

上市定价(人民币): 85.00-95.00 元

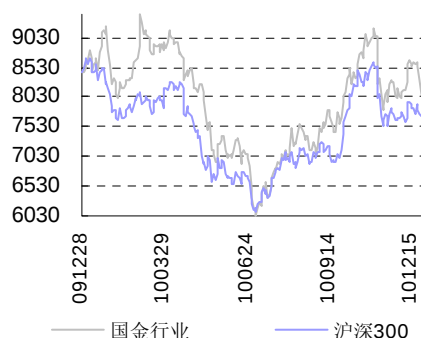
询价价格(人民币): 90.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

沪深 300 指数 3159.64

上证指数 2824.20



中国风电制造的领军者

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	4.204	2.103	2.803	3.600	4.452
每股净资产(元)	5.92	2.86	14.18	17.38	21.71
每股经营性现金流(元)	13.49	1.53	0.11	3.31	4.15
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	16.42	34.61	34.61	34.61	34.61
净利润增长率(%)	396.93%	200.16%	48.83%	28.43%	23.67%
净资产收益率(%)	70.99%	73.62%	19.77%	20.71%	20.51%
总股本(百万股)	150.00	900.00	1,005.10	1,005.10	1,005.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **中国风电整机制造的领军企业:** 公司是国内风电整机装备领域的龙头企业, 连续两年保持国内市场占有率第一, 达到 25.32%。全球市场占有率上升到第三, 达到 9.2%;
- **不断培育产业联盟、加强规模优势, 力保盈利能力:** 公司同国内领先供应商(包括关联方)建立了广泛且深入的产业合作关系, 降低了采购成本。作为行业领导者, 公司未来能够进一步利用规模优势提升议价能力, 一定程度上有利于其在激烈竞争中保持盈利能力;
- 相比同处于国内风电整机行业第一集团的金风和东方, 我们认为公司在大功率风机的储备和产业布局方面处于领先地位。但是在目前主流 1.5MW 机型上, 双馈风机在质量竞争力上弱于直驱机型;
- 行业上, 我们认为风电行业已经步入成熟阶段。海上风电和大功率风电机组经济性不足, 并不会马上放量。但是在产业链配套较为完善的基础上, 直驱风机增长或将超过行业平均水平;
 - 整机年新增装机于去年达到 13GW 的较大基数, 未来继续保持翻倍的高增长可能性很小。行业已经步入成熟期, 我们判断未来 3 年复合增长率在 20%-25% 水平;
 - 目前大功率机型配套零部件产业链并不成熟, 2.5MW 和 3MW 整机成本约在 5400-5000 元/千瓦, 比目前主流的 1.5MW 整机 4000 元/千瓦的成本高出 25-40%。我们判断在 1-2 年内 1.5MW 仍然将是目前陆地风电的主流机型, 而 3MW 在海上风电运用的可能性较大;
 - 传统增速机制中的齿轮箱以及机械部件是造成质量问题的主要原因, 风机未来趋势将是用电力电子控制来替代齿轮箱增速, 我们认为直驱机型增速将超过双馈风机;

投资建议

- 我们认为公司已从高速成长期步入平稳增长期, 2010-2012 年的业绩对应每股收益分别为 2.80 元, 3.60 元和 4.45 元, 年复合增长率约为 25%;
- 公司目前发行价格 90 元, 对应 2011 年业绩估值约为 25 倍。相比金风 18 倍和整机行业整体 20 倍估值, 股价已经有 25% 的估值溢价, 进一步上涨的空间不大;
- 考虑到上市溢价, 首日估值区间在 2011 年 24-26 倍, 对应合理价格区间在 86-94 元。

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测	3
行业比较	4
合理估值在 2011 年业绩对应 20-25 倍；合理股价区间 72-90 元 ...	4
行业地位：中国风电整机制造的领军者	4
市场占有率连续两年保持中国第一	4
布局风电产业联盟，发挥规模效应	5
坚持领先行业的技术研发	6
募投项目巩固高端产品领先地位	6
双馈风机是市场的主流，直驱风机在海上风电领域具备优势	7
我们的行业观点 1：风电已经步入平稳增长期	7
我们的行业观点 2：大型化、海上化尚不具备经济性	9
我们的行业观点 3：机械部件的简单化 VS 电子部件的复杂化	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：主要产品销售预测	3
图表 2：国际国内一线整机企业运营和财务主要指标比较	4
图表 3：国内国际主要企业估值比较	4
图表 4：2009 年国内新增装机市场占有率	5
图表 5：2009 年全球新增装机市场占有率	5
图表 6：主要零部件供应商	5
图表 7：关联方与非关联方采购价格比较	6
图表 8：风电整机厂商毛利率比较	6
图表 9：募投项目	7
图表 10：国内企业技术与市场比较	7
图表 11：风电装机趋势以及 2010 年预测（MW）	8
图表 12：在 2020 年各种装机预期情况下风电年新增容量预测（左轴：总装机，右轴：新增装机）	8
图表 13：各省风电 2009 年平均利用小时数	9
图表 14：价格比较（单位：元/千瓦）	9
图表 15：以东海大桥为基准的海上风电经济性测算，内部收益率较低	10
图表 16：直驱和双馈的比较	11

盈利预测

- 根据公司产能扩张计划和我们对未来销售情况的判断，我们给出各个产品分类的销售预测如下：

图表1：主要产品销售预测

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
1. 5MW风机				
平均售价（元/KW）	4,970.29	4,700.00	4,000.00	3,900.00
增长率（YOY）	1.41%	-5.44%	-14.89%	-2.50%
销售数量（MW）	2,752.50	3,800.00	4,600.00	5,000.00
增长率（YOY）	183.62%	38.06%	21.05%	8.70%
销售收入（百万元）	13,680.72	17,860.00	18,400.00	19,500.00
增长率（YOY）	187.61%	30.55%	3.02%	5.98%
毛利率	20.76%	21.50%	20.50%	20.00%
销售成本（百万元）	10,840.61	14,020.10	14,628.00	15,600.00
增长率（YOY）	178.71%	29.33%	4.34%	6.64%
毛利（万元）	2,840.12	3,839.90	3,772.00	3,900.00
增长率（YOY）	227.52%	35.20%	-1.77%	3.39%
占总销售额比重	99.64%	95.29%	77.90%	66.06%
占主营业务利润比重	99.69%	94.67%	75.07%	62.31%
3MW风机				
平均售价（元/KW）	7,350.43	7,360.00	5,800.00	5,400.00
增长率（YOY）		0.13%	-21.20%	-6.90%
销售数量（MW）	6.00	120.00	900.00	1,800.00
增长率（YOY）		1900.00%	650.00%	100.00%
销售收入（百万元）	44.10	883.20	5,220.00	9,720.00
增长率（YOY）		1902.60%	491.03%	86.21%
毛利率	16.16%	24.50%	24.00%	23.50%
销售成本（百万元）	36.98	666.82	3,967.20	7,435.80
增长率（YOY）		1703.39%	494.95%	87.43%
毛利（万元）	7.13	216.38	1,252.80	2,284.20
增长率（YOY）		2936.13%	478.97%	82.33%
占总销售额比重	0.32%	4.71%	22.10%	32.93%
占主营业务利润比重	0.25%	5.33%	24.93%	36.49%
5MW风机				
平均售价（元/KW）				7,500.00
增长率（YOY）				
销售数量（MW）				40.00
增长率（YOY）				
销售收入（百万元）				300.00
增长率（YOY）				
毛利率				25.00%
销售成本（百万元）				225.00
增长率（YOY）				
毛利（万元）				75.00
增长率（YOY）				
占总销售额比重				1.02%
占主营业务利润比重				1.20%
销售总收入（百万元）	13730.29	18743.70	23620.00	29520.00
销售总成本（百万元）	10881.41	14687.40	18595.20	23260.80
毛利（百万元）	2848.88	4056.30	5024.80	6259.20
平均毛利率	20.75%	21.64%	21.27%	21.20%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 我们预测公司 2010、2011 和 2012 年净利润为 28 亿，36 亿和 45 亿，业绩对应每股收益分别为 2.80 元，3.60 元和 4.45 元，年复合增长率约为 25%。

行业比较

- 从行业比较角度来看，相比同处于国内风电整机行业第一集团的金风和东方，我们认为公司在大功率风机的储备和产业集群的布局方面处于领先地位。但是在目前主流 1.5MW 机型上，双馈风机在质量竞争力上弱于直驱机型。

图表2：国际国内一线整机企业运营和财务主要指标比较

主要运营和财务指标	华锐风电	金风科技	东方电气	联合动力	VESTAS	GE WIND	SUZLON	GAMESA	REpower	中位数
国际市场占有率	9%	7%	6%	2%	13%	12%	6%	7%	3%	7%
国内市场占有率	25%	20%	15%	6%	4%	2%	2%	2%	N/A	5%
营业收入(百万美元)	2012	1573	920	586	8454	6400	4557	4168	1518	2012
毛利率	21%	26%	18%	N/A	22%	N/A	28%	26%	19%	22%
净利率	14%	16%	5%	N/A	9%	N/A	-5%	3%	4%	5%
资产回报率	11%	12%	2%	N/A	9%	N/A	-3%	2%	6%	6%
陆上风机机型	双馈1.5MW	直驱1.5MW	双馈1.5MW	双馈1.5MW	双馈2MW	双馈1.5MW	双馈1.5MW	双馈2MW	双馈2MW	
海上风机机型	3MW	2.5MW	2.5MW	3MW	3MW	4MW	N/A	4.5MW	5MW	

来源：国金证券研究所，Reuters

合理估值在 2011 年业绩对应 20-25 倍；合理股价区间 72-90 元

- 公司目前发行价格 90 元，对应 2011 年业绩估值约为 25 倍。相比金风 18 倍和整机行业整体 20 倍估值，股价已经有 25% 的估值溢价，进一步上涨的空间不大。

图表3：国内国际主要企业估值比较

	交易所/代码	股价	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
VESTAS	COPN	EUR 24.05	0.94	1.61	2.14	26	15	11
SUZLON	NSE	INR 54.45	-6.39	-4.60	2.36	-	-	23
GAMESA	SIBE	EUR 5.70	0.23	0.27	0.35	25	21	16
Nordex	Frankfurt	EUR 5.60	0.34	0.34	0.53	16	16	11
GE	NYSE	USD 18.64	0.97	1.23	1.56	19	15	12
Siemens	Frankfurt	EUR 90.76	4.95	6.41	7.30	18	14	12
金风科技	002202.SZ	22.44	0.96	1.28	1.63	24	18	14
东方电气	600875.SH	34.8	1.17	1.51	1.88	31	24	19
华仪电气	600290.SH	15.9	0.45	0.58	0.77	34	27	20
长征电器	600112.SH	13.21	0.37	0.70	1.39	36	19	10
银星能源	000862.SZ	15.25	0.29	0.46	0.81	52	33	19
湘电股份	600416.SH	28.74	0.75	1.07	1.44	39	27	20
平均						29	21	16
华锐风电	601558.SH	90	2.80	3.60	4.45	32	25	20

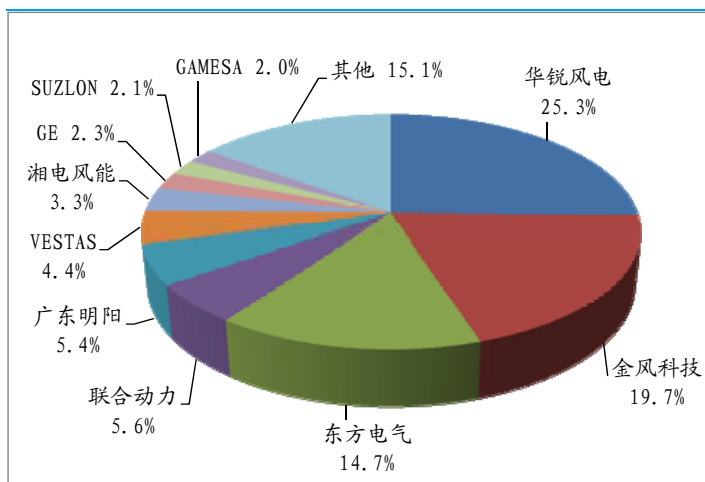
来源：国金证券研究所

行业地位：中国风电整机制造的领军者

市场占有率连续两年保持中国第一

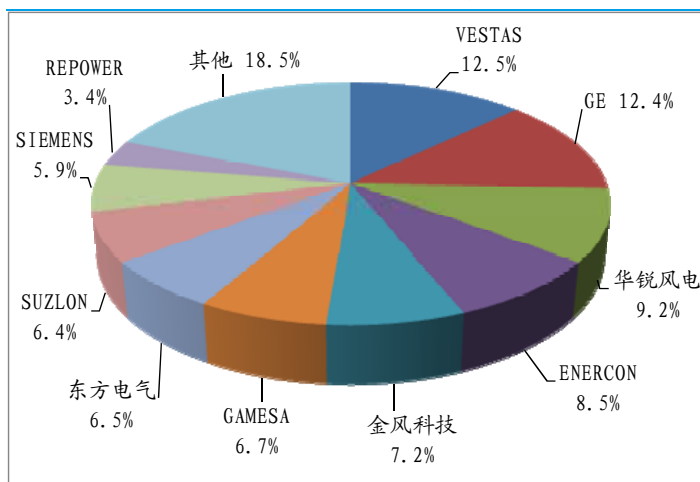
- 公司是国内风电整机组备领域的龙头企业，主营陆地 1.5MW 和海上 3MW 风电机组。更大功率的 5MW 风电机组预计于今年下线，6MW 风电机组也处于研制阶段。
- 2008 和 2009 年，公司国内新增装机容量市场的占有率分别达到了 22.45% 和 25.32%，连续两年保持第一，全球市场占有率上升到第三。

图表 4：2009 年国内新增装机市场占有率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表5：2009 年全球新增装机市场占有率



来源：招股说明书，国金证券研究所

布局风电产业联盟，发挥规模效应

- 公司在自身产品开发的同时致力于推动国内风机产业链的建设，同上游供应商联合开发，共同完成了大型风机齿轮箱、发电机、叶片、变桨轴承、偏航轴承、轮毂、电控系统、主机架等零部件的研制工作，同供应商建立了深度的产业合作伙伴关系。

图表6：主要零部件供应商

主要零部件	企业
叶片	中复连众、中材科技、中航惠腾、华风风电（关联方）
齿轮箱	南高齿、WIKOV、汉森风电动力设备、大连华锐重工起重（关联方）
发电机	西安捷力、天元电机、哈电电机、佳木斯电机
偏航/变桨轴承	英赛重工科技、大连毅都、嘉鑫风电轴承、欧标柯特、瓦房店轴承（关联方）
电控系统	美恩超导、Windtec、大连华锐股份（关联方）
风电变流器	Windtec、国通电气（关联方）

来源：国金证券研究所

- 公司主要零部件供应商均有两家以上领先企业，包括关联方在内的供应商形成了有效的竞争，降低了采购成本。目前国内 3MW 风机产业链尚未形成，公司关联方采购价格远低于非关联方价格，具备较强的成本优势。

图表7：关联方与非关联方采购价格比较

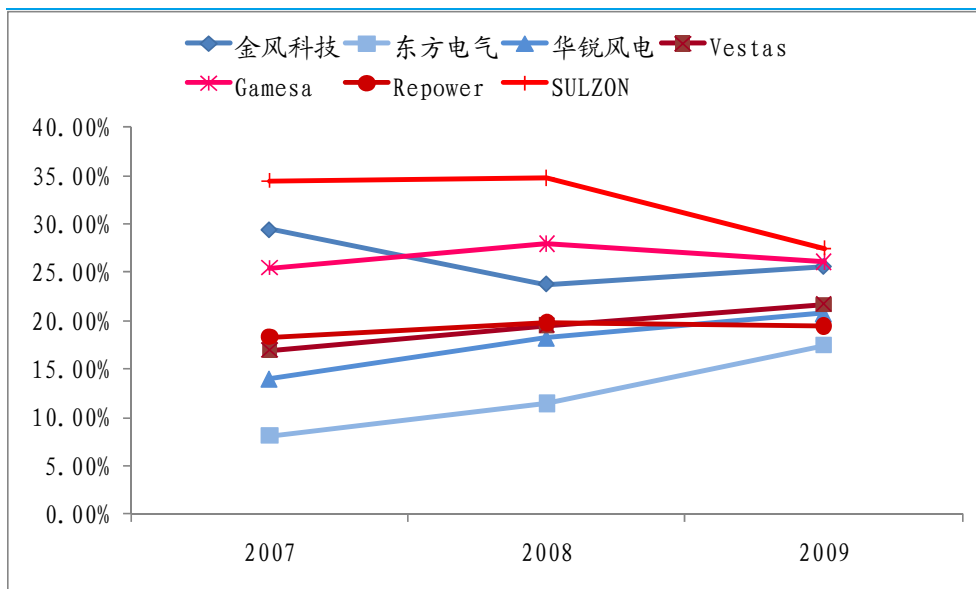
机型	零部件	2010年1-6月	2009年
SL1500	增速机03版(齿轮箱)	1.61%	-2.49%
	叶片	3.30%	0.25%
	主机架(常温)	-8.71%	-5.13%
	主机架(低温)	-4.96%	-6.31%
	轮毂	-3.77%	-3.05%
	偏航齿圈	-5.34%	-5.00%
	变桨轴承	-4.05%	-2.07%
	增速机	49.55%	40.22%
SL3000	轮毂	-4.24%	-1.14%
	变桨轴承	N/A	126.49%
	偏航轴承	N/A	115.93%

注：负数表示关联方采购价格高

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司未来将发挥龙头企业的规模效应，进一步提升议价能力，保证公司盈利能力。虽然整机行业价格竞争加剧，但是由于规模效应的显现，我们判断未来公司整体毛利率下降空间有限。

图表8：风电整机厂商毛利率比较



来源：Reuters，国金证券研究所（红色为国外企业，蓝色为国内企业）

坚持领先行业的技术研发

- 公司坚持科技创新的理念，致力于大型风机的研发，率先完成了国产化 1.5MW 和 3MW 风电机组的研发。公司拥有唯一获得国家发改委、国家能源局授牌的“国家能源海上风电技术装备研发中心”。
- 公司是国内海上风电的先行者，承接了中国第一个海上风电示范工程——东海大桥 102MW 海上风电场项目，34 台 3MW 风电机组已顺利并网发电。在首批 1000MW 海上风电特许权招标中，公司中标 600MW，同时还获得了江苏大丰国家潮间带 300MW 示范项目的设备合同，占比海上风电项目的近 70%。

募投项目巩固高端产品领先地位

- 本次 IPO 募资 34.46 亿元用于 3MW 以上风力发电机组研发项目和 3MW 海上和陆上风电机组产能建设项目，达产后将形成 530 套 3MW 风机产能，帮助公司巩固高端大型风机市场地位。

图表9：募投项目

序号	项目名称	募投资金（万元）
1	3MW级以上风力发电机组研发项目	55,570
	北京研发中心大型风电机组系列化研制项	55,570
2	3MW海上和陆地风电机组产能建设项目	119,100
	大连风电产业基地项目（二期）	39,200
	盐城风电产业基地项目（二期）	45,100
	酒泉风电产业基地项目（二期）	34,800
3	海上风电机组装运基地建设项目	169,980
	长兴岛临港风电装运基地项目	65,000
	长兴岛临港风电塔筒制造项目	38,200
	天津临港风电装运基地项目	66,780
	合计	344,650

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

双馈风机是市场的主流，直驱风机在海上风电领域具备优势

- 双馈风机仍是目前市场的主流，市场占有率在 80%以上。目前公司主流机型采用 1.5MW 双馈技术。
- 直驱风机的优势在于消除了故障率较高的齿轮箱的使用，使得机组故障率大幅降低，从而维护成本降低。但是由于缺少了齿轮，需要增加发电机的半径来弥补低转速，因此相同功率的直驱电机更大更重，成本也更高，而且随着功率上升成本增加更快。对于陆上风电，直驱风机不具备成本优势，但是海上风电由于安装维护费用高，直驱风机的低维护成本可以抵消较高的初始投资。

图表10：国内企业技术与市场比较

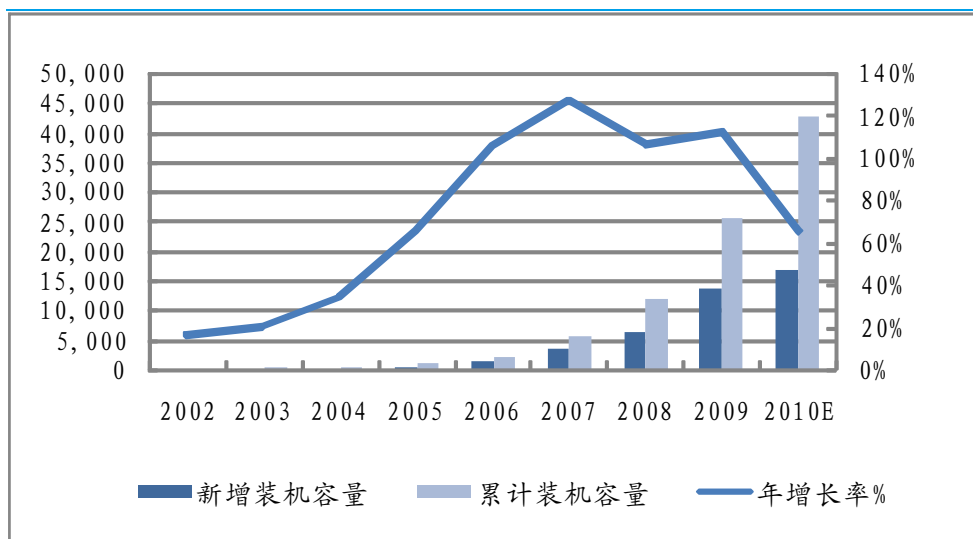
	华锐风电	金风科技	东方电气
国内市场占有率	25.30%	19.70%	14.70%
2009年营业收入	137.3亿	107.4亿	62.8亿
毛利率	20.75%	25.60%	17.50%
主流机型	容量	1.5MW、3MW	0.75MW、1.5MW、2.5MW
	技术类型	双馈	永磁直驱
	切入风速	3.5m/s	3m/s
	切出风速	25m/s	25m/s

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

我们的行业观点 1：风电已经步入平稳增长期

- 我们判断整机行业将步入稳定增长期：经过了过去 5 年 104%的高速复合增长之后，年新增装机容量已经达到 1300 万千瓦的较大基数，未来继续保持翻倍的生长的可能性很小。我们预计今年全年装机量约在 1700 万千瓦的数量级。

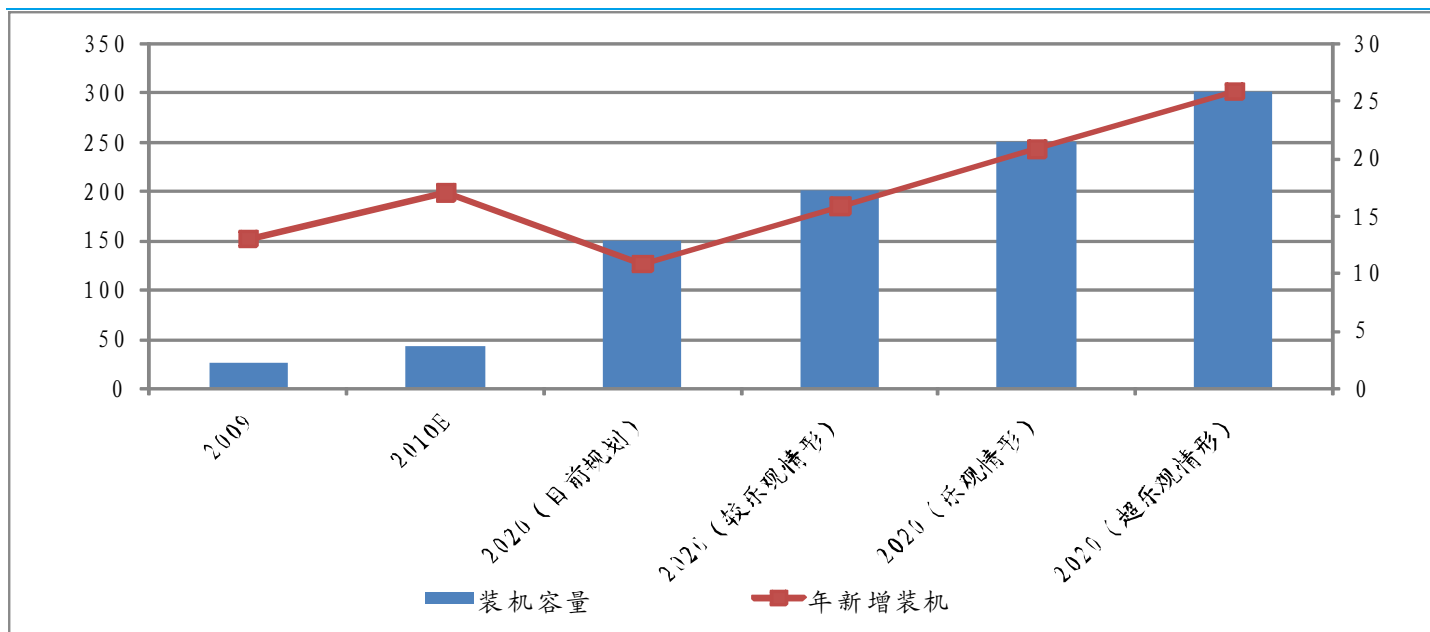
图表11: 风电装机趋势以及2010年预测(MW)



来源: 国金证券研究所

- 但是从规划来看 2020 年整机装机容量继续定在 150GW，新增装机容量的进一步增长将受到制约，即年平均装机将放缓至 11GW。
- 即使我们考虑在 2020 年总装机目标最终超过 300GW 的乐观情况下，年均装机容量最多只能支持到 30GW 的水平。相比今年 17GW 的基数，也仅仅能够维持 3 年 20% 的复合增长。

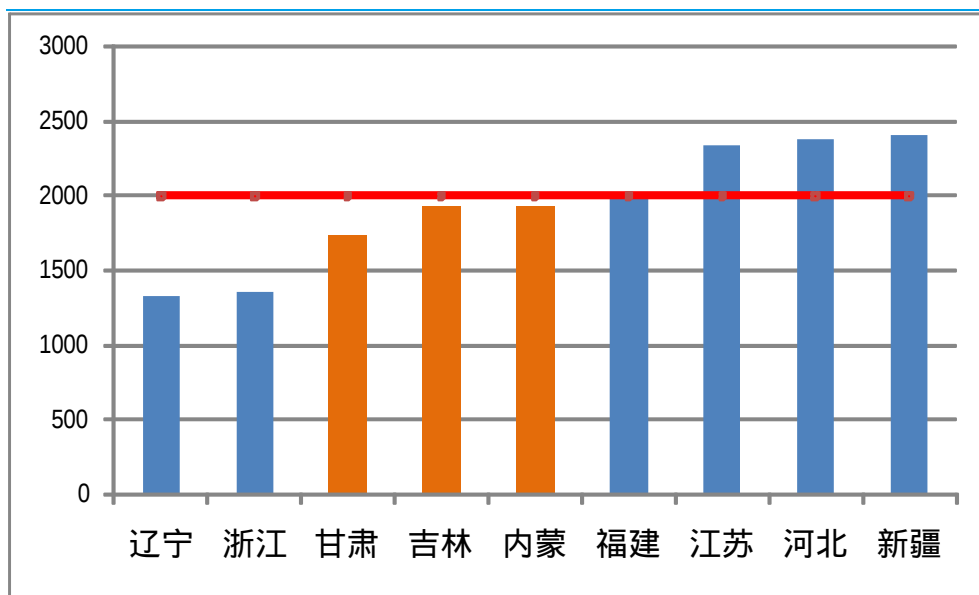
图表12: 在 2020 年各种装机预期情况下风电年新增容量预测 (左轴: 总装机, 右轴: 新增装机)



来源: 国金证券研究所

- 同时电网建设落后于风电开发造成的上网瓶颈也制约了行业增长空间: 风电主要分布在西北地区, 而西北部电网容量又较小, 造成电网消纳能力不足的问题逐步显现, 限制风电出力的情况开始加剧, 一定程度上影响了风电投资回报率, 降低了开发商积极性。从图表 13 中可以看出, 风电装机较大的省份甘肃、吉林、内蒙, 由于限电, 年利用小时已经低于 2000 小时 (2000 小时大致对应于风电开发商可以接受的最低投资回报)。

图表13：各省风电 2009 年平均利用小时数

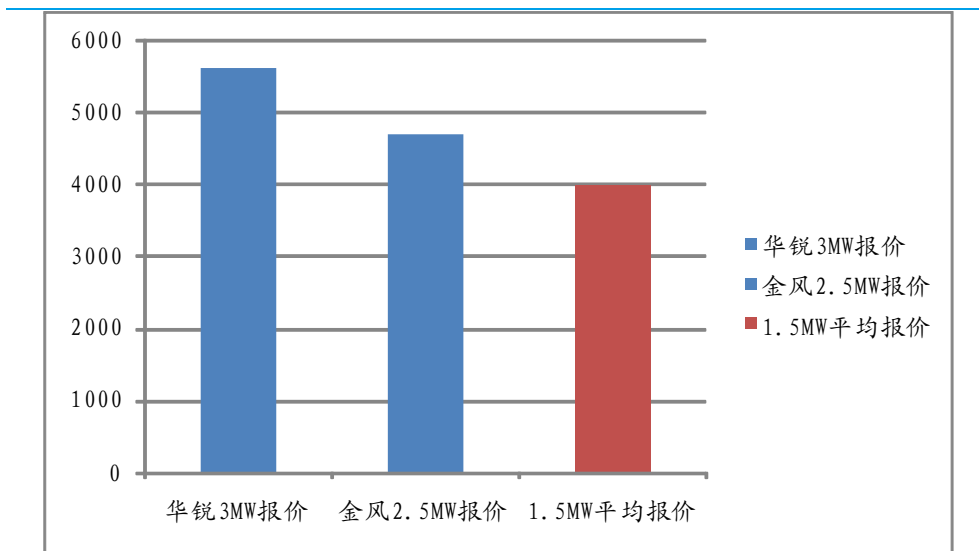


来源：国金证券研究所，中国风电协会

我们的行业观点 2：大型化、海上化尚不具备经济性

- **大型化趋势将是个长期过程：**2.5MW 和 3MW 单位成本约在 5400-5000 元/千瓦，比目前主流的 1.5MW 整机 4000 元/千瓦的单位价格高出 25%-40%。这主要原因是与大功率机型配套的大型零部件产业链不成熟，造成规模效应欠佳，价格维持在高位。同时由于运输条件的限制，大功率机型的叶片和电机给陆地运输造成困难。所以机型的大型化需要观察零部件配套结构的升级进度，但是我们判断在 1-2 年内 1.5MW 仍然将是目前陆地风电的主流机型，而 3MW 在海上风电运用的可能性较大。

图表14：价格比较（单位：元/千瓦）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **海上风电经济性有待改善：**虽然海上风电在政策推动下逐步开始推进但是较高的基建造价和运营维护成本造成其经济性欠佳。目前海上风电上网电价仍然在 1 元水平附近，加之运营经验的缺乏，如果没有补贴，必然会形成亏损。我们认为下游开发商在 3 年内仍然只会进行小范围试水，自发大规模建设的动力不足。

图表15：以东海大桥为基准的海上风电经济性测算，内部收益率较低

项目条目	注解	年数	1	2	3	4	5	10	20
装机容量 (MW)	34台3兆瓦		102	102	102	102	102	102	102
利用小时 (小时)	假设基准为2700		2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
上网电价 (Rmb/MWh, 含税)	以东海大桥的上网电价		980	980	980	980	980	980	980
VAT %			8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
发电量 (MWh)			275,400	275,400	275,400	275,400	275,400	275,400	275,400
发电损失率%			5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
二氧化碳排放减少	每MW为1600吨		163,200	163,200	163,200	163,200	163,200	163,200	163,200
二氧化碳价格 (元/吨)	欧洲价格13欧/吨		130	130	130	130	130	130	130
维护费用 (百万元/MW)	每年增加4%，为陆上风电		0.30	0.31	0.32	0.34	0.35	0.43	0.63
需要使用人数			20	20	20	20	20	20	20
工资水平 (百万元)			0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
管理和其他费用	1%总收入		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
设计运营年限			20						
资本投入 (百万元/MW)			23						
总项目投资 (百万元)			2,346						
股权比例			20%						
可折旧资产比例/总投资			100%						
折旧率	按照20年计算的折旧率		5.0%						
总贷款			1877						
贷款期			12						
利率			6%						
(百万Rmb)		年数	1	2	3	4	5	10	20
收入			235	235	235	235	235	235	235
CDM收入			21	21	21	21	21	21	21
折旧			-117	-117	-117	-117	-117	-117	-117
维护费用			-31	-32	-33	-34	-36	-44	-64
其他费用			-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
人工费用			-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
利息费用			-115	-105	-96	-86	-77	-29	
税前利润			-10	-2	6	14	23	63	71
税率			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后利润			-8	-2	5	11	17	47	53
(百万Rmb)		0	1	2	3	4	5	10	20
总现金流		0	109	116	122	128	134	164	170
资本金注入		-469							
归还负债本金		0	-156	-156	-156	-156	-156	-156	
对股东的自由现金流		-469	-47	-41	-34	-28	-22	8	170
现金流的现值 (百万人民币)									
股权投资 (百万人民币)			469						
P/B									
内部收益率			5.2%						

来源：国金证券研究所

我们的行业观点 3：机械部件的简单化 VS 电子部件的复杂化

- 经历了风电快速扩张之后，整机的质量问题开始逐步显现。而传统增速机制中的齿轮箱以及机械部件是造成大量停机问题直接和间接原因。
- 随着电力电子和控制技术的不断成熟，风机未来趋势将是用电力电子控制来替代齿轮箱增速。由于中国电机配套产业链配套较为完善，我们认为直驱机型增速将超过双馈风机。

图表16：直驱和双馈的比较

特性	永磁直驱式和双馈式风机比较	分析
电网兼容性	永磁直驱风机更强	永磁直驱风机具备较强电容补偿、低电压穿越能力，对电网冲击小
维护成本	永磁直驱风机更低	永磁直驱风机省去齿轮箱维修费用
空气动力学性能	永磁直驱式受风速限制较小	永磁直驱风机通过电磁感应原理发电，在额定的低转速下输出功率较大、效率较高
噪音	永磁直驱风机噪音更低	永磁直驱风机省去了齿轮箱，噪音低
效率	永磁直驱风机效率更高，发电效率平均提高5-10%	双馈式风机支持齿轮箱工作，本身也耗电
运输难度	永磁直驱风机运输难度更大	永磁直驱风机体积较大，运输难度更大
电控要求	永磁直驱风机要求更高	永磁直驱风机省去齿轮箱，全功率逆变
改进空间	永磁直驱风机改进空间更大	永磁直驱风机技术较新，电子化程度高

来源：国金证券研究所

风险提示

- **国内行业竞争加剧：**目前我国风电整机制造企业超过 80 家，随着风电市场的持续增长，越来越多的跨国企业进入中国市场，竞争对手数量和实力的增加可能影响公司的市场份额和毛利率水平。
- **风机价格持续下滑：**国内市场竞争加剧导致风机产品价格大幅下滑，从 2008 年的 5000 元/千瓦下降到目前不到 4000 元/千瓦，如果公司不能有效地控制成本将导致毛利率下滑。
- **风机质量控制风险：**风电设备具有价值大、回收周期长、工况环境恶劣等特点，这对于风电设备的质量及运行的稳定性提出了较高的要求。一旦出现质量问题将影响公司的业绩。

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
主营业务收入	2,499	5,146	13,730	18,744	23,620	29,520
增长率		105.9%	166.8%	36.5%	26.0%	25.0%
主营业务成本	-2,186	-4,278	-10,881	-14,687	-18,595	-23,261
%销售收入	87.5%	83.1%	79.2%	78.4%	78.7%	78.8%
毛利	313	868	2,849	4,056	5,025	6,259
%销售收入	12.5%	16.9%	20.8%	21.6%	21.3%	21.2%
营业税金及附加	-2	0	-53	-94	-118	-148
%销售收入	0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-90	-121	-196	-469	-591	-738
%销售收入	3.6%	2.3%	1.4%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-65	-99	-290	-562	-709	-886
%销售收入	2.6%	1.9%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	157	648	2,311	2,932	3,608	4,488
%销售收入	6.3%	12.6%	16.8%	15.6%	15.3%	15.2%
财务费用	1	5	26	158	270	323
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-30	-31	-239	-39	-10	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	127	622	2,102	3,056	3,873	4,803
营业利润率	5.1%	12.1%	15.3%	16.3%	16.4%	16.3%
营业外收支	0	0	41	40	60	60
税前利润	127	622	2,142	3,096	3,933	4,863
利润率	5.1%	12.1%	15.6%	16.5%	16.6%	16.5%
所得税	0	8	-249	-279	-315	-389
所得税率	0.0%	-1.3%	11.6%	9.0%	8.0%	8.0%
净利润	127	631	1,893	2,817	3,618	4,474
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	127	631	1,893	2,817	3,618	4,474
净利率	5.1%	12.3%	13.8%	15.0%	15.3%	15.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	127	631	1,893	2,817	3,618	4,474
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	39	259	98	99	162
非经营收益	0	-13	-78	48	-65	-64
营运资金变动	174	1,366	-692	-2,847	-324	-406
经营活动现金净流	341	2,023	1,381	116	3,328	4,166
资本开支	-8	-245	-337	-403	-949	-950
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	47	38	5	5	5
投资活动现金净流	-8	-198	-299	-399	-944	-945
股权募资	14	135	15	8,991	-264	0
债权募资	0	0	157	-300	0	1
其他	0	-100	-225	-5	-131	-131
筹资活动现金净流	14	35	-53	8,686	-395	-130
现金净流量	348	1,860	1,029	8,403	1,989	3,091

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	810	2,560	3,672	12,075	14,064	17,155
应收款项	701	923	3,960	5,803	7,313	9,140
存货	881	3,554	7,843	4,426	5,604	7,010
其他流动资产	220	1,088	813	1,471	1,862	2,328
流动资产	2,611	8,125	16,288	23,775	28,843	35,633
%总资产	98.3%	96.4%	95.7%	95.8%	93.7%	92.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	13	181	503	899	1,831	2,701
%总资产	0.5%	2.1%	3.0%	3.6%	5.9%	7.0%
无形资产	32	113	143	129	117	108
非流动资产	45	307	734	1,030	1,951	2,811
%总资产	1.7%	3.6%	4.3%	4.2%	6.3%	7.3%
资产总计	2,655	8,432	17,022	24,806	30,794	38,444
短期借款	0	0	150	0	0	0
应付款项	2,458	7,570	13,911	10,158	12,854	16,077
其他流动负债	-25	-73	233	392	460	542
流动负债	2,433	7,497	14,294	10,550	13,314	16,620
长期贷款	0	0	7	7	7	8
其他长期负债	0	47	150	0	0	0
负债	2,433	7,544	14,451	10,557	13,321	16,628
普通股股东权益	222	888	2,571	14,249	17,473	21,816
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,655	8,432	17,022	24,806	30,794	38,444

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.269	4.204	2.103	2.803	3.600	4.452
每股净资产	2.225	5.922	2.857	14.177	17.384	21.706
每股经营现金净流	3.410	13.486	1.535	0.115	3.311	4.145
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	57.04%	70.99%	73.62%	19.77%	20.71%	20.51%
总资产收益率	4.78%	7.48%	11.12%	11.36%	11.75%	11.64%
投入资本收益率	70.47%	73.94%	74.84%	18.71%	18.99%	18.92%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	105.94%	166.81%	36.51%	26.02%	24.98%
EBIT增长率	N/A	313.44%	256.51%	26.87%	23.06%	24.40%
净利润增长率	N/A	396.93%	200.16%	48.83%	28.43%	23.67%
总资产增长率	N/A	217.57%	101.87%	45.72%	24.14%	24.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.2	53.4	64.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	73.5	189.2	191.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	60.9	134.5	166.2	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	1.9	11.0	12.3	10.3	19.5	26.3
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-288.20%	#####	-84.69%	-80.45%	-78.60%
EBIT利息保障倍数	-311.4	-141.6	-88.8	-18.6	-13.4	-13.9
资产负债率	91.62%	89.47%	84.90%	42.56%	43.26%	43.25%

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方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