

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584806

E-mail: lijianjian@foundersc.com

电力设备行业研究员：姚玮

TEL: 010-68584809

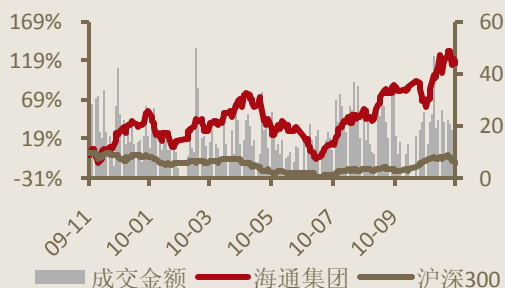
E-mail: yaowei0@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	-4.30	43.60	50.22
相对大盘 涨跌幅(%)	-0.73	32.56	42.88

日期：2010年11月16日

股票数据

总股本(万股)	23003.40
流通股(万股)	23003.40
第一大股东	陈龙海

盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	387.76	3760.00	6016.00	9324.80
(+/-)	-2.03%	869.67%	60.00%	55.00%
净利润	2.38	815.78	1096.43	1426.12
(+/-)	-59.28%	34190.14%	34.40%	30.07%
EPS(元)	0.01	1.67	2.25	2.92
P/E	1400.09	10.60	7.89	6.06

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

身处光伏电池一体化产业链蓝海

海通集团(600537)

公司深度调研报告

2010.11.16 买入

电气设备行业

投资要点

※ 有望成为 A 股市场估值最低的专业光伏电池制造商

公司拟与亿晶光电进行资产置换，目前资产置换进程顺利，我们预计年底前过会可能性较大。亿晶光电目前产能达到 500MW，2012 年有望突破 1GW，净利润复合增速有望超过 40%，若不考虑置换资产的风险，无论市盈率还是市销率，海通集团均为国内 A 股估值最低的专业光伏电池制造商，凭借其出色的工艺技术及垂直一体化产业链结构，海通集团毛利率水平远远超越其他对手，处于业内领先水平。

※ 受益于垂直一体化，“独门利器”造就行业毛利率领先地位

公司以强大的垂直一体化业务模式为基础，硅锭、硅片、电池和组件全部自行生产，垂直一体化模式下更好的质量控制和更高的转换效率有助于持续不断地改进生产流程，确保为客户提供具有成本优势的优质产品。2009 年前三季度公司电池组件毛利率较无锡尚德等一线企业高出近 9 个百分点，我们认为亿晶光电的高毛利除了源自其一体化产业链以及管理销售费用控制优势外，还具备以下几个“独门利器”。（1）硅料的长单；（2）银浆的自制；（3）废料的回收；（4）较高的良品率及转换效率。

※ 公司光伏组件生产多项技术为行业内最好水平

公司在传统工艺基础上，对硅棒、硅片、电池、组件各个环节均进行了工艺改进，公司自行研发的保温装置比同行业节电三分之一以上；公司自主创新开发的 8 英寸太阳能级单晶硅棒产品填补了国内空白，公司还拥有单晶硅棒拉制技术、单晶硅棒拉制电控技术等核心技术。此外，公司在高效节能的步进式烧结炉、太阳能组件的性能测试等核心技术均为国内领先水平。

※ 明年欧洲市场需求有望延续强势，未来业绩增长较明确

我们认为明年德国光伏新装机容量仍具较大空间，主要基于以下理由：1) 融资难度降低；2) 经济驱动仍存在；3) 德国光伏发电占比较低；4) 德国未设定系统安装量限制；5) 政府未来几年不会过多限制光伏产业的发展，所以我们预计明年德国市场下滑可能性较小。公司目前 2011 年确认订单饱满，预计公司 2011 年出货量有望实现 67% 的增速，即达到 500MW，业绩增长较明确。

※ 盈利预测与投资评级：“买入”评级，目标价 68 元。

我们认为公司处于国家积极扶持的新兴产业，并且公司具备垂直一体化产业链优势和高成长性（PEG=0.56），未来三年复合增长率有望超过 40%，应给予高于光伏组件上市公司平均市盈率水平，若不考虑资产置换的风险，我们保守认为给予 30 倍市盈率水平较合理，预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 1.67 元、2.25 元、2.92 元，以 2010 年 11 月 17 日收盘价 37.59 计算，对应 2010 年-2012 年 PE 分别为 22.5 倍、16.7 倍、12.9 倍，目前股价严重低估，给予公司“买入”评级，目标价 68 元。

目 录

一、	有望成为 A 股估值最低的专业光伏电池制造商	3
二、	受益于垂直一体化，“独门利器”造就行业毛利率领先地位	4
三、	公司组件生产多项技术处于行业内最好水平	7
四、	明年下游需求有望延续强势，公司未来业绩增长明朗	8
五、	盈利预测与投资评级	10
六、	风险提示	10

图 表 目 录

图表 1	亿晶光电厂区平面效果图	3
图表 2	国内 A 股主要光伏可比公司估值对比	4
图表 3	国外主要光伏可比公司估值对比	4
图表 4	亿晶光电产业链	5
图表 5	2009 年前三季度公司毛利率对比	5
图表 6	公司组件成本预测	6
图表 7	公司 2011 年组件毛利率敏感性分析	6
图表 8	公司在主要生产环节的工艺技术优势	7
图表 9	全球近十年光伏装机容量发展	8
图表 10	欧洲主要国家光伏补贴政策	8
图表 11	未来全球各国装机新增光伏装机容量	9
图表 12	我们估计的光伏组件价格和需求良性传导路线	10

一、有望成为 A 股估值最低的专业光伏电池制造商

公司拟与亿晶光电进行资产置换,2010 年 8 月已获商务部下发的《商务部关于原则同意海通食品集团股份有限公司变更为中外合资股份有限公司的批复》,原则性同意海通集团股权变换方案,并于 2010 年 9 月收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》,目前资产置换进程顺利,我们预计年底前过会可能性较大。本次重组若能成功,上市公司将拥有常州亿晶光电 100%的股权,并因此华丽转身成为具备垂直一体化产业链的大型光伏电池生产企业。

常州亿晶光电创建于 2003 年,是专业从事光伏发电技术开发、产品制造和销售的高新技术企业。2006 年,公司投资建设新的光伏生产基地,生产硅片、电池和光伏组件。到 2008 年 12 月,亿晶光电已成为具有 200 兆瓦产能的垂直一体化光伏制造企业。2009 年,亿晶光电荣登福布斯“2009 中国潜力企业榜”。2010 年,亿晶光电产能将达到 500MW,成为全球最大的单晶垂直一体化光伏企业,三年内产能有望突破 1GW。公司目前已通过 ISO9001:2000 质量控制体系认证,晶体硅电池片及太阳能电池组件已通过 TUV、IEC61215/61730、CE、VDE、UL 等国际权威机构的认证。

图表 1 亿晶光电厂区平面效果图



资料来源: 公司网站

根据亿晶光电的产能扩张速度,明年额定产能达到 500MW,通过对国内光伏组件企业调研情况,我们预计公司 2011 年确认的订单规模已经超过今年全年出货量,实际明年满负荷运转产能有望达 600MW,预计明年出货量有望实现 67%的增速,达到 500MW,即使预期明年组件价格下降 15%,销售收入仍可实现超过 42%的增长,净利润增幅有望超过 30%。

由于今年四季度欧洲终端应用市场火爆,多晶硅现货价格已从年初的 45 美元/kg,上升至目前大约 90-100 美元/Kg,亿晶光电与 REC 签订了长期合同,公司约 30%的多晶硅原料来源于长单,使其平均采购价格低于现货价格,抵消了部分多晶硅价格上涨的压力,增强了其盈利能力。公司 2010 年晶体硅组件的出货量大约在 300MW,目前销售均价在 1.3-1.4 欧元/瓦,我们预计亿晶光电 2010 年营业

收入将超过 38 亿元，净利润有望达到 8 亿元，若按重组成功后扩张的股本，我们预计 2010 年摊薄后每股收益有望达到 1.67 元。

我们选取了国内 A 股市场主要的可比光伏电池组件生产企业进行了估值对比，从市值及盈利能力两方面进行比较，若不考虑置换资产的风险，无论从市盈率还是市销率比较，海通集团均为国内 A 股估值最低的专业光伏电池制造商，并且凭借其出色的工艺技术及垂直一体化产业链结构，其毛利率水平远远超越其他对手，处于业内领先水平。

图表 2 国内 A 股主要光伏可比公司估值对比

股票代码	股票简称	股价	每股收益 (2010E)	市盈率 PE	总市值(亿)	销售收入 (2010E)	市销率 PS	毛利率 (2010E)	PE 排名	PS 排名	毛利率 排名
300118	东方日升	60.36	1.35	44.71	105.60	21.56	4.90	22.19%	3	2	3
300111	向日葵	23.60	0.50	47.20	120.12	23.25	5.17	21.95%	4	3	4
002218	拓日新能	22.46	0.31	72.45	64.68	5.89	10.98	31.31%	5	5	2
002506	超日太阳	46.80 (E)	0.87	41.38	123.30	20.98	5.88	18.57%	2	4	5
600537	海通集团	37.59	1.67	22.51	183.09 (增厚)	37.80	4.84	35.8%	1	1	1

资料来源：方正证券研究所

图表 3 国外主要光伏可比公司估值对比

股票代码	股票简称	股价\$US	每股收益 (2010E)	市盈率 PE	总市值 (\$US 亿)	销售收入 (\$US 亿 2010E)	市销率 PS	毛利率 (2010E)
TSL US	Trina solar	27.1	2.843	9.53	21.39	15.23	1.41	32.1%
YGE US	Yingli	11.96	1.031	11.60	17.89	18.50	0.97	31.59%
STP US	Suntech	8.72	0.633	13.78	15.63	27.52	0.57	20.52%
FSLR US	First Solar	143.39	7.454	19.24	122.68	26.00	4.72	44.16%
CSIQ US	Canadian Solar	15.24	1.181	12.90	6.62	14.26	0.46	13.57%

资料来源：Bloomberg 方正证券研究所

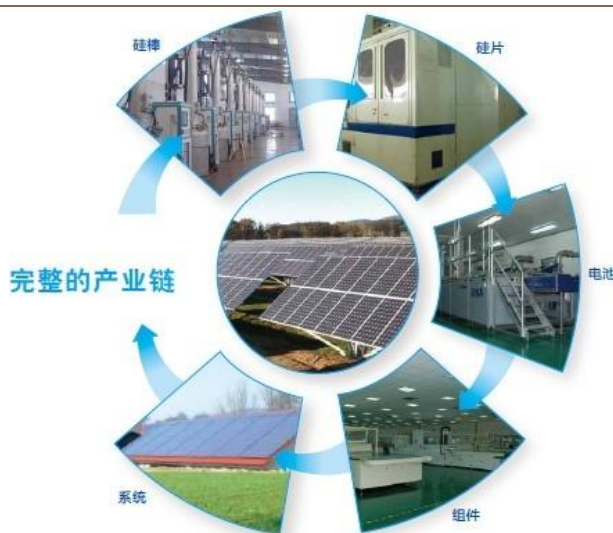
二、受益于垂直一体化，“独门利器”造就行业毛利率领先地位

公司以强大的垂直一体化业务模式为基础，硅锭、硅片、电池和组件全部自行生产，垂直一体化模式下更好的质量控制和更高的转换效率，有助于持续不断地改进生产流程，确保为客户提供具有成本优势的优质产品。目前世界上仅有为数不多的光伏企业拥有包括从晶硅锭到硅片、电池片和光伏组件生产垂直一体化产业链，这种在同一生产场地进行一体化的生产方式可明显降低企业成本，提

高企业 QC 及盈利能力。目前国内太阳能电池生产企业中拥有垂直一体化产业链并且产能在 200MW 以上的仅有天威英利、常州天合和亿晶光电三家。亿晶光电在光电转化率、拉晶技术、硅片切割、组件性能等方面都处于国内同行业领先水平。通过几年的发展，亿晶光电已形成单晶棒—单晶切片—电池片—电池组件封装的完整产业链。

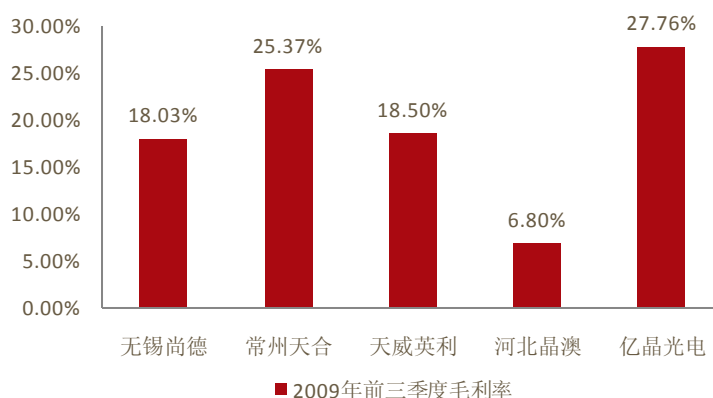
公司凭借完整的产业链以及在材料采购、工艺、费用上的严格控制 and 研发团队的强大支持，拥有较强的成本竞争优势。2008 年，受金融危机影响，上游硅材料价格大幅波动，加之行业竞争加剧，国内大多数太阳能电池生产企业毛利率从 20% 左右降到不足 10%，而亿晶光电在多晶硅的采购策略上具备了长远眼光，使毛利率稳定在 20% 左右。2009 年前三季度公司电池组件毛利率为 27.76%，较无锡尚德及天威英利等一线企业高出近 9 个百分点，显示了公司较强的盈利能力和成本控制能力。我们预计公司 2010 年凭借强大的成本控制能力以及市场组件价格的坚挺，销售净利润率有望接近 20%。

图表 4 亿晶光电产业链



资料来源：方正证券研究所

图表 5 2009 年前三季度公司毛利率对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

我们认为亿晶光电的高毛利除了源自其一体化产业链以及管理销售费用控制上的优势之外，还具备以下几个“独门利器”。

(1) 硅料的长单

公司管理层独具慧眼，在其他企业哄抢硅料时保持了较低的库存量，当市场低迷时候果断与 REC 在 2007 年签订了约 40 美元/kg，为期 7 年的长期供货合同。目前市场上大部分中国企业能够拿到的合约硅价在 60 美元/kg 左右，现货市场更是接近 100 美元/kg。目前硅料长单占公司原料大约 30%，亿晶在硅料总体成本上优于国内其他企业平均水平约 15%。

(2) 银浆的自制

太阳能电池银浆制备技术是高效低成本太阳能电池的关键技术，太阳能电池银浆更是制造太阳能电池的主要原材料。目前市场上太阳能电池银浆基本被美国 DUPANT、美国 FERRO 和德国 Hereaus 这三家公司垄断。国内太阳能电池生产所用的银浆是全为进口，太阳能电池银浆比多晶硅料对外依存度还更高，目前公司已经研发出适合太阳能电池使用的精细球形银粉，通过该技术的运用可提高转换效率达 17.5%，同时降低太阳能电池制造成本。公司产品的非硅成本占比已超过 70%，其中银浆占比大约可从之前的 5%下降至约 2%，每年约给公司节约成本 3000-5000 万。

(3) 废料的回收

在硅棒切割成硅片的过程中，需要使用切割液和刀料，其成本占总生产成本 3%左右。公司引进专门设备进行使用后废料再利用，回收率可达到 85%，可节约成本约 4000 万元。

(4) 较高的良品率及转换效率

公司目前良品率大约在 98%-99%，转换效率达 17.5%，即超过 98%的产品转换效率可达 17.5%，良品率及转换效率均高于国内企业平均水平，较高的良品率和转换效率也是公司能够实现高毛利率的关键因素之一。

图表 6 公司组件成本预测

	2009	2010E	2011E
多晶硅价格 (美元/千克)	42	60	50
每瓦用量 (克/瓦)	6.9	6.8	6.7
硅成本 (美元/瓦)	0.32	0.40	0.33
非硅成本 (美元/瓦)	0.82	0.79	0.75
单位成本 (美元/瓦)	1.13	1.19	1.08

资料来源：方正证券研究所

我们根据 2011 年的成本对多晶硅原料价格变动及组件价格变动做敏感性分析，假设明年组件价格下降至 1.5 美元/瓦，多晶硅价格回落至 50 美元/kg，公司毛利率仍将接近 30%，我们预计公司未来的高毛利率有望得到延续。

图表 7 公司 2011 年组件毛利率敏感性分析

毛利率变动	多晶硅原料价格变动比例(50 美元/kg)						
组件价格	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	20%
1.2 美元/瓦	18.0%	15.2%	12.4%	9.6%	6.8%	4.0%	1.2%
1.3 美元/瓦	24.3%	21.7%	19.1%	16.5%	14.0%	11.4%	8.8%
1.4 美元/瓦	29.7%	27.3%	24.9%	22.5%	20.1%	17.7%	15.3%
1.5 美元/瓦	34.4%	32.1%	29.9%	27.7%	25.4%	23.2%	21.0%
1.6 美元/瓦	38.5%	36.4%	34.3%	32.2%	30.1%	28.0%	25.9%
1.7 美元/瓦	42.1%	40.1%	38.1%	36.2%	34.2%	32.2%	30.3%
1.8 美元/瓦	45.3%	43.4%	41.6%	39.7%	37.9%	36.0%	34.1%
1.9 美元/瓦	48.2%	46.4%	44.7%	42.9%	41.1%	39.4%	37.6%

资料来源：方正证券研究所

三、公司组件生产多项技术处于行业内最好水平

在光伏产业链中，高纯度硅提炼、多晶硅铸锭和单晶硅拉棒环节都极度耗电。公司在拉晶设备上实现了自主开发，拉晶环节可节电三分之一以上。亿晶光电自行研发的保温装置比同行业节电三分之一以上；自主研发的 DRXF-85 型单晶炉，比从国外引进的同一设备节省费用近一半。公司自主创新开发的 8 英寸太阳能级单晶硅棒产品填补了国内空白。此外，公司还拥有单晶硅棒拉制技术、单晶硅棒拉制电控技术等核心技术。公司目前的硅片平均厚度从 2003 年的 0.23mm 减小到 2007 年的 0.18mm，据相关资料，公司目前正在开发 100 μ m 硅片技术，计划未来 3-5 年可以实现。亿晶光电拥有多线切方技术、超薄硅片切割等技术，电池硅片切割厚度优于行业平均水平。公司目前硅片良品转换效率为 17.5% 左右，达到同行业先进水平，并且公司在高效节能的步进式烧结炉、太阳能组件的性能测试等核心技术均为国内最领先水平，在各个生产细节上扎实地下苦工造就了公司目前的多项技术领先优势。

图表 8 公司在主要生产环节的工艺技术优势

生产环节	公司工艺优势
硅棒	自我研发的设备与控制系统不同尺寸，满足各段功率需求单位能耗低于行业平均水平
硅片	多线切割以提高整体效率循环使用砂浆，节约成本更细的钢线以降低切割损耗
电池	高功率、低破片损失自我研制关键辅助材料自我升级关键制造设备
组件	按照 IEC 61215 标准建立的实验室确保产品质量领先的检测设备确保输出功率的准确

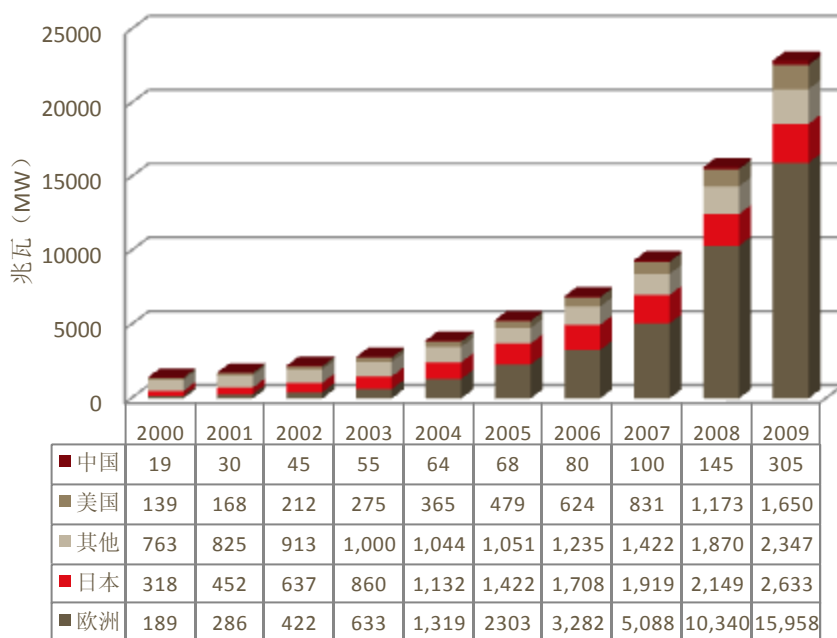
资料来源：方正证券研究所整理

四、明年下游需求有望延续强势，公司未来业绩增长明确

光伏具备相比传统能源价格高昂及绿色环保的双重矛盾属性，注定其发展历程充满坎坷，近十年全球光伏发展飞速，但是每个国家光伏行业的发展均离不开政府的扶持和补贴，根据欧美及亚洲几大发达国家的光伏补贴政策，主要分为三种形式：一，对光伏发电的上网电价进行设定，如德国、西班牙；二，对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；三，将以上两种政策混合执行，如美国加州等。

目前，公司产品的出口地区集中在欧洲，公司在德国及美国均设有办事处，其中德国市场占公司销售收入近 80%，公司对单一市场的依赖度较高。目前公司正积极开发美国等国际市场，公司产品已通过美国的 UL 认证，已通过美国市场销售门槛。

图表 9 全球近十年光伏装机容量发展



资料来源：欧洲光伏工业协会（EPIA），方正证券研究所

图表 10 欧洲主要国家光伏补贴政策

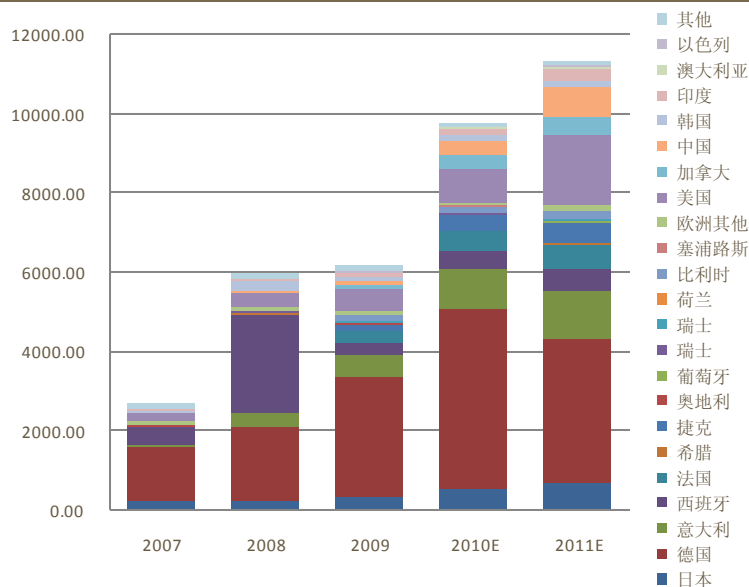
地区	国家	光伏补贴政策	备注
欧洲	德国	7 月 1 日后在德境内建造光伏发电系统补贴额减少 13%，转换地区（原非电站用地改成电站用地）补贴额减少 8%，其他地区补贴额减少 12%。2010 年 10 月 1 日，补贴额将在原基础上再减少 3%，2011 年初再次下降。	逐步削减
	西班牙	新安装的地面太阳能电池板发电上网价格将会削减 45%，大型屋顶组件发电上网价格减少 25%，小型屋顶系统降低 5%，对于屋顶系统(>20kw)补助 0.34 欧元/kWh，(<20kw)补助 0.32 欧元/kWh，并对补助上限进行限制。	逐步削减
	法国	法国本土：太阳能发电系统(BAPV) 0.33 欧元/kWh，光伏建筑一体化(BIPV) 0.60 欧元/kWh；海外地区与岛屿：太阳能发电系统(BAPV) 0.44 欧元/kWh，光伏建筑一体化(BIPV) 0.60 欧元/kWh，并根据峰值电价及满载运行时间对装机容量进行限制，上网电价补贴授权期限 20 年。	略有增加

意大利	从 2011 年开始，将每 4 个月削减一次对于装机容量超过 5MW 的大型光伏工程的补贴，直到削减 30% 为止。对于小型光伏工程直到削减 20% 为止。意大利政府将对补贴进行总量控制，未来 3 年能够获得新计划补贴的装机容量为 3000MW，1—3kW 的小型屋顶太阳能系统的电价将为 0.402 欧元/kWh，超过 5MW 的太阳能屋顶项目的电价将为 0.333 欧元/kWh。	逐步削减
捷克	分别采用 FIT 和绿色奖金补贴，分大于 30kW 和小于 30kW 两个类别，10 月提出了针对国内泡沫式光伏电站投资的惩罚方案，该方案包括对光伏电站销售电力的所得征收 26% 的“太阳能税”以及追溯性的征收之前免去的税收等措施。	逐步削减

资料来源：方正证券研究所整理

我们认为影响光伏电站投资建设的内部收益率（IRR）主要因素包括融资难度、模块以外的系统成本、系统安置的所在地、系统安装地的日照度等，2010 年第四季度德国光伏电站平均投资报酬率已从之前的 11%-12% 下降至约 9%-10%，但若继续下调补贴（FIT），则 IRR 将大约降至 7%-8%，但我们认为明年德国光伏安装量仍具较明确的上升空间，主要基于以下理由：1）流动性的泛滥使光伏电站的融资难度降低。2）虽然补贴下调对投资商积极性有所影响，但预期的 IRR 仍在可接受的范围内，经济效益驱动力仍存在。3）德国本身光伏发电占比较低，以及国内民众环保意识极强一定程度上影响了政府对光伏扶持的力度。4）德国未设定系统安装量限制（CAP）。5）预计德国政府下调光伏上网电价主要基于企业安装成本有所下滑，而适度下调光伏补贴，并不是限制光伏的安装规模，所以未来几年德国政府不会过多限制光伏产业的发展，所以我们预计明年德国市场大幅下滑可能性较小。我们预计公司 2011 年出货量有望实现 67% 的增速，即达到 500MW，业绩增长较为明确。

图表 11 未来全球各国装机新增光伏装机容量

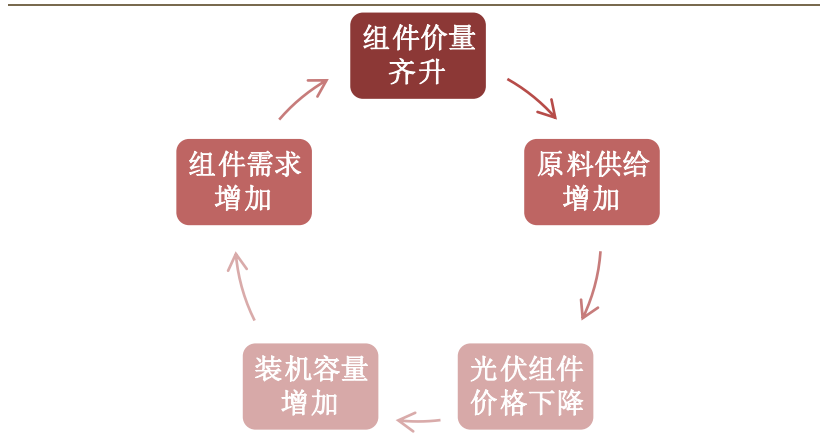


资料来源：Solarbuzz，方正证券研究所

我们认为光伏组件行业的发展会进入“量升”、“价跌”、“价量齐升”的良性传导过程，政府补贴下降的初衷只是引导光伏行业健康发展，并遵循合理的经济规律，补贴的逐步下降将会加速光伏产

业这种良性的传导，促使其早日走向成熟，并最终实现纯经济利益的驱动力。

图表 12 我们估计的光伏组件价格和需求良性传导路线



资料来源：方正证券研究所

五、盈利预测与投资评级

我们认为公司产品属于国家积极扶持的新兴产业，并且公司具备垂直一体化产业链优势和高成长性（PEG=0.56），未来三年复合增长率有望超过 40%，应给予高于光伏组件上市公司的平均市盈率水平，若不考虑资产置换的风险，我们保守认为给予 30 倍市盈率水平较合理，预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 1.67 元、2.25 元、2.92 元，以 2010 年 11 月 17 日收盘价 37.59 计算，对应 2010 年-2012 年 PE 分别为 22.5 倍、16.7 倍、12.9 倍，目前股价严重低估，给予公司“买入”评级，目标价 68 元。

六、风险提示

1. 资产重组方案审批通过风险

本次重大资产重组尚需中国证监会的核准，仍具有不确定性。

2. 光伏政策风险

光伏行业虽然属于国家重点支持的新兴产业，但国内外宏观政策及扶持力度仍具有不确定性，欧洲补贴仍有进一步削减的风险。

3. 汇率波动风险

亿晶光电超过 90%的产品出口于欧洲等海外市场，主要以美元或欧元结算，从国外采购的多晶硅原料以及生产线设备也以美元或欧元结算。如果人民币兑美元或欧元汇率产生大幅波动，将会对公司经营业绩和财务状况带来一定影响。亿晶光电将采用相应的外汇避险工具来规避以上汇率波动风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	319.42	3725.54	4093.44	7799.18	经营活动现金流	-2.50	970.34	1409.05	1777.55
现金	68.08	1880.00	3008.00	4662.40	净利润	6.27	815.78	1096.43	1426.12
应收账款	29.22	910.78	292.42	1261.72	折旧摊销	36.12	58.59	74.02	96.60
其它应收款	7.30	0.00	0.00	0.00	财务费用	20.27	32.49	44.49	37.92
预付账款	6.40	41.18	39.74	98.24	投资损失	2.93	-53.36	-54.48	-56.07
存货	135.73	678.94	704.74	1533.21	营运资金变动	-68.12	116.83	248.59	272.97
其他	72.71	214.64	48.54	243.62	其它	0.03	0.00	-0.01	0.01
非流动资产	560.93	902.59	1087.55	1335.91	投资活动现金流	54.23	-346.90	-204.49	-288.89
长期投资	142.43	192.43	242.43	292.43	资本支出	-5.26	254.28	135.41	210.52
固定资产	374.35	504.54	572.34	683.36	长期投资	14.64	-50.00	-50.00	-50.00
无形资产	34.64	98.68	138.90	197.96	其他	63.62	-142.61	-119.08	-128.38
其他	9.50	106.95	133.88	162.16	筹资活动现金流	-12.78	-57.13	-37.30	-310.68
资产总计	880.35	4628.13	5180.99	9135.09	短期借款	43.01	-21.77	209.77	0.00
流动负债	361.12	3291.36	2950.75	5751.92	长期借款	-5.38	3.04	0.77	0.62
短期借款	312.01	1535.84	1706.36	2182.78	其他	-50.40	-38.40	-247.84	-311.30
应付账款	32.74	1596.59	1170.77	3305.14	现金净增加额	38.95	566.31	1167.25	1177.98
其他	16.38	158.93	73.62	264.01					
非流动负债	2.22	3.97	4.96	5.87	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0.00	3.04	3.81	4.43	成长能力				
其他	2.22	0.94	1.15	1.44	营业收入	-2.03%	869.67%	60.00%	55.00%
负债合计	363.34	3295.34	2955.71	5757.79	营业利润	25.86%	19850.62%	34.39%	30.06%
少数股东权益	25.67	25.67	25.67	25.67	归属母公司净利润	-59.28%	34190.14%	34.40%	30.07%
归属母公司股东权益	491.34	1307.12	2199.61	3351.62	获利能力				
负债和股东权益	880.35	4628.13	5180.99	9135.09	毛利率	27.33%	35.00%	31.00%	28.00%
					净利率	1.62%	21.70%	18.23%	15.29%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	1.21%	61.21%	49.27%	42.23%
营业收入	387.76	3760.00	6016.00	9324.80	ROIC	2.28%	29.57%	28.95%	26.29%
营业成本	281.79	2444.00	4151.04	6713.86	偿债能力				
营业税金及附加	2.38	2.26	3.61	5.59	资产负债率	41.27%	71.20%	57.05%	63.03%
营业费用	36.78	143.63	216.58	382.32	净负债比率	87.35%	46.72%	57.90%	38.01%
管理费用	47.59	175.97	288.77	461.58	流动比率	0.88	1.13	1.39	1.36
财务费用	20.27	32.49	44.49	37.92	速动比率	0.51	0.93	1.15	1.09
资产减值损失	1.13	7.52	12.03	18.65	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.45	1.37	1.23	1.30
投资净收益	-2.93	53.36	54.48	56.07	应收帐款周转率	15.73	8.00	10.00	12.00
营业利润	-5.10	1007.49	1353.96	1760.96	应付帐款周转率	9.26	3.00	3.00	3.00
营业外收入	13.29	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.26	0.35	0.34	0.31	每股收益	0.01	1.67	2.25	2.92
利润总额	7.93	1007.14	1353.62	1760.64	每股经营现金	-0.01	1.99	2.89	3.64
所得税	1.65	191.36	257.19	334.52	每股净资产	2.14	2.68	4.51	6.87
净利润	6.27	815.78	1096.43	1426.12	估值比率				
少数股东损益	3.89	0.00	0.00	0.00	P/E	1400.09	22.5	16.7	12.9
归属母公司净利润	2.38	815.78	1096.43	1426.12	P/B	6.78	6.62	3.93	2.58
EBITDA	59.45	1098.22	1472.14	1895.17	EV/EBITDA	60.69	16.42	11.60	8.39
EPS (元)	0.01	1.67	2.25	2.92					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
- 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
- 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

- 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
- 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com