功，并顺利产业化；
2010.9	贝特瑞负极材料销售再创新高，月出货量首次突破 800 吨；
2010.9	贝特瑞磷酸铁锂取得突破性进展，其技术水平进入全球前 3 强；
2010.9	贝特瑞与山西煤化所就《导热石墨》项目合作，签订框架协议；

资料来源：公司资料

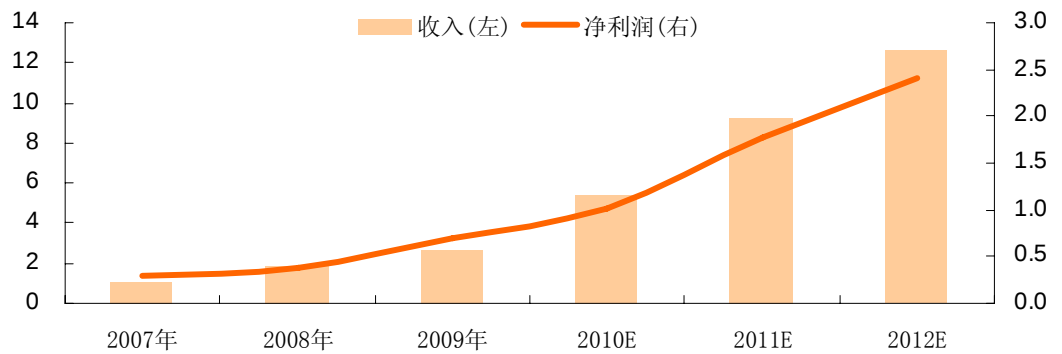
BTR远景展望：BTR远期战略——“1080”工程：从2009年到2018年的10年做到年销售额达到或超过80亿元，向研发和服务型公司迈进，非核心业务外包。未来配套将更多地从小电池走向为大电池配套。

图表 16 BTR 未来全球市占率预测



资料来源：平安证券研究所

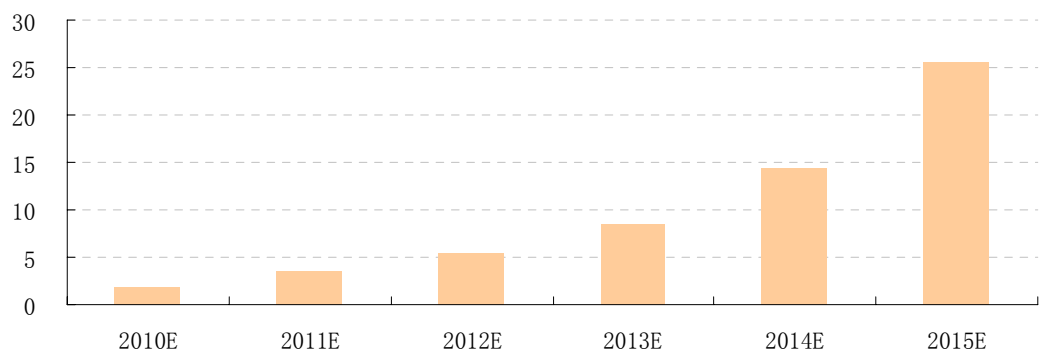
图表 17 贝特瑞收入利润预测 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

负极材料市场容量：小轿车每辆要用到30—60公斤负极材料，大车要用到200—300公斤负极材料。假设至2020年全国新能源汽车产销量达到500万辆，则新增负极材料市场规模约为90万吨，是现在国内便携式锂电市场负极市场总容量的40倍。

图表 18 国内新能源汽车新增锂电负极材料市场容量预测 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

3.3.2 深圳天骄科技——国内三元材料龙头

深圳天骄科技成立于 2004 年，中国宝安于 2007 年控股（直接+间接控股 75%）。该公司生产基地位于深圳市龙岗区葵涌镇锂电工业园。公司汇集了一批国内外锂离子电池材料研究的专业技术人员，在国际知名锂电专家王伟东博士的领导下，率先实现了三元正极材料的大规模工业化生产，确立了**三元正极材料**国内龙头地位，国内市占率达 1/2。公司还根据国内锂电池的不同应用领域，有针对性地开发了一系列不同配比的三元正极材料产品，满足了不同客户的需求。公司于 2009 年 5 月收购了**锰酸锂制造商——山东杰能**（持有其 60%的股权），为公司快速发展增添了新生力量。公司在惠州的工厂则生产**电解液**，产能 5000 吨，规模国内领先。

图表 19 深圳天骄科技发展历程

2004 年	在归国留学博士的召集下，多家风险投资公司共同出资成立了天骄科技公司
2006 年	经过多年的研发，具有自主知识产权的产品镍钴锰酸锂率先在国内实现了产业化，并实现产销 100 吨
2007 年	引进产业投资人，拉开了产品大规模生产、销售的序幕，公司得到长足发展
2008 年	公司销售突破亿元大关，天骄科技在三元材料产品的细分市场上占有率第一，远远领先于竞争对手
2008 年	前期基础已经基本夯实，开始注重和科研院校展开产学研合作，先后和中南大学、北京石油化工学院建立了产学研的合作关系，共同研发符合市场需求的各种新型材料
2009 年	动力电池正极材料镍钴锰酸锂(PLB)被认定为广东省重点新产品。5 月控股山东杰能（锰酸锂），与天骄产品互补；8 月在惠阳建立了现代产业化基地。

资料来源：公司资料

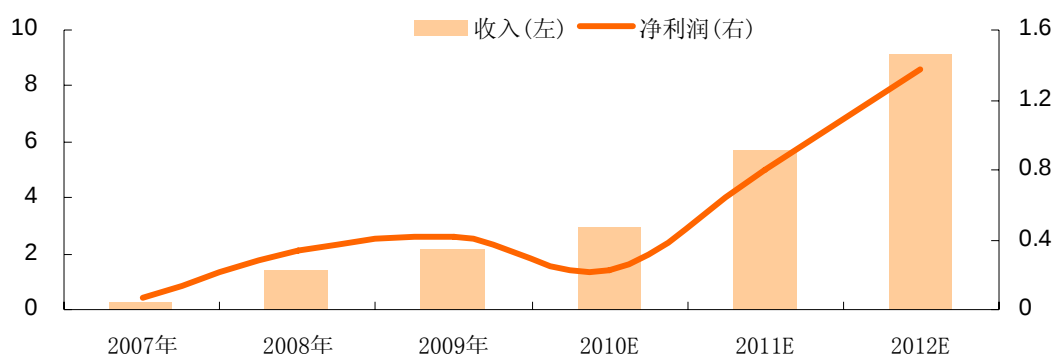
产品产能：公司目前主要产品有锂离子电池正极材料镍钴锰酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂、钴酸锂；锂离子电池负极材料及钛酸锂；锂离子电池电解液等。现已具备产能：年产 2400 吨镍钴锰酸锂材料、年产 200 吨磷酸铁锂材料、年产 2000 吨锰酸锂材料（控股公司生产）和年产 150 吨钛酸锂材料。在国内率先实现了新型锂电池三元正极材料的大规模工业化生产。

产品优势：公司目前主要产品是**层状锰镍钴酸锂电池正极材料**。该产品经过国内多家研究及生产单位测试、应用，证明其具有高安全性、高容量、循环寿命长等优良特性，达到并超过日本和美国同类产品水平，是目前传统钴酸锂优良的替代产品，可广泛应用于锂离子电池、锂聚合物电池、柱状电池等产品，尤其适合应用于动力电池，目前公司具备三元材料 4400 吨产能，公司其它产品如**高镍高容量产品**正在中试中，低成本二元材料也在进行中试。

子公司：临沂杰能新能源材料有限公司、惠州市天骄锂业发展有限公司、惠州市天骄锂电材料有限公司。

近况：2010 年金属价格，尤其是镍价大幅上升且正极材料售价降低，受此双重影响天骄科技公司短期盈利状况不佳；但其在三元材料市场占有率大幅上升，现为国内最大的三元材料供应商。

图表 20 天骄科技收入、净利润预测 单位：亿元

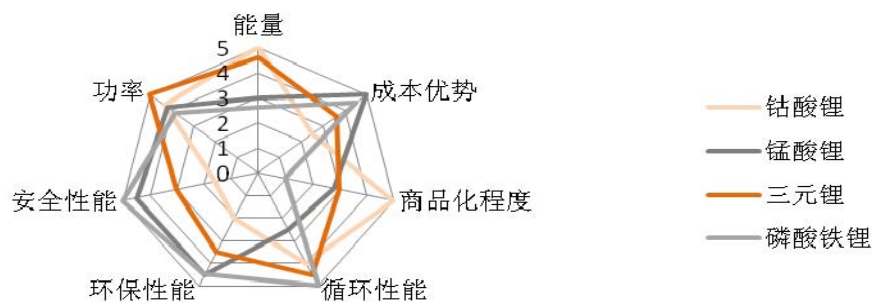


资料来源：平安证券研究所

正极是动力锂电池成本占比最高的部分：传统锂离子电池成本中，正极材料占比将近一半。其次为隔膜、负极材料。各部分利润率差别较大：隔膜主要依赖进口，进口替代品的毛利率高达 70%；其次是电解液，达到 40%；负极材料常年稳定在 20%左右；正极材料毛利率受上游金属价格波动影响较大，往年约为 15%左右，2010 年降幅较大，约在 5%–10%之间。

正极材料的性能直接决定动力电池在电动汽车上是否表现良好：新能源车动力电池应具有比能量高、比功率大、自放电少、使用寿命长及安全性好等特性，这对正极材料提出了相应的要求。目前技术最成熟、应用最广泛、商业化最成功的锂离子电池正极材料是钴酸锂，各国研发的重点是能够应用于电动汽车的动力电池用正极材料，比如三元材料（如镍钴锰酸锂），锰酸锂和磷酸铁锂。

图表 21 各类锂电池正极材料性能对比



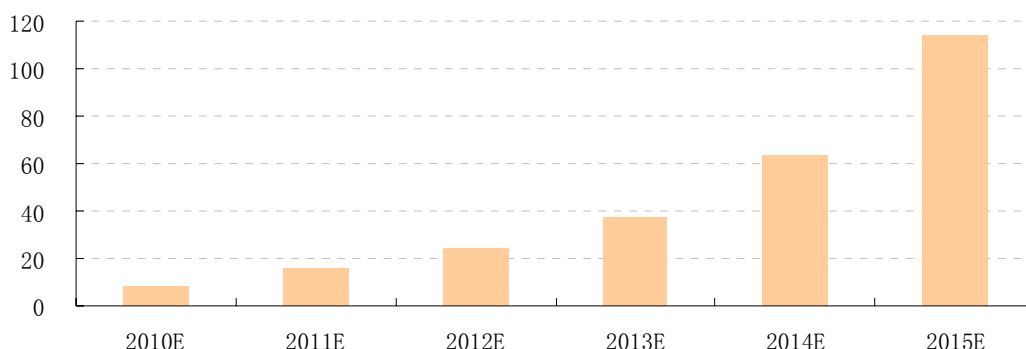
资料来源：平安证券研究所

注：优秀 5 良好 4 中等 3 较差 2 很差 1

国内锂电正极材料市场容量几何？国内现有锂电正极材料市场容量约为 59 亿元。根据我们对国内新能源汽车 2010—2015 年的销量预测，由电动汽车新增的动力锂电池正极材料市场到 2015 年可达 264 亿元。事实上，我国正极材料已经逐步进入日韩电池配套体系，面对的国际市场更加广阔。

图表 22 国内新能源汽车新增锂电正极材料市场容量预测

单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

■ 目前负极材料与正极材料的市场态势比较

1) 现阶段负极材料利润率更高、更稳定

锂电池负极材料行业同正极行业相比有几点明显区别：

- 负极行业高度集中，国内负极市场被贝特瑞（国内最大，全球第二）、杉杉和长沙海容垄断，其他厂商规模都非常小，形成垄断利润。
- 负极材料受原材料影响小，加工费用大部分是电费，而电的价格相对稳定，因此负极材料厂商毛利率比正极材料厂商更稳定，维持在30%~40%。

2) 关于电池材料技术发展动态

- 从正、负极材料本身的技术特点看，已商品化或具备商品化前景的正极材料其结构已确定了它的能量密度发挥到了极致，需要提高的仅仅是如材料的循环性能、高低温性能、倍率性能、安全性能等指标。而无论是小型还是大中型锂离子电池都有进一步提高能量密度的需求，因此只能从负极材料入手，寻找一些新的替代品，例如硅类材料、合金类材料和硬碳类材料等。
- 另一方面，目前的负极材料应用在动力锂离子电池上还存在一些安全隐患，需要进一步改善和提高。动力锂离子电池的发展趋势必然对负极材料厂商提出更高的要求，需要负极材料厂商具备很高的研发能力。

贝特瑞的负极材料研发实力在国内非常突出，硬件和软件均处业内领先。贝特瑞成立的纳米子公司将碳纳米材料产业化，同时在钛酸锂、硅类材料及合金类材料上的持续投入使其未来更具丰富的利润增长点。

3.3.3 宁波拜特—动力电池检测设备领先者

宁波拜特成立于 2006 年，总部设于浙江宁波，发展初期给美国 AeroVironment 做电池检测系统代工，后掌握部分技术、设计理念，目前代工收入已不足其总收入的 30%。

宁波拜特致力于动力电池检测设备和燃料电池检测设备的产业化，开发新型动力电池与新型储能电池系统集成技术；主要产品为高电压、大电流的功率型电池/电容测试设备、燃料电池测试设备和电池管理系统（BMS）。公司是国内唯一能够生产大功率（大于100KW）电池检测设备的企业。

该公司拥有高素质的研发和管理团队，拥有多项专利技术，技术实力在国内处于前两位，特别是在大功率检测设备方面的技术优势和市场占有率领先。

公司与国际技术领先的美国 AeroVironment 公司合作，AeroVironment 公司目前的业务主要是两块：微型无人飞机、清洁能源系统（快速充电设备、电池检测设备和微型风力发电设备）。

1）国内领先的电池测试集成系统、电池管理系统提供商。主要产品为大功率电池测试集成系统、电池管理系统，收入占比分别为80%、20%，市场占有率分别为30%、10%。2009年公司在电池检测设备的市场占有率居国内第四，技术处于国内领先地位，是国家863动力电池实验室电池检测设备指定供应商。目前国内每万台客车需400余台电池检测设备，国产电池检测设备09年市场容量为3.5亿，公司是该领域的后起之秀。

目前公司电池检测设备单价为5—6万元/套，BMS为1万元/套。我们预计公司2010年收入约5000万，2011年收入约8000万，净利率在10%—15%之间。

2）下游客户开拓初显成效。公司为海马、江淮、吉利、宇通等汽车企业提供电池管理系统，为比亚迪、万向、部分院校提供电池检测设备。与海马汽车等公司签订了电池管理系统订单意向，2011年有望批量供货。此外公司还计划进军家用储能电站领域。

图表 23 宁波拜特电池管理系统应用案例

2007 年开始	2009 年开始	2010 年开始
上汽股份 HEV	湖南科霸动力电池（奇瑞 EV）	奇瑞汽车：混合电动 BMS；小车（路试）
	浙江佳贝思绿色能源(北汽福田 HEV)	中航集团：混合电动锂离子 BMS；大巴（装车）
		郑州日产：纯电动锂电 BMS；工程车（帅克—路试）
		郑州日产：纯电动锂电 BMS（锐琪—路试）
		江淮汽车：纯电动锂离子 BMS；小车（路试）
		深圳五洲龙：纯电动锂离子 BMS；大巴(路试)
		深圳五洲龙：混合动力锂离子 BMS；大巴(路试)
		海马汽车：纯电动锂离子 BMS；二人小车（路试）

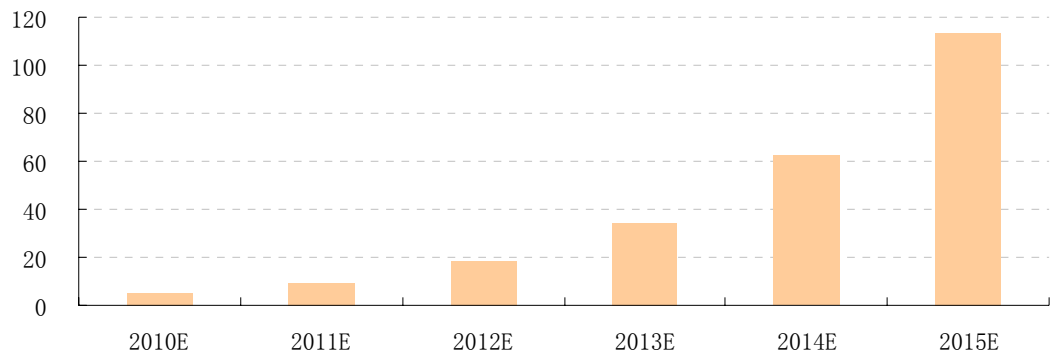
资料来源：公司资料

3）与外资合资加快发展步伐。公司计划与美国某家在 BMS 领域积累深厚、经验丰富的公司建立深层次合作，拟合资生产电池管理系统，计划产能2.5万套。合资事项预计2011年达成，投资规模在4000万元左右，有望新增2亿元销售收入，预计产品销售国内外市场各占一半。

4）宝安控股全方位支持宁波拜特发展。中国宝安入股后在资金、管理等方面给予了公司大力支持，各项激励措施给经营团队以很大动力，并加强了宁波拜特与宝安的其它新能源企业的协作互动，积极推进宁波拜特的上市准备工作。

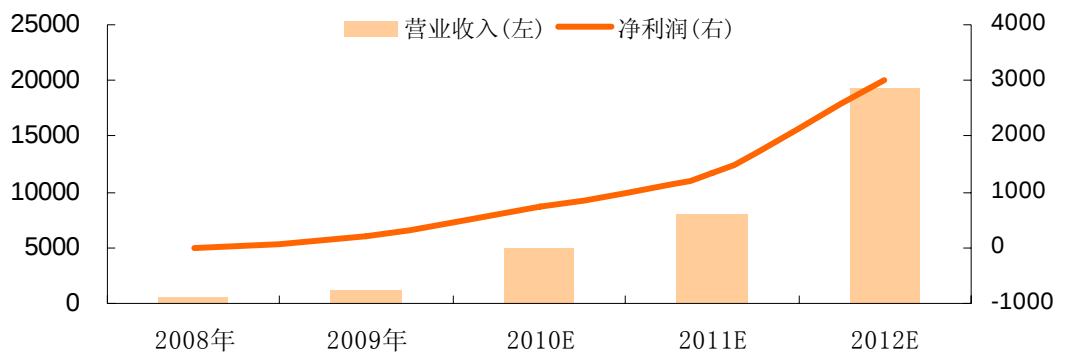
我们还从宁波拜特的变化中感受到中国宝安对新能源业务经营战略及思路，未来中国宝安在新能源业务方面将有更大的投入及布局。

图表 24 国内新能源车 BMS 系统市场增量预测 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

图表 25 宁波拜特测控收入利润及预测 单位：万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3.4 深圳大地和——电动车电机及其控制器领域的佼佼者

深圳市大地和电气有限公司成立于 2005 年 5 月，拥有永磁同步系统（电机及控制器）和交流异步系统（电机及控制器）的完全自主知识产权，致力于永磁同步电机、异步电机及其控制器的研发、生产与销售，在电动车辆用永磁同步电机、交流异步电机及其驱动系统的研发和批量化生产方面积累了丰富的经验，能为客户提供批量化产品配套服务。

该公司曾先后与国内著名科研院所和高校（中科院、清华大学、天津大学、武汉理工大学等）进行技术交流与合作，并参与了国家科技部组织的 863 计划电动汽车专项项目 ISG 电机的研发，多次为参加 863 计划电动汽车专项项目的高校与科研单位提供电机配套服务，形成了为各类车型提供适配方案和系统的独有优势。

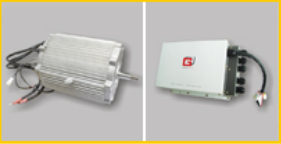
公司本着“以质量和服务赢得与客户共同发展”的理念，为客户提供大扭矩、体积小、重量轻、免维护、安全可靠的电动车驱动系统，并根据客户的需求提供完善的售前售后服务。

图表 26 深圳大地和发展历程

2005 年	深圳市大地和成立,同时推出 72V5kW、96V6.5kW 和 120V8.5kW 的产品系列
2006 年	为日本迈为公司成功开发 3kW、5kW 系列的永磁同步轮毂电机
2007 年	成功推出 144V30kW、288V40kW、288V60kW 的永磁同步电机及其控制器系统
2008 年	自主成功开发旋变和霍尔位置传感器,并推出混合动力 60kW 和 80kW 的永磁同步电机及其控制器系统,成功推出客户调控软件
2009 年	成功推出 90kW 和 120kW 的永磁同步电机及其控制器系统
2010 年	推出 120kW 和 160kW 等纯电动大巴用的永磁同步电机及其控制器系统,并推出含动态参数显示、全技术参数自设、系统故障诊断和报警的手持式触摸屏

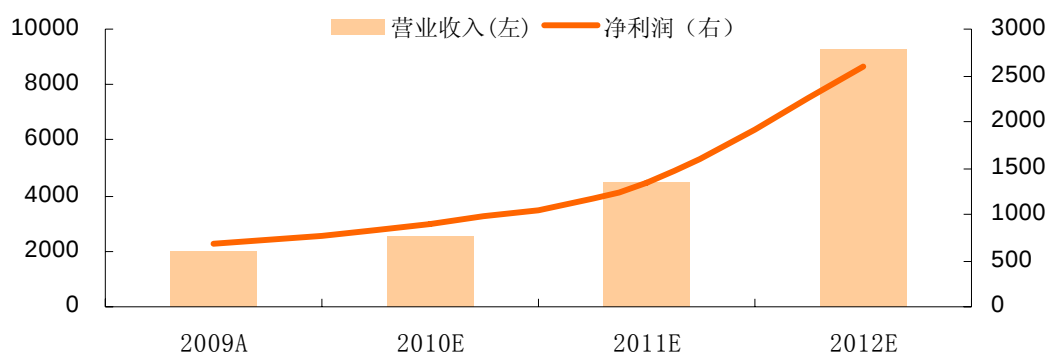
资料来源: 公司资料

图表 27 深圳大地和电机产品及其新能指标

交流异步电机		额定扭矩: 17 电池电压: 72 最大扭矩: 60 最大功率: 8 额定功率: 4 最高转速: 5600		额定扭矩: 17 电池电压: 48 最大扭矩: 60 最大功率: 6 额定功率: 3 最高转速: 4500		额定扭矩: 32 电池电压: 72 最大扭矩: 100 最大功率: 10 额定功率: 5 最高转速: 4500
	GLMI05A0 + GLCI4006A3		GLMI05A0 + GLCI4004A3		GLMI10A0 + GLCI4006A0	
永磁同步电机		额定扭矩: 32 电池电压: 96 最大扭矩: 100 最大功率: 13 额定功率: 6.5 最高转速: 5600		额定扭矩: 48 电池电压: 72 最大扭矩: 150 最大功率: 15 额定功率: 7.5 最高转速: 4500		额定扭矩: 32 电池电压: 72 最大扭矩: 100 最大功率: 15 额定功率: 7.5 最高转速: 5600
	GLMI10A0 + GLCI4008A0		GLMI15A0 + GLCI6006A4		GLMI10A1 + GLCI6006A2	

资料来源: 公司资料

图表 28 深圳大地和收入、净利润预测 单位: 万元



资料来源: 平安证券研究所

三类企业逐鹿国内电机驱动系统:

1) 具有传统整车及其零部件生产经验的汽车企业: 如万向集团、上汽集团、一汽集团、二汽集团、东风集团、深圳五洲龙、玉柴集团、中国南车等。该类企业多具有丰富的传统整车或零部件研发设计生产经验, 具有雄厚的经济实力和人才储备。由于电机跟整车开发设计关系密切, 在整车开发初期就要同步进行配合, 这类企业具有先天的开发优势。目前看, 部分该类企业有在新能源车及其关

键零部件方面已经走在行业前列，表现突出的有：万向集团下属的万向电动车、中国南车下属的南车电动车、深圳五洲龙等，这些企业具有开发时间早、集团实力雄厚、当地公共交通具有整车应用优势等特征。

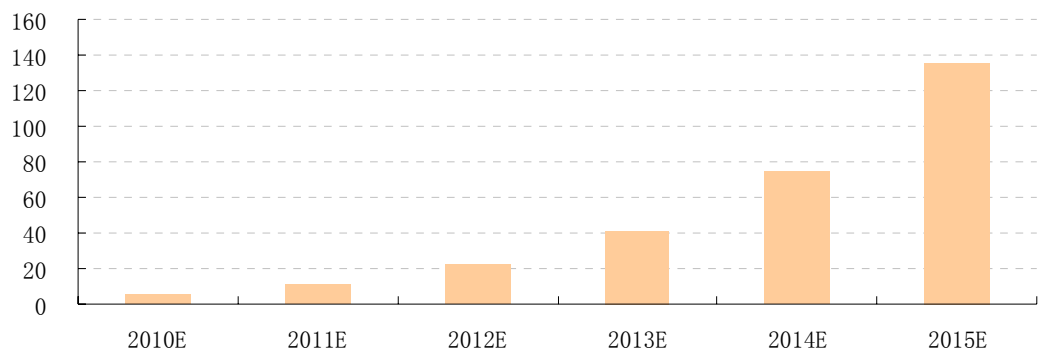
2) 具有其它领域电机生产经验的企业：如大洋电机、方正电机、中纺锐力等。该类企业多具有多年传统电机研发设计生产经验，具有较雄厚的经济实力和研发储备。该类企业一般选择与高校、科研院所合作，同时绑定一家整车/零部件企业（如大洋电机与福田汽车、方正电机与万向集团）共同推进汽车用电机驱动系统的产业化，我们判断：虽然汽车用电机与工业用电机区别较大，但结构与部件类似，通过多方力量合作，未来在电机本体的批量生产方面具有独特优势。

3) 专门针对电动车成立的电机企业：如深圳大地和、北京精进电动、上海电驱动、上海大郡自动化等。该类企业多为归国人员或科研院所学术带头人创办，成立时间较晚，多从两轮电动车切入，具有整体设计研发上的优势，技术人才储备充足。目前规模较小、经济实力相对薄弱、融资渠道较为单一，通过与其它企业合作能弥补以上缺点（如电驱动与宁波韵升、大地和与中国宝安）。

我们判断，随着未来汽车驱动电机系统蛋糕逐步增大，三类企业并非单纯的竞争关系，而是有望发挥各自所长，合作共赢。

电动车驱动电机容量几何：目前大客车电机驱动系统均价在 20 万元以上，国内新能源客车中电机驱动系统占整车售价比例超过 1/5—1/6，轿车电机驱动系统均价约 3 万—5 万不等，根据我们对国内新能源汽车的预测，到 2015 年我国将新增电动车用驱动电机 300 亿元以上的需求。

图表 29 我国新能源汽车新增驱动电机市场容量预测 单位：亿元



资料来源：平安证券研究所

四、股权激励—投资型公司也有春天

2010 年 11 月中国宝安公告称拟对 261 名本部及主要子公司核心骨干实施股权激励，授予激励对象 7500 万份股票期权，占目前股本 6.88%。行权价格 14.6 元，每份期权拥有以行权价和行权条件购买 1 股中国宝安股票的权利。行权有效期为自首次股票期权授权之日起计算最长不超过 6 年。

■ 激励对象为 261 人，含本部及主要子公司核心骨干，不含贝特瑞、深圳天骄科技人员

本次股权激励对象总人数为 261 人，占员工总数的 4.94% 左右，其中 9 名高管获授的股票期权涉及标的股票总量占本次股票期权授予总量的 35%。我们注意到，本次激励对象包含了中国宝安本部及其主要子公司高管及核心骨干，其中包括新能源业务领域的宁波拜特测控、深圳大地和。但不包括新能源板块的贝特瑞、深圳天骄科技，其中贝特瑞具备分拆上市条件，后期可能单独上市。已经上市的马应龙、深鸿基也不在激励对象之列。

■ 行权条件为净利润未来 5 年年均复合增长 20%以上

本激励计划授予的股票期权的行权价格为 14.6 元，为 2010 年 11 月 1 日之收盘价。股权激励授予在 2010—2014 年的 5 个会计年度中，分年度进行业绩考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为激励对象的行权条件。

图表 30 中国宝安股权激励方案之行权条件

单位：亿元

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2010 年净资产收益率不低于 6.5%，2010 年净利润相比 2009 年增长不低于 20%
第二个行权期	2011 年净资产收益率不低于 7%，2011 年净利润相比 2009 年增长不低于 44%
第三个行权期	2012 年净资产收益率不低于 7.5%，2012 年净利润相比 2009 年增长不低于 73%
第四个行权期	2013 年净资产收益率不低于 8%，2013 年净利润相比 2009 年增长不低于 107%
第五个行权期	2014 年净资产收益率不低于 8.5%，2014 年净利润相比 2009 年增长不低于 149%

资料来源：公司公告

按该行权条件，中国宝安未来 5 年净利润年均复合增长 20%。参考历年公司 ROE，公司 ROE 的行权条件较为宽松。

■ 投资型公司也有“合力”，后期协同效应可期

中国宝安一直颇具投资型公司风格，事实上，公司也涉足多个领域，控参股多家子公司。近年逐步确立三大主业，剥离亏损业务。本次股权激励计划实施将极大健全公司激励机制，确保上下齐心形成发展合力，将各子公司的自身利益都融入到中国宝安的未来发展中，有利于公司发展目标的实现，更有利于投资者的利益，对公司历史意义重大。

■ 股票期权总成本预测

假设 2010 年 11 月 1 日为模拟授予日，根据 B-S 模型估计的股票期权总成本（4.83 亿元）在授予日起的 60 个月内摊销完毕，对各期会计成本的影响如图表 29。

图表 31 股权激励成本

单位：亿元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
股权激励成本合计			1.45	1.3	1.02	0.72	0.34
每年净利润（行权条件）	2.53	3.04	3.65	4.38	5.25	6.31	
YOY		20.00%	20.00%	20.10%	19.70%	20.30%	

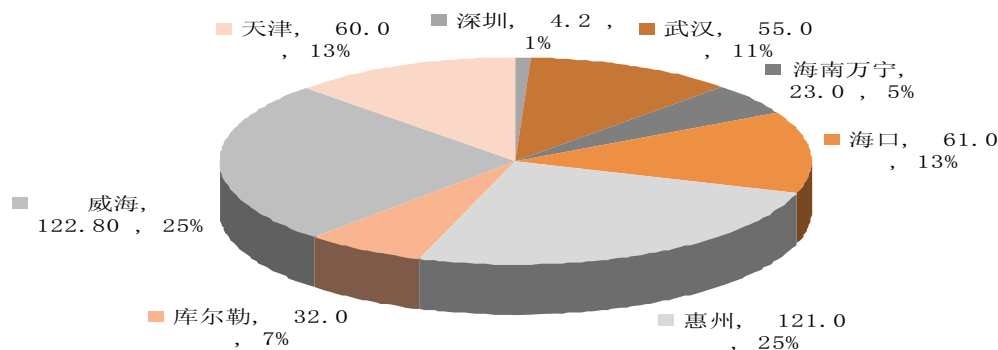
资料来源：公司公告

五、地产业务稳健发展

中国宝安 1992 年即进入房地产市场，1994 年曾为建筑房地产类企业首位，至今公司开发足迹遍布 20 个大中城市，开发项目近百个，积累了丰富的规模成片开发土地的成功经验。极具中式风格的江南系列已成为中国宝安集团最著名的品牌，在新疆、山东、天津等地项目的江南系列，依山傍水，以中式别墅为主。

公司项目储备时间集中在 2004—2006 年，地价成本低廉，项目分布于二三线城市如：威海、海南、惠州、武汉、天津、山东、新疆等。2010 年 12 月 22 日，宝安公告其全资子公司山东宝安房地产开发有限公司以 7.2 亿元取得山东文登南海新区 7.28 万平米土地使用权。

图表 32 中国宝安各地区可结算面积 单位：万平米



资料来源：公司公告

由于国家对房地产市场持续调控，整个行业受政策影响较大。虽然短期不明朗因素较多，但我们仍能本着谨慎的原则估算宝安的地产业务基本价值。

图表 33 中国宝安地产业务项目一览 单位：万平米、亿元、元

城市	项目	位置	权益	占地面积	建筑面积	可结算面积	地价	楼面地价
深圳				2.10	4.20	4.2	0.56	1324
深圳	世纪春城四期项目	深圳布吉	60%	0.02	0.10	0.1	0.01	556
深圳	华浩源四期项目	深圳龙华	100%	0.08	0.10	0.1	0.01	1070
深圳	深圳布吉项目	深圳布吉	100%	2.00	4.00	4.0	0.54	1350
武汉				57.90	54.97	55.0	1.47	267
武汉	山水龙城3期项目	武汉	100%	4.44	1.97	2.0	0.17	845
武汉	山水龙城4期项目	武汉	100%	9.33	6.50	6.5	0.35	546
武汉	山水龙城5期项目	武汉	100%	40.00	34.50	34.5	0.35	101
武汉	山水琴台项目	武汉	100%	4.13	12.00	12.0	0.60	500
海南万宁				13.51	23.00	23.0	0.21	91
万宁	宝安椰林湾项目	海南万宁	100%	13.51	23.00	23.0	0.21	91
海口				49.06	60.97	61.0	2.08	341
海口	江南城3期项目	综合	100%	12.97	11.65	11.7	0.89	768
海口	滨海豪庭项目	住宅	100%	2.09	6.65	6.7	0.82	1238
海口	文安项目	住宅	100%	16.67	16.67	16.7	0.25	147
海口	桂林洋项目	待定	100%	17.33	26.00	26.0	0.12	45
惠州				63.48	121.00	121.0	14.04	1160
惠州	山水江南项目	多层	100%	0.48	8.00	8.0	0.43	542
惠州	惠州项目	住宅	70%	63.00	113.00	113.0	13.61	1204
库尔勒				20.00	32.00	32.0	1.60	500
	新疆库尔勒项目	库尔勒	100%	20.00	32.00	32.0	1.60	500
威海				106.13	122.80	122.80	16.18	1317
	威海文登项目	威海	100%	33.33	50.00	50.0	9.00	1800
	文登二号	文登	100%	72.80	72.80	72.8	7.18	986
天津				40.00	60.00	60.0	12.00	2000
	杨柳青项目	天津	90%	40.00	60.00	60.0	12.00	2000
合计				352.18	478.94	478.9	48.13	461.71

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表 34 中国宝安地产业务估值

项目	权益	GFA(万平米)	项目增值-未来净利润折现/土地增值(万元)			
			2008	2009	2010	2011
资产重估增值						
深圳						
世纪春城四期项目	100%	0.1	342	362	-	-
华浩源四期项目	100%	0.1	432	458	-	-
深圳布吉项目	100%	4	17560	18606	19714	20888
武汉						
山水龙城3期项目	100%	1.97	6666	7063	-32	-34
山水龙城4期项目	100%	35	26169	27727	29379	15092
山水龙城5期项目	100%	12	145091	153732	162888	172533
山水琴台项目	100%	5.58	25005	26494	28072	23353
海南万宁						
宝安椰林湾项目	100%	23	14385	15241	12240	7226
海口						
江南城3期项目	100%	11.65	37424	39652	28590	16869
滨海豪庭项目	100%	6.65	19776	20954	22202	16005
文安项目	100%	16.67	34626	36688	38873	41188
桂林洋项目	100%	26	54339	57575	61004	64637
惠州						
山水江南项目	100%	8	15612	16542	11924	7030
惠州项目	70%	113	151165	160168	169707	179814
库尔勒						
新疆库尔勒项目	100%	32	39023	41348	43810	46419
威海						
威海文登项目	100%	50	64838	68699	72791	77126
文登二号	100%	72.8	120518	127696	135301	143359
天津						
杨柳青项目	90%	60	158582	168027	178034	188637
上海宝安大厦	100%	9.13	96016	101734	107793	114213
北京京门大厦	100%	1.5	14061	14899	15786	16726
连云港商业广场	100%	6.19	26830	28428	30122	31915
咸阳宝安广场	100%	1.44	2669	2828	2997	3175
合计		496.28	1071128	1134921	1171192	1186171
归属母公司的账面净资产			172475	201100	253725	332539
重估净资产值			1243604	1336021	1424917	1518710
每股RNAV			11.4	12.25	13.06	13.92

资料来源：平安证券研究所

除商业地产外，中国宝安还拥有武汉青龙山风景区、鄂州红莲湖旅游度假区、红安天台山风景区的经营权，占地面积超过 100 平方公里，在海南三亚海棠湾有 880 亩农场土地，后期有望变更为商业住宅。

六、 生物医药—坐拥龙头、多点开花

中国宝安生物医药板块主要有马应龙药业、唐人药业、深圳大佛药业、成都绿金高新技术公司等四家公司。其中**马应龙**是我国痔治类龙头企业，中国宝安于 1995 年以 1100 万元受让了马应龙（原武汉第三制药厂）55%的股份，此后马应龙连续 10 多年实现两位数成长，并于 2004 年成功上市，上市以来市值增长了 6 倍。马应龙痔治类产品多年占据全国同类产品市场占有率第一名。中国宝安通过投资马应龙集团，拥有全国多家肛肠专科医院、药房连锁店等。

马应龙作为痔治龙头，行业地位突出，近年新开拓药妆市场，前景向好，该公司以大型零售连锁药店为基础构建营销网络，全面推广八宝眼霜，药妆将成为马应龙新的盈利增长点。同时马应龙积极布局专科医院及药房连锁，医疗服务收入持续提升。

深圳大佛药业：该公司在巩固达芬霖高端市场基础的同时，加强中低端市场开发，提高产品的覆盖和销量，销售收入稳中有升。特别是公司利用达芬科创和达芬盖进入基本药物目录和医保目录的机会，将其提升为公司重点品种，系统开展销售，使其销售收入实现较大幅度的增长。

图表 35 中国宝安医药生物板块子公司

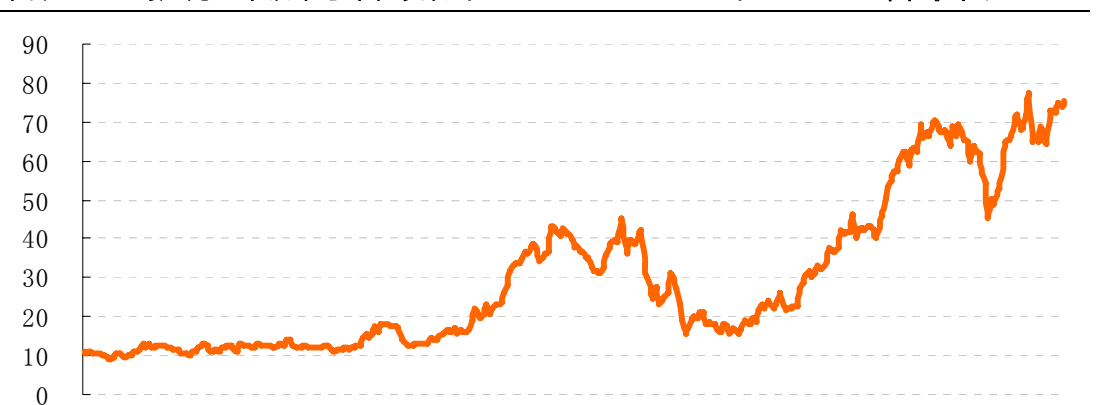
参控公司	股比	参控公司	股比
马应龙药业集团股份有限公司	30.1%	唐人物业公司	100%
唐人药业公司	100%	唐人投资公司	100%
武汉马应龙达安基因诊断技术公司	51.0%	唐人控股公司	100%
武汉马应龙爱欣大药房连锁公司	78.0%	唐人科技公司	100%
西安太极药业公司	51.2%	深圳市大佛医药贸易公司	100%
武汉天一医药科技投资公司	100.0%	深圳市宝华医药公司	100%
武汉天一医药开发公司	66.0%	深圳大佛药业公司	100%
武汉马应龙中西医结合肛肠医院公司	100%	马应龙国际医药发展公司	100%
武汉马应龙医院投资管理公司	100%	湖北天下明药业公司	51.0%
武汉马应龙医药公司	88.2%	湖北天下明大药房公司	100.0%
武汉马应龙医药物流公司	100%	成都绿金生物科技责任公司	99.0%
武汉马应龙汉深大药房连锁公司	54.0%	成都绿金生物科技营销公司	83.3%
武汉马应龙大药房连锁公司	96.4%	成都绿金高新技术股份公司	64.8%

资料来源：公司公告

预计马应龙 2010 年、2011 年净利润分别为 1.8 亿元、2.23 亿元，医药产业为中国宝安 2010 年、2011 年业绩贡献分别为 0.09 元、0.11 元。

图表 36 马应龙上市以来总市值变化（2004021—20101231）

单位：亿元



资料来源：WIND

七、 创业板打开风投业务成长空间

中国宝安持有 51%中国风险投资有限公司的股权。中国风险投资有限公司是由中国民主建国会中央委员会（简称“民建中央”）发起成立的专业从事风险投资的有限责任公司。公司股东除民建中央外，其

余均为国内知名的民建会员企业，如中国宝安集团、通威集团有限公司、北京林达环宇经贸集团、天正集团有限公司等。

独特的股东背景使该公司拥有诸多优势：1）依托各级民建组织，从而使公司具有了深厚的商业背景和广大的社会资源；2）与政府各相关部门建立了良好的合作关系；3）与国内外风险投资协会建立了紧密的合作关系。

创业板开通以来该公司多个储备项目上市。

图表 37 中国宝安目前持有的上市公司股份

公司简称	股东	持股比	权益市值
马应龙	中国宝安	29.27%	221427
鼎龙股份（创）	中国宝安	6%	23422
鼎汉技术（创）	中国宝安	1.54%	6355
深鸿基	中国宝安	19.80%	47048
鼎汉技术（创）	中国风投公司(宝安持有 50.97%)	3.08%	12710
中国宝安每股创业板公司权益市值（元/股）			0.33

资料来源：WIND

八、投资建议

中国宝安近年逐步确立三大主业，剥离亏损业务。公司发展目标明确，战略架构逐渐清晰，高新技术、房地产和生物医药为中国宝安三大主要业务板块。近年来，通过对旗下业务的战略性调整，高新技术产业在公司收入中占比逐步增加。

中国宝安是现有上市公司中新能源布局最为完整的企业，公司新能源业务发展势头迅猛、产业链日趋完善，旗下子公司均为对应行业龙头，子公司业务涵盖矿产资源、电池材料、电机及其控制器、电池检测设备、电池管理系统、充电站/柜等新能源汽车关键零部件业务。其新能源业务布局早，发展迅速；优质子公司步步入囊，产品技术领先，质量层出新高。

新能源将成为中国宝安未来发展最为快速的业务板块，产业链的逐步完善更有可能使新能源业绩贡献超出预期，我们给予新能源业务 2012 年 50 倍 PE 估值，认为其合理价值为 11.8 元/股。

此外，公司实施股权激励计划为企业发展增添持续动力。

我们对中国宝安三块主要业务分别进行测算，认为其未来一年合理股价为 30.4 元，较目前股价有 90%左右上涨空间。维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1）新能源汽车市场启动时点的不确定性；
- 2）国家继续出台严厉的房地产市场调控政策。

研究员简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2010 年“新财富”、“金牛奖”。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，8 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。4 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

侯世霞：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

资产负债表					利润表				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	4,293.46	5,108.75	11,045.91	19,028.45	营业收入	2,892.24	3,269.39	3,389.74	5,040.26
货币资金	608.04	1,563.16	1,507.26	5,494.46	营业成本	1,828.42	2,152.10	1,677.68	2,381.83
应收账款	401.43	355.72	462.43	601.16	营业税金及附加	120.60	175.69	135.59	201.61
预付账款	667.45	959.79	1,055.76	1,161.34	主营业务利润	943.22	941.60	1,576.48	2,456.82
存货	2,332.80	2,127.34	8,020.45	11,771.49	营业费用	245.41	316.56	389.82	554.43
其他流动资产	283.74	102.75	-	-	管理费用	211.12	250.08	316.94	468.74
非流动资产	1,790.33	2,393.26	2,590.01	2,877.28	财务费用	69.56	117.70	125.42	176.41
长期股权投资	112.68	577.64	750.93	976.21	投资收益及其他	-58.08	242.00	180.18	200.70
固定资产	927.25	929.19	975.65	1,024.43	营业利润	359.05	499.26	924.47	1,457.94
投资性房地产	333.87	369.23	369.23	369.23	营业外收入	19.20	41.36	28.00	25.00
其他	416.53	517.20	494.20	507.41	营业外支出	15.41	30.15	20.00	20.00
资产总计	6,083.79	7,502.01	13,635.91	21,905.73	利润总额	362.84	510.47	932.47	1,462.94
流动负债	2,562.42	2,830.59	5,533.64	11,291.58	所得税	91.30	101.88	187.07	299.36
短期借款	247.13	423.34	1,173.34	1,173.34	净利润	271.55	408.59	745.41	1,163.57
应付账款	341.26	678.02	881.43	1,145.86	少数股东损益	71.16	155.13	257.17	349.07
预收款项	803.08	508.76	2,938.97	8,244.11	归属母公司净利润	200.38	253.46	488.24	814.50
其他	1,170.94	1,220.46	539.90	728.28	EPS(元)	0.18	0.23	0.45	0.75
长期负债	1,027.01	1,686.31	3,405.44	3,405.44	重要财务指标				
长期借款	995.50	1,630.89	3,380.89	3,380.89	营业收入	2,892.24	3,269.39	3,389.74	5,040.26
应付债券	-	-	-	-	同比(%)	48.43	13.04	3.68	48.69
其他	31.51	55.42	24.55	24.55	归属母公司净利润	200.38	253.46	488.24	814.50
负债合计	3,589.43	4,516.90	8,939.08	14,697.02	同比(%)	-13.02	26.49	92.63	66.82
少数股东权益	769.61	974.11	1,461.16	2,191.74	毛利率(%)	36.78	34.17	50.51	52.74
股本	1,038.81	1,090.75	1,090.75	1,090.75	主营利润率(%)	32.61	28.80	46.51	48.74
留存收益	685.94	920.25	1,422.57	2,237.07	净利率(%)	6.93	7.75	14.40	16.16
归属母公司权益	1,724.75	2,011.00	2,513.32	3,327.82	总资产周转率	0.48	0.44	0.25	0.23
负债和股东权益	6,083.79	7,502.01	12,913.56	20,216.58	ROE(%)	11.62	12.60	19.43	24.48
现金流量表					资产负债率(%)	59.00	60.21	65.56	67.09
会计年度					权益比率	3.53	3.73	5.43	6.58
经营活动现金流	418.10	635.26	-2,186.69	4,467.36	每股收益(元)	0.18	0.23	0.45	0.75
投资活动现金流	-616.54	-162.17	-368.33	-478.86	每股净资产(元)	1.58	1.84	2.30	3.05
筹资活动现金流	54.47	470.63	2,499.12	-1.30	P/E	69.57	55.00	28.55	17.11
现金净增加额	-143.97	943.72	-55.90	3,987.20	P/B	8.08	6.93	5.55	4.19

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257