

2010 年 10 月 16 日

其他轻工制造 II

公司深度报告

收盘价(元): 9.37

目标价(元): 14.76

江苏宏宝(002071)

五金行业龙头进军光伏领域

投资评级: 买入(首次评级)

装备制造: 陈亮

执业证书编号: S0890210060003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

联系人:

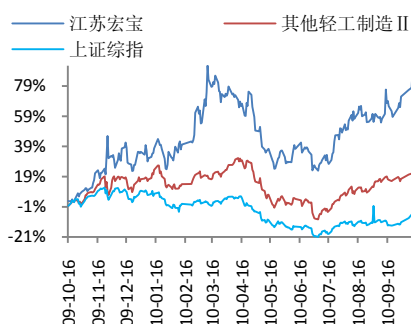
电话:

邮箱:

公司基本数据

总股本(万股)	18402.00
流通 A 股/B 股(万股)	18016.13/0.00
资产负债率(%)	37.68
每股净资产(元)	6.84
市净率(倍)	2.73
净资产收益率(加权)	26.43%
12 个月内最高/最低价	14.2/6.07

股价走势图



相关研究报告

◎独到见解:

在电池片价格不断下调和的联合作用下,电池片领域的投资回报率开始相对收窄,光伏行业上中游的投资机会开始凸现出来。设备投资相对较低、生产技术国产化完成度较好的硅棒/硅锭制造和硅片切割成为目前较好的光伏行业介入点。

◎投资要点:

◆公司主要从事各种类型的锻件五金和工具五金的生产,为国内五金行业龙头,是五金行业的第一家上市公司。目前公司正计划投资太阳能硅片切割及组件制造,该项目建设完成之后,光伏业务将成为公司的主营业务。

◆晶硅技术在光伏发电行业的主导地位依然稳固。薄膜电池前期的高速发展相当程度上得益于当时多晶硅的价格高企。毋庸置疑,薄膜电池技术潜力巨大,但由于原材料获取、工艺成熟度等原因,以及多晶硅料的供应日趋稳定,晶硅电池的主流地位在相当长时间内都不会受到实质上的威胁。

◆公司光伏项目计划包括太阳能硅片和光伏组件两个部分。其中太阳能硅片项目总量为年产 300MW,其中 6.5 寸太阳能单晶硅片 3200 万片(80MW),8 寸太阳能多晶硅片 5800 万片(220MW)。组件项目产能则为每年 100MW。

◆公司所在苏州市光伏产业氛围浓厚。目前苏州的光伏产业已形成了包括光伏原材料、电池片制造、组件和非晶硅、CIGS、GaAs 薄膜电池等一整套覆盖光伏产业各领域的完善的产业体系,具有良好的产业集群优势。

◆公司的募投项目“20 万件高铁锻件项目”将于 2011 年 8 月完成建设。该项目正常年营运收入可达 2 亿元,净利润 958 万。2011 年该项目应可贡献 60%-70%的营运能力。

◆预测公司 2010、2011、2012 年 eps 分别为 0.1、0.44、0.79 元。根据对公司各部分的估值综合,我们认为公司目标价位为 14.76 元。

◎风险提示:

全球光伏市场走势低于预期。

公司光伏项目建设进度未如预期。

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	305.22	373.52	2261.81	3393.80
同比增速(%)	-12.15%	22.38%	505.54%	50.05%
净利润(百万)	1.86	17.84	81.07	144.62
同比增速(%)	-121.96%	857.89%	354.50%	78.39%
每股盈利(元)	0.02	0.10	0.44	0.79
市盈率(倍)	1430.93	96.67	21.27	11.92

目 录

1. 公司简介	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司主导产品介绍	4
2. 光伏行业的行业前景	5
2.1 光伏发电的理论极限	5
2.2 高速增长的光伏发电装机容量	6
2.3 光伏发电技术的分类	6
3. 硅片切割——光伏行业介入点的正确选择	8
3.1 公司光伏项目简述	8
3.2 硅片切割是较好的光伏行业介入点	9
3.3 公司的产业规划和自身优势	10
4. 公司原有业务	11
5. 公司盈利预测与估值	11
6. 投资评级	12
7. 风险提示	12

图表目录

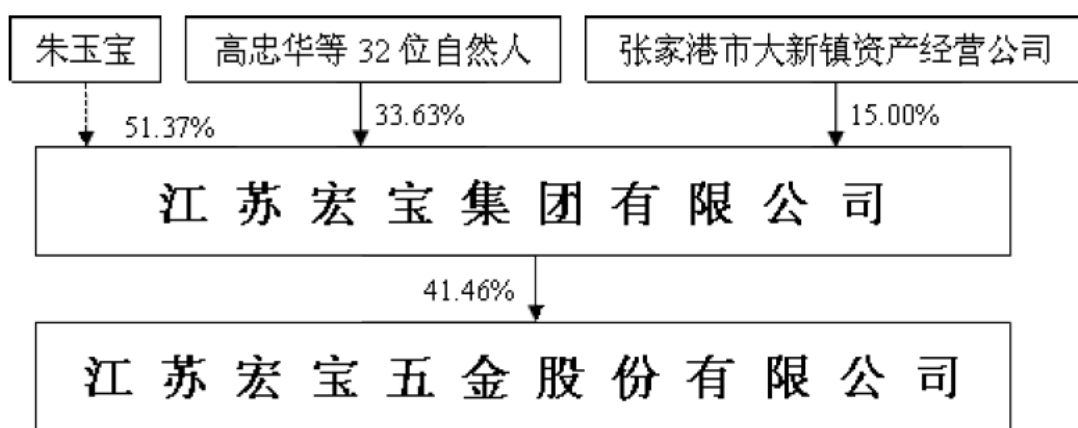
图 1 公司产品分类占比	5
图 2 太阳能发电的理论极限	5
图 3 全球新增光伏发电装机容量	6
图 4 太阳能发电技术的分类	7
图 5 晶硅光伏发电产业链	9
图 6 晶硅光伏发电产业链	10
表 1 乾照光电股本结构	4
表 2 不同结构太阳能电池的性能差异	7
表 3 光伏项目经济指标列表	8
表 4 国内外电池片企业扩产历程	9
表 5 公司分项收入和成本列表	11

1. 公司简介

1.1 公司概况

江苏宏宝五金股份有限公司是在原江苏宏宝集团五金工具有限公司基础上整体变更设立的股份有限公司。2006 年 9 月，公司公开发行 新股 5000 万股，总股本为 12268 万股，2009 年年报每股转增 0.5 股，因此目前总股份为 18402 万股。

表 1 江苏宏宝股本结构



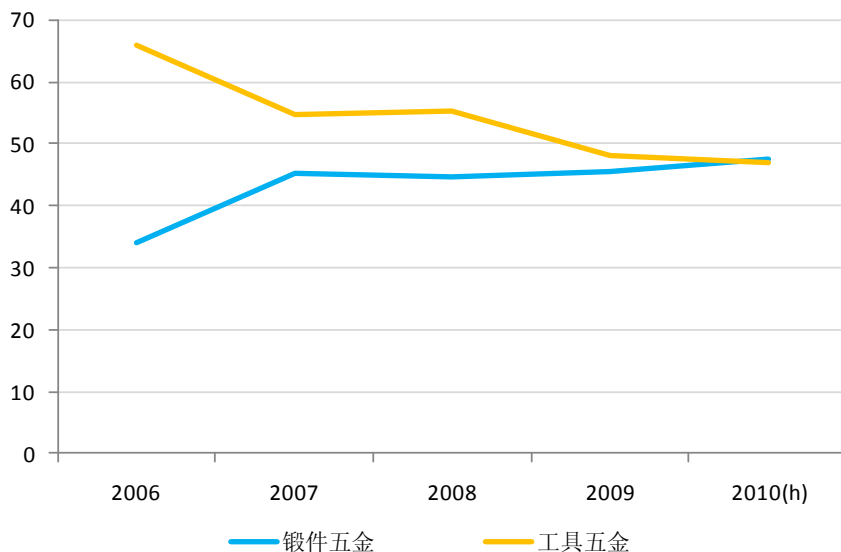
资料来源：公司公告 华宝证券研究所

公司大股东为江苏宏宝集团有限公司，持有公司 41.46% 股权。公司实际控制人为该集团公司董事长朱玉宝。朱玉宝持有集团公司 51.37% 股权，间接持有公司股权 21.298%。

1.2 公司主导产品介绍

公司主要从事各种类型的锻件五金和工具五金的生产。公司现为中国五金制品协会副理事长单位，所产“宏宝牌”五金工具、美容刀剪被中国社会调查事务所确认为中国公认名牌产品，其中“宏宝牌”五金工具连续七年获得了“江苏名牌产品”称号，公司已成为了国内五金行业第一家率先通过 ISO14001 1996 版环境管理体系认证的企业。

图1 公司产品分类占比



资料来源: wind 华宝证券研究所

公司产品原以出口为主,出口在业绩中的占比高达 90%以上,上市后出口占比逐渐下降,2008 年出口占比已降至 55.25%。金融危机爆发后,公司出口占比进一步下降,至 2010 年中期已降至 25.88%。

目前公司正计划投资太阳能硅片切割及组件制造,该项目建设完成之后,光伏业务将成为公司的主营业务。该项目将在后文中详细介绍。

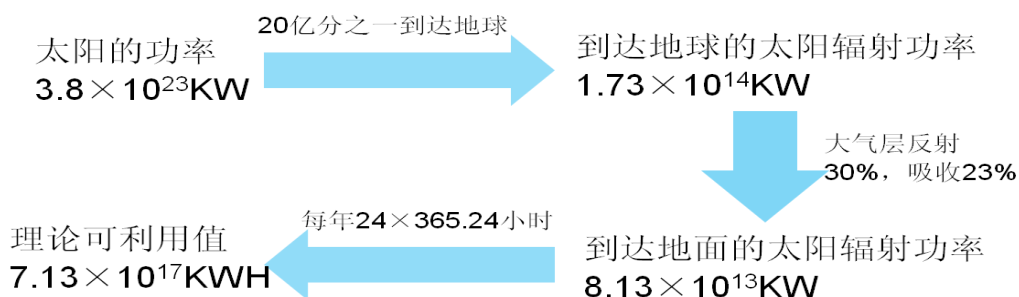
2. 光伏行业的行业前景

2.1 光伏发电的理论极限

从严格意义上说,人类目前所利用的能源类型,除核能外其本质来源几乎都是太阳。比如作为化石能源代表的石油,实际上是植物体通过光合作用吸收太阳能储存于有机体的残留;又如新能源类型的风能,本质上是大气受热不均而产生的对流。由于能量之间的转化都存在相当的损失,所以如果可以直接吸收太阳能进行储存,无疑是前景最广阔、最可靠的能源供给方案。

太阳是一个巨大炽热的辐射体,太阳的辐射功率约为 $3.8 \times 10^{23} \text{KW}$,其中只有 20 亿分之一到达地球,经过大气层的反射和折射,最后到达地面的功率为 $8.13 \times 10^{12} \text{KW}$,这相当于全年 $7.13 \times 10^{17} \text{kWh}$ 的发电量。与之相对比,2009 年全球总发电量为 $2.00 \times 10^{13} \text{kWh}$,与上述数值存在四个数量级的差异。举例来说,以目前的多晶硅电池转化效率而论,若将撒哈拉沙漠总面积的 95% 安装太阳能电池板,便足以供应全球全年的用电量。

图2 太阳能发电的理论极限

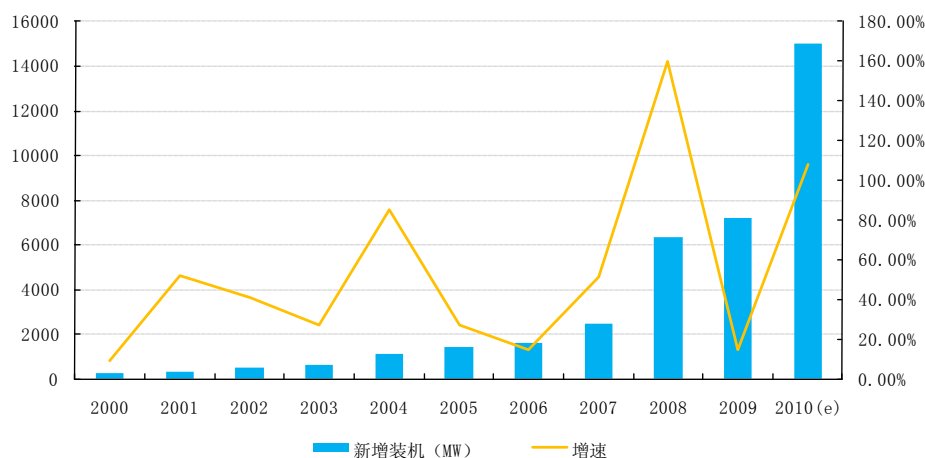


资料来源：华宝证券研究所

2.2 高速增长的光伏发电装机容量

2000 年之后，随着光伏发电在技术上的稳定，全球光伏发电装机容量开始快速增长。2004 年随着德国的光伏补贴政策出台，光伏装机出现了一个小高峰，而在 2006 年之后，随着类似的补贴政策在西班牙、美国、意大利等国家相继出台，光伏发电装机量开始出现加速上升的势头。2009 年，由于金融风暴的冲击，加之西班牙回调补贴政策带来的装机大幅缩减，光伏装机增速有明显的回落，但依然在逆境中保持了 14.13% 的较高增速，显示了该行业顽强的生命力。

图 3 全球新增光伏发电装机容量



资料来源：solarbuzz 华宝证券研究所

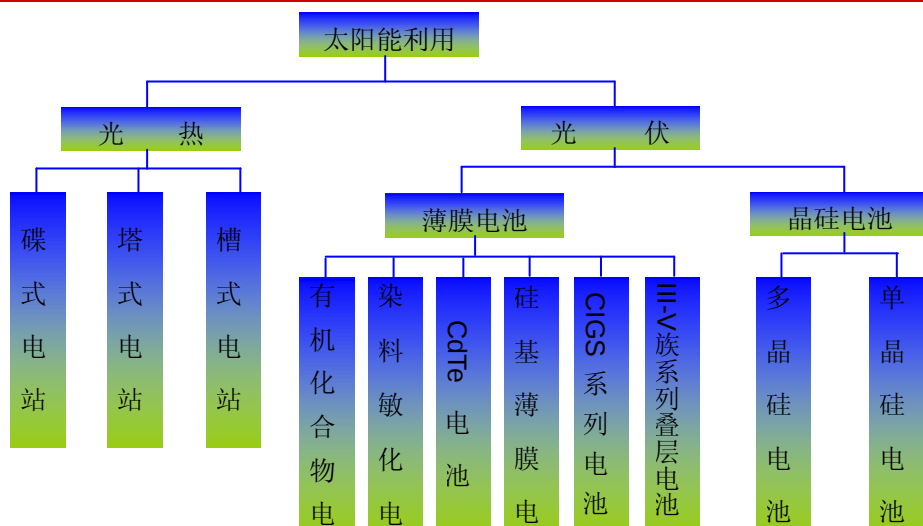
从今年的发展势头看，上半年光伏装机容量便已经超过 7GW，基本达到了去年全年水平，下半年德国补贴削减并未降低光伏行业的热情，预期中的行业拐点并未出现，而是出现了另一波装机高峰。预计年末全球光伏装机容量可达 15GW，同比增速亦可回到超出 100% 左右的高水平。

展望未来，德国市场由于之前连年高速膨胀，2011 年可能出现增速减缓的迹象，但光伏行业对就业率的贡献和对德国光伏设备商的支持使得德国政府不可能大规模压缩光伏行业，预计依然可以维持 30% 左右或者更高的增幅。另一方面，德国、意大利、捷克斯洛伐克和希腊等国的光伏市场进入了类似于 2004 年德国的迅猛增长期，西班牙光伏市场也重燃热情，这些国家的大幅度成长完全可以弥补德国增速下降带来负面影响。

2.3 光伏发电技术的分类

太阳能发电技术可分为光伏和光热两个大类，而光伏发电则可分为晶硅电池和薄膜电池两个技术派别。晶硅电池又可分为单晶硅电池和多晶硅电池两类，但这两类电池在结构上没有太大差别，只是电池组基片不同，而薄膜电池种类繁多，包括硅基薄膜电池、CdTe 电池、CIGS 系列电池、III-V 族系列叠层电池、燃料敏化电池、有机化合物电池等，其中前四种都有商业化的应用，而后两种依然处于实验室研发阶段。

图 4 太阳能发电技术的分类



资料来源：华宝证券研究所

通过半导体材料的性质分析和实际商业化生产的检验，形成了硅、砷化镓、磷化铟、碲化镉和铜铟硒多元化合物（铜铟硒是其典型代表）这样的光伏材料的可选集合。而它们之间各方面性能的互有优劣，直接导致了目前光伏技术百花齐放现状。

表 2 不同结构太阳能电池的性能差异

	体材料电池			薄膜电池			
	单晶硅	多晶硅	非晶硅	砷化镓	碲化镉	铜铟硒化合物	叠层砷化镓
理论转化效率	27%	27%	27%	28%	30%	禁带宽度可调，30%以上	50%以上
转化效率稳定程度	稳定	稳定	衰退	不稳定	稳定	稳定	稳定
原材料丰度	极丰富	极丰富	极丰富	镓稀缺	碲稀缺	铟总体稀缺，我国富铟	镓稀缺
材料需求度	大	大	小	小	小	小	略大
特殊环境适应能力	无	无	无	抗高温，抗辐射		抗辐射	抗高温，抗辐射
生产工艺	极大规模	极大规模	大规模	小规模	小规模	小规模	小规模
商业化转化效率	16—20%	14—16%	7—10%	12—14%	9—11%	11—14%	32—38%
生产能耗	很高	高	低	低	很低	低	低
环保程度	好	好	好	砷有毒	碲有毒	好	砷有毒

资料来源：华宝证券研究所

通过各方面的特征比较，我们认为晶体硅材料依赖于极其成熟的加工工艺和丰富的原材料储备，在未来很长一段时间内依然可以保持光伏材料的主流地位，目前原材料价格的下降确认了这一趋势；薄膜电池原材料需求小，生产能耗低，成本和能耗优势将使其在不大的生产规模范围快速发展，但由于绝大部分涉及一到数种稀有元素，未来大规模应用时成本预计将大幅度提高，部分抵消了其技术潜力。

在 2006 至 2009 年，薄膜电池的发展速度超越了光伏总体装机增速。特别是随着 first solar 在 CdTe 芯片方面产能不断提升，薄膜电池的总市场份额也随之水涨船高。目前薄膜电池芯片在装机容量中的占比在 22% 左右，预计到 2013 年可达到 25% 的比例。

薄膜电池的高速发展，相当程度上得益于晶硅芯片的主要原料多晶硅的价格高企。因此，在 2008 年多晶硅价格暴跌并逐渐趋于合理之后，薄膜电池的增速也与晶硅电池大致相当但略略超出的水准。毋庸置疑，薄膜电池技术潜力巨大，但由于原材料获取、工艺成熟度等原因，以及多晶硅料的供应日趋稳定，晶硅电池的主流地位在相当长时间内都不会受到实质上的威胁。

3. 硅片切割——光伏行业介入点的正确选择

3.1 公司光伏项目简述

公司光伏项目计划包括太阳能硅片和光伏组件两个部分，其中太阳能硅片项目总量为年产300MW，其中6.5寸太阳能单晶硅片3200万片（规格为125mmx125mm，合80MW），8寸太阳能多晶硅片5800万片（规格为156mmx156mm，合220MW）。组件项目产能则为每年100MW。该光伏项目为江苏宏宝与江苏港洋实业股份有限公司、张家港市金科创业投资有限公司、朱礼君等共同出资，江苏宏宝在项目中的持股占比为53%。

表3 光伏项目经济指标列表

序号	项目	单位	数量	备注
1	项目基本指标			
1.1	占地总面积	平方米	59162	折89亩
1.2	生产规模	MW	300	
1.2.1	6.5寸单晶硅片	万片	3200	折80MW
1.2.2	8寸多晶硅片	万片	5800	折220MW
1.2.3	电池组件	MW	100	
2	项目投资		80320	含铺底流动资金
2.1	建设投资	万元	70354	
2.2	建设期借款利息	万元	756	
2.3	铺底流动资金	万元	9210	
3	项目财务指标			
3.1	销售收入	万元	271200	正常生产年
3.2	销售税金及附加	万元	1265	正常生产年
3.3	总成本费用	万元	240816	正常生产年
3.4	利润总额	万元	29119	正常生产年
3.5	所得税	万元	7280	当年享受减半
3.6	净利润	万元	21839	正常生产年
3.7	固定资产借款偿还期	年	4.27	包括建设期
4	财务评价指标			
4.1	总投资利润率		28.60%	
4.2	投资利税率		42.27%	
4.3	项目投资税前评价指标			
4.3.1	财务内部收益率		39.94%	
4.3.2	财务净现值	万元	127522	10%折现率
4.3.3	全部投资回收期	年	4.22	含建设期
4.4	项目投资税后评价指标			
4.4.1	财务内部收益率		30.89%	
4.4.2	财务净现值	万元	88321	10%折现率
4.4.3	全部投资回收期	年	4.86	含建设期
4.5	盈亏平衡点		45.20%	

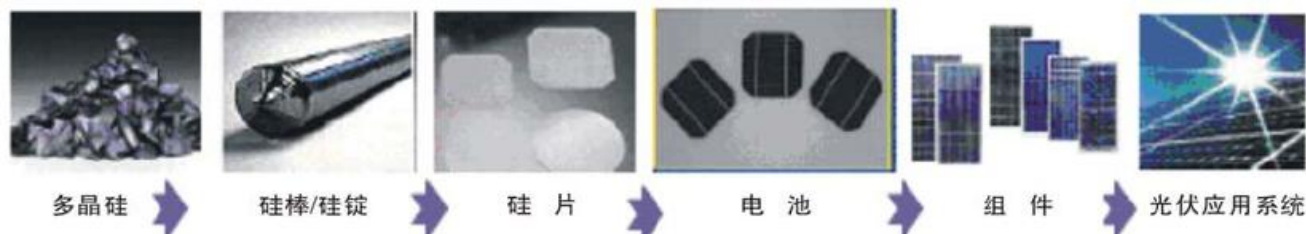
资料来源：公司公告 华宝证券研究所

预测光伏项目建成后年销售收入可达到27.12亿元，净利润2.184亿元。总投资利润率为28.6%，总资产回报率21%。所得税后财务内部收益率30.89%，以10%为标准折现率计算的财务净现值88321万元，投资回收期4.86（包括建设期），所得税前财务内部收益率39.94%，以10%为标准折现率计算的财务净现值127522万元，投资回收期4.22年（包括建设期）。

3.2 硅片切割是较好的光伏行业介入点

晶硅光伏发电产业链包括多晶硅料制造、硅棒/硅锭制造、硅片切割、电池片制造、电池组件制造和光伏应用系统等六个部分。

图 5 晶硅光伏发电产业链



资料来源：华宝证券研究所

在光伏产业链之中，硅棒/硅锭制造和硅片切割位于中游，而组件制造位于下游。从国内光伏产业的发展来看，二十一世纪的前十年中，从电池片介入光伏行业的企业，如无锡尚德、天威英利、常州天合等，都获得了相当理想的发展，无锡尚德已经成为全球排名第二的电池片厂商。

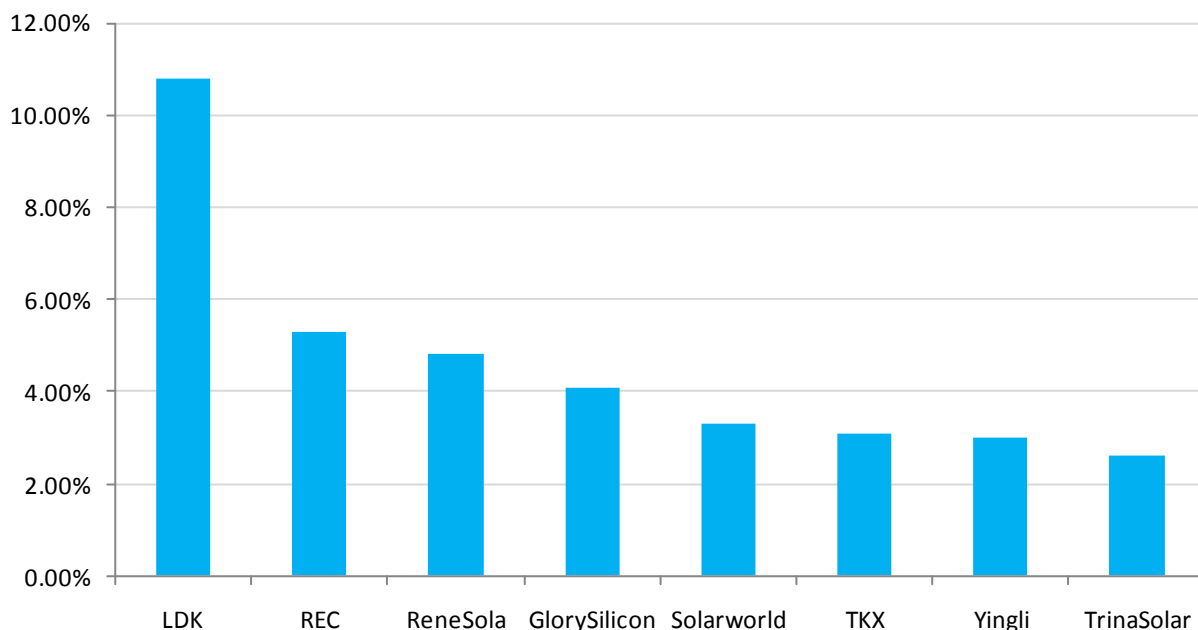
表 4 国内外电池片企业扩产历程

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
无锡尚德	270	540	1000	1100	1800	——
天威英利	100	200	400	600	1000	——
河北晶澳	50	225	400	800	1800	——
天合光能	0	150	250	350	500	1500
亿晶光电	0	20	100	200	380	500
东方日升	0	18	50	110	200	350
向日葵	0	25	58	133	200	300
横店东磁	0	0	0	25	125	300

资料来源：wind bloomberg 华宝证券研究所

从今年下半年起，情况开始发生变化。一方面，为了保证光伏安装环节的正常回报率，海外政府光伏补贴的下降要求电池片价格在大趋势上不断下调，另一方面，随着电池片厂商的产能快速扩张，上游原材料开始出现供应紧张，造成原材料价格上升。在这两个因素的联合作用下，电池片领域的投资回报率开始相对收窄，而上游多晶硅制造和中游硅棒/硅锭制造和硅片切割的投资机会开始凸现出来。但是，多晶硅企业本质上是化工联合企业，海外传统厂商不但已经打通上游原料产业链，且均具有国内企业无法比拟的丰富化工行业生产经验，这在生产控制节点数以千计的多晶硅制造业中几乎是决定性的优势。因此，设备投资相对较低、生产技术国产化完成度较好的硅棒/硅锭制造和硅片切割成为目前较好的光伏行业介入点。

图 6 晶硅光伏发电产业链



资料来源：华宝证券研究所

从目前全球的太阳能硅片制造领域竞争格局来看，LDK 依然处于一家独大的局面，其产量已接近 2GW，全球市占率为 10.5%，排名第八的天合光能产量接近 500M，全球市占率 2.6%。在前八位企业中，REC、英利、天合光能、Solarworld 均属于光伏一体化企业，硅片产品以自供为主，TKX 主要供应日本市场，Renesolar 虽之前以硅片制造为主，但今年亦积极向下游电池片和组件扩张。可见，硅片制造领域的全球竞争并不如电池片那样激烈，加之下游需求紧张，公司行业提升空间较为宽阔。

3.3 公司的产业规划和自身优势

公司本次投资项目包括 300M 太阳能硅片和 100M 组件。预计 300M 硅片中 100M 用于满足自身生产，而其余 200M 对外销售。公司最终将形成一体化的光伏产业链，但目前仍然以经营环境最好、成长潜力最大的硅片制造领域作为突破口。

为保证硅片产品的品质和生产营运的稳定，公司通过内培外聘等多种方式，组成了一支强有力的技术研发团队，从事研究开发的人员 80 多名，同时公司与行业内的知名企业和科研院所保持经常性的技术交流，具有坚实的技术基础。公司在取得国内顶级专业技术力量的支持外，本着长远发展的考虑，与美国 GT SOLAR 公司、日本 NTC、APPLIED MATERIALS 瑞士公司和匈牙利 SEMILAB 等主要国内外公司进行了磋商，并以上述公司制造全球领先的生产设备为基础组件生产线。这些公司除拥有全球领先的生产设备制造技术之外，国际领先的多线切割技术，原材料利用率等指标也处于行业领先地位，具有显著的成本优势。目前公司已经与这几家公司有初步意向签署长期的设备采购及技术转让协议，这为公司的长远发展打下了坚实的基础。

张家港隶属于苏州市，该市光伏产业氛围浓厚，龙头企业阿特斯公司于 2002 年开始生产光伏电池组件，至 2009 年销售收入已近 7 亿美元，全球排名第 12。目前苏州的光伏产业已在高新区、常熟市、吴江市、吴中区、相城区形成了以各地骨干企业领头的光伏原材料、电池片制造、组件和非晶硅、CIGS、GaAs 薄膜电池等一整套覆盖光伏产业各领域的完善的产业体系。因此，公司的光伏产业建设从一开始就可以获得良好的产业集群优势，而公司硅片和电池组件产能的建设，既满足了苏州市的光伏区域规划，又在产能上补充了硅片制造等薄弱环节。苏州市计划在 2011 年培育 1 家销售收入上 150 亿元的集团企业，1~

2 家销售收入超 100 亿元的规模企业，4~6 家销售收入过 50 亿元的骨干企业，因此江苏宏宝所以必将得到地方政府的大力支持。

预计公司光伏项目正式投产后（2012 年）将为公司带来 1.1575 亿元净利润，按照目前股本计算折合 EPS 为 0.63 元，按照 20 倍估值，则合每股价值 12.6 元。2011 年该项目即可实现 60%-70%达产。

4. 公司原有业务

公司是国内五金制品行业龙头企业，主导产品为工具五金和锻件五金。金融危机之前工具五金制品采用出口贴牌销售为主、内销为辅的销售模式，锻件五金制品则全部内销。2009 年上半年由于金融危机影响，企业销售收入和净利润均大幅滑坡，3 季度公司开始扭亏，全年实现盈利。随着金融危机影响的逐渐减小，2010 年国内外市场需求逐步恢复正常。上半年公司实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 48.27%，净利润则达到 1010.35 万元，同比增幅 246.08%，基本回复原有盈利能力的主要原因在于公司上半年产品订单恢复正常，锻件新品实现批量销售，而且原来一直依赖出口销售的工具五金，正逐步走向国内市场，新开发的家居生活系列五金产品实现国内销售，产品毛利大幅提高。

公司的募投项目“20 万件高铁锻件项目”将于 2011 年 8 月完成建设。该项目正常年营运收入可达 2 亿元，净利润 958 万。2011 年该项目应可贡献 60%-70%的营运能力。

预计公司原有业务 2010、2011、2012 年将贡献销售收入 3.74、5.42、7.14 亿，贡献 EPS 为 0.09、0.13、0.16 元。按照 2011 年 15 倍估值，则折合每股价值 1.95 元。

公司持有 200 万股新朋股份，每股现价 18.67 元，总值 3734 万元，折合每股价值 0.21 元。

5. 公司盈利预测与估值

预测公司 2010、2011、2012 年 eps 分别为 0.1、0.44、0.79 元。根据对公司各部分的估值综合，我们认为公司目标价位为 14.76 元。

表 5 公司分项收入和成本列表

营业收入	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
锻件五金	138.64	187.16	318.17	445.44	512.26
工具五金	146.74	186.36	223.63	268.36	308.61
硅片切割			1,000.00	1,600.00	2,240.00
光伏组件			720.00	1,080.00	1,512.00
合计	285.38	373.52	2,261.81	3,393.80	4,572.87
营业成本	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
锻件五金	117.71	158.53	268.86	375.51	431.83
工具五金	125.97	150.39	180.25	216.03	248.43
其他					
硅片切割			750.00	1,152.00	1,590.40
光伏组件			612.00	918.00	1,285.20
合计	243.68	308.92	1,811.10	2,661.54	3,555.87

资料来源：公司公告 华宝证券研究所

6. 投资评级

根据对公司未来发展潜力的判断，继续维持对其的“买入”评级。

7. 风险提示

全球光伏市场走势低于预期。

公司光伏项目建设进度未如预期。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	332.69	368.33	3128.84	2962.78
现金	151.10	152.08	973.10	1507.36
应收账款	79.91	67.44	869.78	588.83
其它应收款	0.22	1.32	7.17	4.75
预付账款	4.46	6.15	54.71	34.65
存货	89.06	131.56	1112.95	752.91
其他	7.94	9.77	111.13	74.29
非流动资产	260.94	244.31	1304.20	1826.06
长期投资	3.01	3.01	3.01	3.01
固定资产	155.23	166.90	952.14	1321.28
无形资产	39.75	46.61	269.17	398.59
其他	62.95	27.80	79.89	103.18
资产总计	593.63	612.64	4433.04	4788.84
流动负债	222.48	232.56	3882.58	3980.19
短期借款	98.56	131.08	2615.15	3141.77
应付账款	37.28	34.79	397.61	267.16
其他	86.64	66.69	869.82	571.25
非流动负债	14.80	5.89	30.66	34.01
长期借款	0.00	0.64	23.82	25.04
其他	14.80	5.25	6.84	8.96
负债合计	237.28	238.45	3913.24	4014.20
少数股东权益	0.00	0.00	66.33	184.66
归属母公司股东权益	356.35	374.19	453.47	589.98
负债和股东权益	593.63	612.64	4433.04	4788.84

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25.59	-16.87	-465.65	764.41
净利润	1.86	17.84	147.40	262.95
折旧摊销	22.11	23.96	140.11	211.61
财务费用	5.21	6.51	25.38	18.79
投资损失	-0.27	-0.25	-0.26	-0.26
营运资金变动	-14.81	-57.25	-779.38	269.51
其它	11.49	-7.69	1.10	1.82
投资活动现金流	-60.53	-7.08	-1199.57	-733.32
资本支出	-21.76	28.32	1052.23	511.98
长期投资	7.00	0.00	0.00	0.00
其他	-75.29	21.24	-147.34	-221.34
筹资活动现金流	50.51	-34.20	9.47	-19.45
短期借款	31.31	-26.62	7.31	4.00
长期借款	0.00	0.64	23.18	1.22
其他	19.20	-8.22	-21.03	-24.67
现金净增加额	15.57	-58.16	-1655.75	11.64

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	305.22	373.52	2261.81	3393.80
营业成本	262.99	308.92	1811.10	2661.54
营业税金及附加	1.68	1.63	10.53	16.42
营业费用	8.79	8.59	61.07	112.00
管理费用	21.77	26.15	160.59	244.35
财务费用	5.21	6.51	25.38	18.79
资产减值损失	2.54	3.74	22.62	33.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.27	0.25	0.26	0.26
营业利润	2.52	18.24	170.77	307.02
营业外收入	1.90	3.04	2.99	2.64
营业外支出	0.31	0.29	0.34	0.31
利润总额	4.10	20.99	173.41	309.35
所得税	2.24	3.15	26.01	46.40
净利润	1.86	17.84	147.40	262.95
少数股东损益	0.00	0.00	66.33	118.33
归属母公司净利润	1.86	17.84	81.07	144.62
EBITDA	28.86	48.47	338.91	539.75
EPS（元）	0.02	0.10	0.44	0.79

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-12.15%	22.38%	505.54%	50.05%
营业利润	121.96%	624.69%	836.37%	79.79%
归属母公司净利润	-121.96%	857.89%	354.50%	78.39%
获利能力				
毛利率	13.83%	17.30%	19.93%	21.58%
净利率	0.61%	4.78%	6.52%	7.75%
ROE	0.52%	4.77%	28.36%	33.94%
ROIC	0.67%	4.11%	5.45%	7.40%
偿债能力				
资产负债率	39.97%	38.92%	88.27%	83.82%
净负债比率	41.54%	55.31%	67.59%	79.08%
流动比率	1.50	1.58	0.81	0.74
速动比率	1.10	1.02	0.52	0.56
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.62	0.90	0.74
应收账款周转率	4.06	5.07	4.83	4.65
应付帐款周转率	7.07	8.57	8.38	8.01
每股指标(元)				
每股收益	0.02	0.10	0.44	0.79
每股经营现金	0.21	-0.09	-2.53	4.15
每股净资产	2.90	2.03	2.46	3.21
估值比率				
P/E	1430.93	96.67	21.27	11.92
P/B	7.48	4.61	3.80	2.92
EV/EBITDA	90.61	35.19	10.22	6.63

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上；

- 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，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“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。