

2010 年 01 月 17 日

市场数据(人民币)

市价(元)	31.92
已上市流通A股(百万股)	572.32
总市值(百万元)	37,282.56
年内股价最高最低(元)	41.87/22.56
沪深 300 指数	3482.74
上证指数	3224.15
2008 年股息率	0.00%


张帅

(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

天威保变 (600550.SH)

—— 关注太阳能行业复苏和整体上市的可能性

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.543	0.616	0.808	0.611	0.905	1.173
净利润增长率	95.34%	127.06%	109.70%	-24.40%	48.16%	29.70%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.688	0.952	1.207
市盈率(倍)	33.63	92.85	24.98	51.73	34.27	26.42
行业优化市盈率(倍)	N/A	118.48	59.62	89.97	89.97	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	0.35	0.73	0.23	-2.12	0.71	0.89
已上市流通A股(百万股)	144.99	357.70	572.32	572.32	572.32	572.32
总股本(百万股)	365.00	730.00	1,168.00	1,168.00	1,168.00	1,168.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们建议关注太阳能行业持续回暖对公司业绩的正面影响和集团整体上市的可能性；
- 随着信贷的放松和各国对新能源的支持力度加强，电池企业景气迅速回升，各大电池及组件生产企业多订单充足、满负荷生产，对公司的电池和多晶硅两大领域都会形成正面刺激；
 - ◆ 我们估计 2010 年将是太阳能行业新一轮高速成长的开始，全年装机达到 10.38GW 左右，增速近 70%，而且我们认为超预期的可能性很大；
 - ◆ 装机迅速增长有助于电池和组件企业盈利能力的提高，这对天威英利、天威薄膜以及尚在集团中的天威新能源都将产生非常正面的影响；
 - ◆ 下游需求的高速成长有助于遏止多晶硅行业盈利能力的快速下滑，我们认为今年多晶硅价格能够维持在 35 万/t 以上，鉴于公司多晶硅权益产量扩充近 7 倍，我们认为多晶硅部门的利润贡献有望增加，而不是下降。
- 变压器部分盈利基本保持稳定，交货量小幅增加、价格水平略有下降，主要变数在于原材料价格的波动，而不是售价的下降；
- 基于对现有业务盈利能力分析，我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.61 元，2010 年 EPS 为 0.91 元，2011 年 EPS 为 1.17 元，建议买入；
- 另外，集团非上市部分资产也值得关注，包括天威新能源、特种变压器、保菱公司等，从媒体的公开资料看，这些资产的盈利能力亦不错。

内容目录

太阳能产业的迅速回暖是公司业绩增长的重要动力	3
2010 年出货量重归高速增长	3
2010 年出货量增长的原因：西班牙因素结束、补贴政策落实	3
价格稳定	4
多晶硅：价格逐渐稳定，权益产量扩充 7 倍、利润贡献继续提高.....	5
供需弱平衡，不存在严重过剩	5
公司多晶硅产量今年增加 7 倍，盈利翻番	6
变压器盈利预测.....	7
变压器	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：2010 年行业重归高速增长	3
图表 2：2010 年出货量将达到 10.4GW，有可能更高	3
图表 3：主要国家太阳能安装量预测值.....	4
图表 4：组件价格持续下跌，但下跌速度趋缓、毛利率空间扩大	4
图表 5：主要大厂产能.....	5
图表 6：欧洲部分企业产能扩张	5
图表 7：公司权益多晶硅 产量在 2010 年增加 7 倍.....	6
图表 8：新光硅业盈利预测.....	6
图表 9：公司多晶硅部分盈利预测	6
图表 10：变压器部分盈利预测	7
图表 11：互感器盈利预测	7
图表 12：吊装带部分盈利预测	7
图表 13：其他业务盈利预测.....	7

太阳能产业的迅速回暖是公司业绩增长的重要动力

2010 年出货量重归高速增长

- 由于市场的逐渐回暖和价格的稳定，我们预测 2010 年终端产品市场规模将从 2009 年的 340 亿美元增长到 480 亿美元，增速达到 42%；一方面是欧美信贷市场的恢复和补贴政策的逐渐落实推动全球光伏出货量的增加；另一方面，压缩多晶硅行业利润带来的价格下降趋势已经基本结束，未来组件价格的下降更多是成本下降带动的，因此是个平滑的下降过程；
- 2011 年市场规模更将增至 690 亿美元，增速达到 43%；2012 年行业规模提高到 940 亿美元，增速为 36%，三年复合增长超过 40%。

图表1：2010 年行业重归高速增长

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Production(GW)	1.4	1.74	2.84	5.95	6.30	10.38	16.03	24.93
Production growth	44%	58%	50%	110%	6%	65%	54%	56%
growth(% YOY)	14%	15%	-6%	5%	-11%	-11%	-8%	-8%
wholesale module price	\$3.70	4.02	3.97	3.87	2.85	2.35	2.1	1.64
Installation price	\$7.10	7.67	7.43	6.74	5.41	4.66	4.31	3.77
Installation price growth (% YOY)	-2%	8%	-3%	-9%	-20%	-14%	-8%	-6%
Revenue pool(\$bn)	\$10	\$13	\$21	\$40	\$34	\$48	\$69	\$94

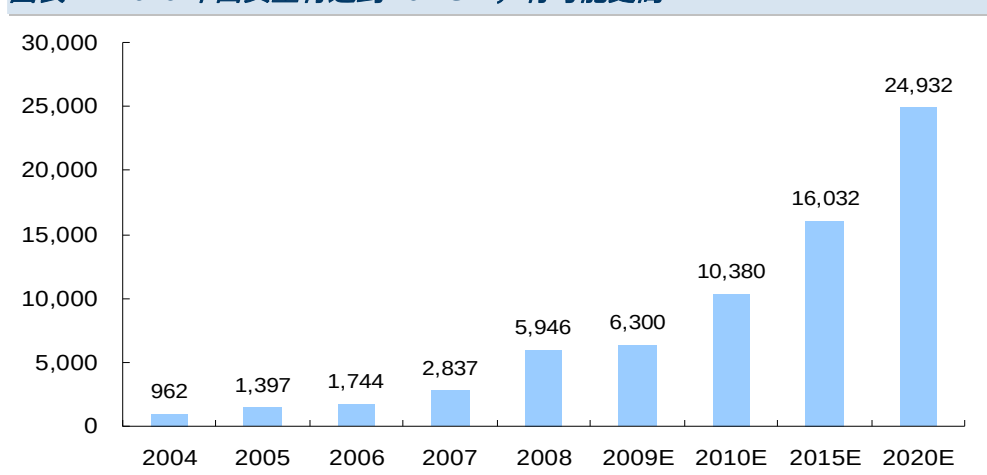
来源：国金证券研究所

- 我们认为太阳能行业已经步入了逐步恢复的景气上行周期，2009 年将成为行业增长的历史性低点，之后随着太阳能发电成本的下降、信贷环境的宽松以及行业鼓励政策的逐步落实，行业将开始新一轮的高速成长，相比较前两波增长（2004 年和 2008 年），这次增长的行业基础更加牢固、行业空间更大、对实体经济的促进作用也更显著；

2010 年出货量增长的原因：西班牙因素结束、补贴政策落实

- 由于西班牙的政策变化，该国市场 2009 年预计将比上年大幅减少，这是造成 2009 年增速大幅降低的直接原因，但 2010 年这一因素不复存在；
- 2009 年德国市场是关键，我们预计德国将实现 2.47GW 的出货量，回到第一的位置；

图表2：2010 年出货量将达到 10.4GW，有可能更高



来源：国金证券研究所

- 另外，随着各国政策的不断落实，主要市场的出货量均有较明显增加；
- 主要市场的预测值请参考下表，德国、日本是规模最大的市场，美国、中国、意大利的增长值得期待。

图表3：主要国家太阳能安装量预测值

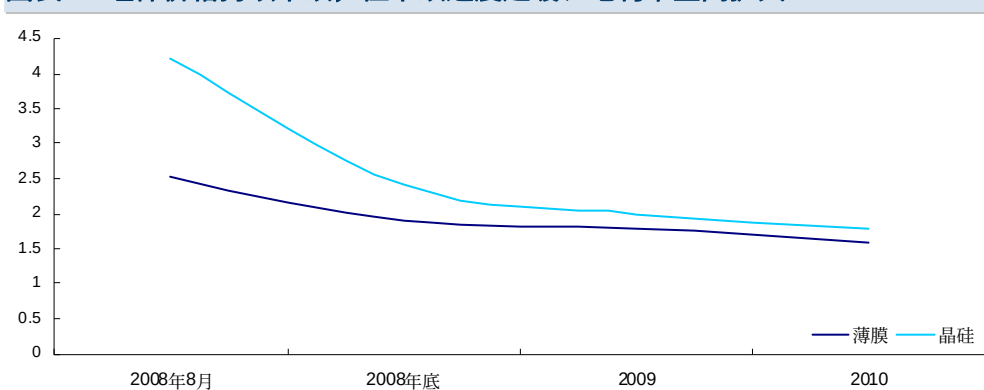
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2015E	2020E
Germany	450	837	938	1,328	1,860	2,474	3,389	4,684	7,869
Growth		86%	12%	42%	40%	33%	37%	38%	68%
Percentage			54%	47%	31%	39%	33%	29%	32%
US	94	105	140	232	360	622	1,219	1,890	3,118
Growth		12%	33%	66%	55%	73%	96%	55%	65%
Percentage			8%	8%	6%	10%	12%	12%	13%
Japan	267	292	300	230	230	1,075	1,914	3,157	4,799
Growth		9%	3%	-23%	0%	367%	78%	65%	52%
Percentage			17%	8%	4%	17%	18%	20%	19%
Spain	11	20.2	74	640	2,460	500	660	825	1,056
Growth		91%	266%	765%	284%	-80%	32%	25%	28%
Percentage			4%	23%	41%	8%	6%	5%	4%
Italy	2	5	13	90	240	451	835	1,703	2,639
Growth		150%	160%	592%	167%	88%	85%	104%	55%
Percentage		0.36%	1%	3%	4%	7%	8%	11%	11%
Greece	1	1	5	12	26	145	205	405	515
Growth		0%	400%	140%	117%	458%	41%	98%	27%
Percentage		0.07%	0%	0%	0%	2%	2%	3%	2%
ROE					310	325	468	866	1,316
Growth						16%	44%	85%	52%
Korea S.	13	16	24.64	50	280	188	348	470	671
Growth			54%	103%	460%	-33%	85%	35%	43%
Percentage		1.15%	1%	2%	5%	3%	3%	3%	3%
China	35	44	62.48	85	65	170	743	1,233	1,948
Growth			42%	36%	-24%	162%	337%	66%	58%
Percentage		3.15%	4%	3%	1%	3%	7%	8%	8%
ROW	89	76.8	186.88	170	115	350	600	800	1,000
Growth			143%	-9%	-32%	204%	71%	33%	25%
Total	962	1397	1744	2,837	5,946	6,300	10,380	16,032	24,932
Growth		45%	25%	63%	110%	6%	65%	54%	56%

来源：国金证券研究所

价格稳定

- 进入三季度以来，组件价格的下降速度趋缓，这一方面是电池的原材料多晶硅价格逐渐稳定，另一方面，欧洲需求的复苏也为价格提供支撑；
- 从行业景气周期的变化可以发现，去年四季度的价格下跌主要原因是需求萎缩，一季度和二季度则加入了多晶硅价格下跌的原因，而后面的价格下跌原因更多的是成本下降与行业竞争；

图表4：组件价格持续下跌，但下跌速度趋缓、毛利率空间扩大



来源：国金证券研究所

- 从成本的角度看，未来电池制造成本将持续下降，包括效率的提高、硅片厚度的降低、设备成本的下降都会降低电池成本；而明年开始全球需求的复苏将使得行业形势较今年更温和。
- 总之，需求复苏使得价格有反弹的要求，而成本下降则使价格有下降的空间，综合判断，我们倾向认为一段时间内价格将维持目前的水平，但不排除需求快速恢复带来的价格反弹，这种可能性目前看起来越来越大。

多晶硅：价格逐渐稳定，权益产量扩充 7 倍、利润贡献继续提高

供需弱平衡，不存在严重过剩

- 虽然市场上不少人对多晶硅仍然报悲观态度，认为行业严重过剩，从此坠入深渊一蹶不振。而实际上情况未必如此悲观，在之前的多次报告中我们已经提到，由于金融危机带来的需求下降和盈利降低，不少原计划大量扩产的企业已经停止扩张，这些产能也仅仅停留在纸面；

图表5：主要大厂产能

S-grade	Country		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
Tokuyama	Japan	t	1000	1200	1400	1400	1400	1500	1900	1900
Hemlock	US	t	2000	2100	2100	3000	5000	7100	9500	14000
AsiMI(REC)	US	t	0	150	200	1500	1500	3000	3000	3000
SGS	US	t	1900	2200	2200	2200	2200	8500	11500	13500
MEMC	US	t	0	0	0	1100	1100	3000	3500	5000
Mitsubishi	US	t	100	100	100	100	150	150	150	150
Mitsubishi	Japan	t	200	100	200	200	200	200	200	200
Wacker	German	t	1600	1800	1900	2800	2800	5500	8500	15500
Titom Titar	Japan	t	0	0	0	0	0	0	0	0
MEMC	Italy	t	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum			6800	7650	8100	12300	14350	28950	38250	53250

来源：国金证券研究所

- 而 2010 年的可靠产量，根据我们的测算在 7.5 万吨左右，根据目前晶硅电池的耗用量，能够支撑 10GW 的电池产量，再考虑薄膜电池的产量，可以计算得若 2010 年全球电池产量在 12GW；
- 根据我们前面的测算，2010 年全球太阳能电池的产量在 10.38GW，按照这一水平计算的多晶硅供应略有过剩，但如果需求超过预期；

图表6：欧洲部分企业产能扩张

国家	公司	所在地	2007	2008	2009	2010	2011
挪威	Hycore ANS	波斯格伦			20		
	Elkem AS	克里斯蒂安桑		5000			
荷兰	Norwegian Silicon Refinery AS	莫斯					N.A.
	Girasolar BV	代芬特尔					N.A.
	The Silicon Mine BV	Geleen			4500		
德国	Sunways AG	黑尔			1000		
	PV Crystalox Solar PLC	比特费尔德			900		
	Prime Solar Pty Ltd.	比特费尔德			4500		
	Scheuten Solarworld Solizium GmbH	萨克森			1000		
法国	Wacker Chemie AG	博格豪森	10000				
	Joint Solar Silicon GmbH & Co.KG	莱茵费尔登		1000			
	Apollon Solar s.a.s	歇滨湖		200			
西班牙	Silpro SAS	圣奥邦				3000	
	Instalaciones Pevafersa SL	托罗			1500		
意大利	Ferroatlantica SL	马德里					N.A.
	Isofoton SA	洛斯卡巴尼亚/加那利			5000		
	Silfab SpA	佛朗哥博尔戈德伊夫雷亚			5000		
俄罗斯	Italsilicon Srl	Brugherio				2500	
	Estelux Srl	玛拉诺维琴蒂诺				5000	
	MEMC Electronic Materials Inc	梅拉诺	2000				
	Solarvalue AG	鲁塞		2000			
乌克兰	Polysil International Project	索斯诺维博尔				500	
	Podolsky Chemical & Metallurgical Plant	波多利斯克				500	
	JSC Khimprom	Novotsheboksarsk				1500	
	OJSC Silan	Dankow				2000	
哈萨克斯坦	Ryazan Metal Ceramics Instrumentation	梁赞					N.A.
	JSC Chimprom Volgograd	伏尔加格勒					N.A.
	Solar Wind Ltd.	克拉斯诺达尔					N.A.
乌克兰	Basic Element Co.	阿巴坎				3000	
	Nitol Solar Ltd.	Usolye-Sibirskoye		3700			
哈萨克斯坦	Siltek Ltd.	扎波罗热					N.A.
	Silicasolar Ltd.	阿斯塔纳					N.A.

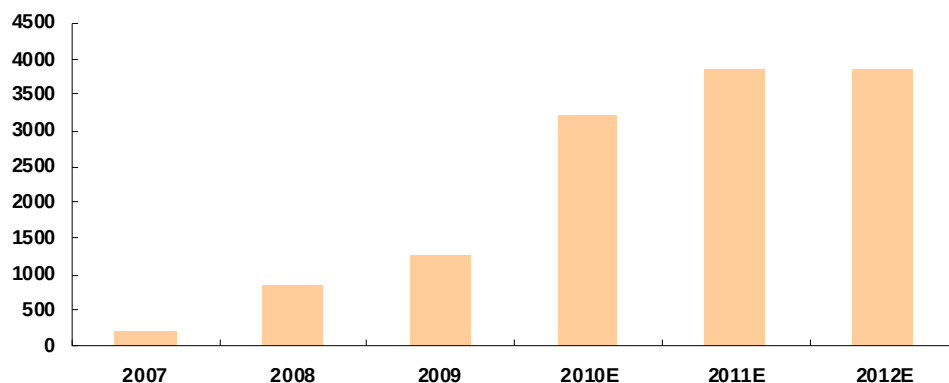
来源：国金证券研究所

- 从数据看，多晶硅供需总体均衡，略过剩，但只是阶段性过剩。
 - ◆ 由于供需紧张形势不如以往，带来盈利能力下降，使得新进入者减少，未来的产量增速在下降，使得未来的有效供给降低；
 - ◆ 而需求方面，随着明年开始太阳能市场的复苏，需求量将重归高速增长，不能排除未来供需重归紧张的可能性。

公司多晶硅产量今年增加 7 倍，盈利翻番

- 公司多晶硅业务的关键点在于产量的巨幅增加，根据我们的测算，2010 年的权益产量比 2009 年增加 7 倍以上，这意味着，只要今年单位多晶硅的盈利超过 2009 年的 1/7，整个多晶硅部门的盈利就会增加；
- 公司之前的多晶硅产能是新光硅业，占 1260 吨产能的 35.66%，即 450 吨的权益产能；2009 年下半年，新津和乐山两个 3000 吨产能的多晶硅厂投产，公司分别占有 49%和 51%的股权，这意味着公司的权益产能增加到了 3450 吨；

图表7：公司权益多晶硅产量在 2010 年增加 7 倍



来源：国金证券研究所

- 由于价格下降，新光硅业的盈利能力在 2009 年大幅下降，预计 2009 年的净利润在 1 亿元左右；

图表8：新光硅业盈利预测

			2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Capacity	Phase I	t	1280	1280	1280	1280	1280	1280
Utilization		%	15%	62%	80%	90%	90%	90%
Volumme		t	192	793.6	950	1100	1152	1152
Price		m/t	2.1	2.4	0.49	0.38	0.35	0.32
Income			403	1,905	461	418	403	369
Cost		m	218	362	326	323	319	308
Fixed cost			190	206	202	189	186	182
	Depriaciation		110	110	110	110	110	110
	Repair etc.	m	20	20	20	10	10	10
	Financial expenses		56	52	48	45	42	38
Variable cost			28	156	124	134	133	126
	Material cost	m	6	25	30	35	37	37
	Power cost	m	22	131	94	99	97	89
Net income			143	1,246	98	67	58	39

来源：国金证券研究所

- 2010 年，新光硅业的净利润将进一步降低至 6700 万左右，未来尽管经过技改，公司的成本将持续下降，但由于价格下降，因此盈利也会继续下降；
- 但考虑新津和乐山两个项目之后情况就大不相同了，公司的权益产量将大幅提高，具体情况请参考下表。

图表9：公司多晶硅部分盈利预测

			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Capacity	I	t	1280	1280	1280	1280	1280	1280
	II							
	新津	t	3000	3000	3000	3000	3000	3000
	乐山	t	3000	3000	3000	3000	3000	3000
Volumme		t	192	832	1250	3200	3852	3852
Price		m	2.1	2.4	0.485	0.38	0.35	0.32
Gross Income		m	159	1,547	606	1,216	1,348	1,233
Cost			218	362	326	937	961	906
Net income			119	1,246	98	181	257	213
Earning per ton			62	150	8	6	7	6

来源：国金证券研究所

变压器盈利预测

变压器

- 变压器业务维持稳定，出货量高速增长阶段已经基本结束，我们认为未来将保持稳定增长；
- 具体情况请参照下表的盈利预测。

图表10：变压器部分盈利预测

项 目	2004	2006	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
OK									
变压器									
销售数量 (万kva)		4,200	5,120	6,336	8,500	8,700	9,396	9,866	10,359
销售收入 (百万元)		1,058	1,732	2,430	4,339	4,530	4,892	5,137	5,394
销售成本 (百万元)		885	1,515	1,998	3,425	3,624	3,924	4,058	4,369
增长率 (YOL)	N/A	-34.72%	71.12%	31.92%	71.38%	5.82%	8.27%	3.43%	7.66%
毛利 (百万元)		173.13	217.65	431.31	914.76	906.02	968.71	1,078.80	1,024.86
增长率 (YOL)	N/A	-57.11%	25.71%	98.17%	112.09%	-0.96%	6.92%	11.36%	-5.00%
占总销售额比重		33.53%	85.98%	55.61%	84.12%	70.65%	62.72%	56.53%	54.64%
占主营业务利润比重		27.40%	45.20%	43.95%	81.97%	69.52%	57.95%	52.89%	47.85%

来源：国金证券研究所

图表11：互感器盈利预测

互感器	2006	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售数量 (万kva)	4,200	5,120	2,545	3,650	4,100	4,300	4,386	4,474
销售收入 (百万元)	72	52	57	80	91	96	98	100
毛利率	39.86%	32.22%	26.47%	29.08%	30.08%	31.11%	31.11%	31.11%
销售成本 (百万元)	43	35	42	57	64	66	67	69
毛利 (百万元)	28.56	16.82	14.96	23.26	27.50	29.83	30.43	31.04
增长率 (YOL)	N/A	-92.92%	-41.11%	-11.06%	55.51%	18.22%	8.47%	2.00%
净利润率			6.78%					
净利润			3.83					
股权比例		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
少数股东损益								
占总销售额比重		2.27%	2.59%	1.29%	1.55%	1.43%	1.23%	1.01%
占主营业务利润比重		4.52%	3.49%	1.52%	2.08%	2.11%	1.78%	1.45%

来源：国金证券研究所

图表12：吊装带部分盈利预测

吊装带	2006	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	109	137	235	270	299	311	323	336
毛利率	31%	26%	28%	28%	27%	27%	27%	27%
销售成本 (百万元)	75	102	170	194	218	227	236	246
毛利 (百万元)	33.74	35.38	64.67	75.73	80.73	83.96	87.32	90.81
增长率 (YOL)	N/A	#REF!	4.86%	82.79%	17.10%	6.61%	4.00%	4.00%
净利润								
股权比例	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
少数股东损益								
占总销售额比重	3.45%	6.80%	5.37%	5.23%	4.66%	3.99%	3.56%	3.41%
占主营业务利润比重	5.34%	7.35%	6.59%	6.79%	6.19%	5.02%	4.28%	4.24%

来源：国金证券研究所

图表13：其他业务盈利预测

其他	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	242	261	375	390	185	406	193
毛利率	19.42%	13.03%	25.60%	24.17%	14.68%	22.71%	13.04%
销售成本 (百万元)	195	227	279	296	158	313	167
毛利 (百万元)	47.00	34.00	96.00	94.26	27.18	92.12	25.11
增长率 (YOL)	N/A	#REF!	-27.66%	182.35%	-1.81%	-71.16%	238.91%
占总销售额比重	7.67%	12.95%	8.58%	7.56%	2.89%	5.20%	2.12%
占主营业务利润比重	7.44%	7.06%	9.78%	8.45%	2.09%	5.51%	1.23%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,080	3,156	4,369	6,412	7,801	9,087
增长率		2.5%	38.4%	46.8%	21.7%	16.5%
主营业务成本	-2,564	-2,524	-3,387	-5,109	-6,129	-7,048
% 销售收入	83.2%	80.0%	77.5%	79.7%	78.6%	77.6%
毛利	516	632	981	1,303	1,672	2,040
% 销售收入	16.8%	20.0%	22.5%	20.3%	21.4%	22.4%
营业税金及附加	-11	-10	-14	-26	-30	-32
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-67	-111	-86	-187	-218	-237
% 销售收入	2.2%	3.5%	2.0%	2.9%	2.8%	2.6%
管理费用	-201	-136	-223	-296	-400	-434
% 销售收入	6.5%	4.3%	5.1%	4.6%	5.1%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	237	375	658	794	1,024	1,336
% 销售收入	7.7%	11.9%	15.1%	12.4%	13.1%	14.7%
财务费用	-74	-111	-235	-276	-320	-359
% 销售收入	2.4%	3.5%	5.4%	4.3%	4.1%	4.0%
资产减值损失	0	-29	-26	-3	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	-3	0	0	0
投资收益	91	253	598	258	500	582
% 税前利润	31.5%	49.6%	58.6%	33.3%	41.5%	37.3%
营业利润	254	489	993	774	1,201	1,557
营业利润率	8.2%	15.5%	22.7%	12.1%	15.4%	17.1%
营业外收支	35	21	28	3	3	3
税前利润	289	511	1,021	777	1,204	1,560
利润率	9.4%	16.2%	23.4%	12.1%	15.4%	17.2%
所得税	-38	-49	-60	-45	-133	-173
所得税率	13.1%	9.6%	5.8%	5.8%	11.1%	11.1%
净利润	251	462	961	731	1,071	1,387
少数股东损益	53	12	18	18	14	17
归属于母公司的净利润	198	450	943	713	1,057	1,370
净利率	6.4%	14.3%	21.6%	11.1%	13.5%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	198	462	961	731	1,071	1,387
少数股东损益	53	0	0	0	0	0
非现金支出	100	109	124	147	165	173
非经营收益	-22	-146	-359	-35	-297	-379
营运资金变动	-641	-226	-450	2,341	-107	-111
经营活动现金净流	-312	198	275	3,184	831	1,070
资本开支	-377	-294	-1,480	-910	-106	-707
投资	-359	-345	-335	-1	0	0
其他	47	5	63	258	500	582
投资活动现金净流	-689	-634	-1,753	-652	394	-125
股权募资	690	5	726	0	0	0
债权募资	1,181	1,326	2,663	-2,670	0	1
其他	1	-130	-243	-218	-357	-357
筹资活动现金净流	1,872	1,201	3,146	-2,889	-357	-356
现金净流量	871	766	1,668	-357	867	588

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	992	1,364	3,032	2,675	3,543	4,131
应收款项	761	1,296	1,170	1,985	2,415	2,814
存货	805	1,263	1,867	1,540	1,847	2,124
其他流动资产	462	1,000	1,863	514	617	708
流动资产	3,021	4,923	7,932	6,714	8,422	9,777
% 总资产	72.9%	64.3%	65.3%	57.5%	63.2%	64.2%
长期投资	0	1,500	2,470	2,471	2,470	2,470
固定资产	956	993	1,401	2,207	2,188	2,755
% 总资产	23.1%	13.0%	11.5%	18.9%	16.4%	18.1%
无形资产	167	232	318	278	245	217
非流动资产	1,123	2,737	4,211	4,958	4,904	5,443
% 总资产	27.1%	35.7%	34.7%	42.5%	36.8%	35.8%
资产总计	4,144	7,660	12,143	11,672	13,326	15,220
短期借款	1,315	1,789	2,660	0	0	0
应付款项	1,189	2,016	1,971	3,537	4,253	4,894
其他流动负债	46	878	177	242	260	278
流动负债	2,550	4,683	4,807	3,778	4,514	5,172
长期贷款	250	350	2,960	2,960	2,960	2,961
其他长期负债	11	11	11	0	0	0
负债	2,811	5,044	7,778	6,738	7,474	8,133
普通股股东权益	1,980	2,484	3,785	4,142	5,047	6,265
少数股东权益	0	165	621	639	653	670
负债股东权益合计	4,144	7,660	12,143	11,672	13,326	15,220

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.543	0.616	0.808	0.611	0.905	1.173
每股净资产	5.425	3.403	3.241	3.546	4.321	5.364
每股经营现金净流	-0.856	0.272	0.235	2.726	0.711	0.916
每股股利	0.200	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.00%	18.11%	24.92%	17.22%	20.94%	21.87%
总资产收益率	4.13%	5.85%	7.74%	6.19%	8.02%	9.09%
投入资本收益率	6.41%	7.08%	6.18%	9.65%	10.51%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	56.89%	2.48%	38.41%	46.77%	21.67%	16.49%
EBIT增长率	19.08%	43.49%	75.43%	20.56%	28.96%	30.51%
净利润增长率	95.34%	127.06%	109.70%	-24.40%	48.16%	29.70%
总资产增长率	49.44%	60.55%	58.39%	-3.88%	14.17%	14.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.6	84.9	79.6	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	105.8	149.5	168.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	34.4	47.3	35.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	55.0	90.0	79.6	94.4	67.3	72.5
偿债能力						
净负债/股东权益	28.93%	29.24%	58.69%	5.92%	-10.25%	-16.89%
EBIT利息保障倍数	3.5	3.4	2.8	2.9	3.2	3.7
资产负债率	58.67%	65.57%	63.84%	58.50%	56.73%	53.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	6	12	16	29
买入	2	4	13	18	27
持有	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.46	1.58	1.61	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。