

底部左侧徘徊，迎来新一轮景气周期 增持

投资要点：

- 行业景气度在底部左侧，下行空间有限
- 新一轮景气周期即将开启，近期建议关注东南亚与非洲市场
- 中国与美国市场将保证行业持续性增长
- 准单晶铸锭技术的突破对提高多晶电池片的效率具有重要意义

报告摘要：

- 光伏行业都是大周期中叠加剧烈的小周期波动。光伏行业的大周期特征是产品价格持续下跌，发电成本不断下降。但是在周期中会出现波动剧烈的小周期。
- 价格在底部左侧，下行空间有限，四季度触底回升。现在的硅片、多晶硅原料价格已经接近大多数厂家的成本价格，电池片与硅片甚至在成本和售价倒挂现象，价格继续下降的空间较小。
- 近期建议关注东南亚、非洲与中东市场。东南亚的海岛、非洲部分地区的电力供应严重不足，而且自然条件不适合使用常规能源供电，光伏发电成为不可替代的选择，预计明年这两个市场将会有很大增长。中东市场规划很大，主要看政府启动光伏补贴政策的时间。
- 中国与美国市场将保证行业持续性增长。中国与美国的光伏市场容量将是最大的，相对来说政府的政策也比较谨慎，推出政策的步伐较慢。但是每一个市场均与整个欧洲市场的容量相当，为未来光伏产业长期稳定的发展提供广阔的空间。
- 欧洲与美国部分地区的民用电价较高。我们预计在2012年年底，在欧洲部分高电价国家，光伏发电可以实现用户端平价上网；而在2013年底至2014年，在美国部分地区可以实现用户端平价上网。
- 太阳能发电各条技术路线都不成熟，成本还有很大的下降空间，近期关注中国企业实现准单晶技术的突破。晶澳公司推出了新型的准单晶电池片。这种新产品兼具单晶电池转换效率高与多晶电池工艺成本较低、易于大规模生产的优点。我们认为这项与精功科技合作开发的新技术具有重要意义。

新能源与电力设备行业研究组

分析师：

王静

S1180207090092

赵熹

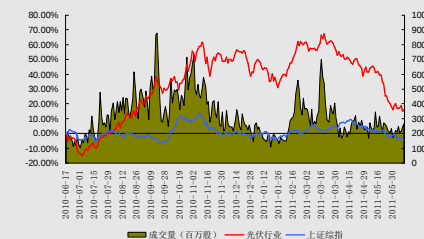
S1180511010008

联系人：徐伟

电话：010-88085388

Email：xuwei@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	60
总市值 (亿元)	6034.96
流通市值 (亿元)	4308.16
重点公司 (家)	10
重点公司占行业市值比重	14.59%

相关研究

- 大港股份：业绩符合预期，光伏新锐迅速扩张 2011.03.24
- 大港股份：扩张中的光伏企业 2010.12.24
- 光伏产品价格下滑，期待美国市场发力 2011.05.09
- 大港股份：盈利空间趋于稳定，基本面符合预测 2011.06.03
- 大港股份：规模扩张迅速，业绩增长确定 2011.05.09

重点公司	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	评级	变动
大港股份	11.68	0.552	0.751	0.953	21.15	买入	维持
东方日升	21.73	1.056	1.274	1.498	20.57	暂未评级	-
向日葵	20.18	0.769	0.982	1.182	26.24	暂未评级	-
精功科技	57.24	2.559	3.773	5.390	22.37	买入	-

目录

一、光伏行业都是大周期中叠加剧烈的小周期波动.....	4
二、景气度在底部左侧，下行空间有限，四季度触底回升.....	5
三、新一轮景气周期即将开启，近期建议关注东南亚、非洲与中东市场	6
3.1 光伏发电成本持续下降将带来需求的提振.....	6
3.2 东南亚、非洲与中东市场的启动	7
3.3 中美两大市场启动带来持续性增长.....	7
四、太阳能发电多条技术路线都在发展之中，近期关注准单晶技术的突破	8
五、主要公司盈利预测	9
1、大港股份.....	9
2、东方日升.....	10
3、向日葵.....	11
4、精功科技.....	12

插图

图 1：2000 年以来太阳能级多晶硅原料价格走势（美元/千克）	4
图 2：美国工业光伏电站发电成本价格（美元/度）	6
图 3：2010 年部分西方国家民用电价（美元/度）	6
图 4：美国电价最高的州近期民用电价（美分/度）	8
图 5：美国电价最低的州近期民用电价（美分/度）	8

表格

表 1：大港股份财务报表预测	9
表 2：东方日升财务报表预测	10
表 3：向日葵财务报表预测	11
表 4：精功科技财务报表预测	12

2010 年，光伏行业全年维持高景气度，多晶硅原料价格持续走高，硅片价格也保持在高位。保守估计，国内下游组件厂商 2010 年底产能扩张达到 30%。但是 2011 年 2 月底以来，多晶硅及硅片价格陡然下跌，多晶硅现货价格从 100 美元/公斤下跌至 50 美元/公斤左右，硅片价格也大幅下降，以 8 寸多晶硅片为例，价格从 25 元/片左右下跌至 17 元/片以下。

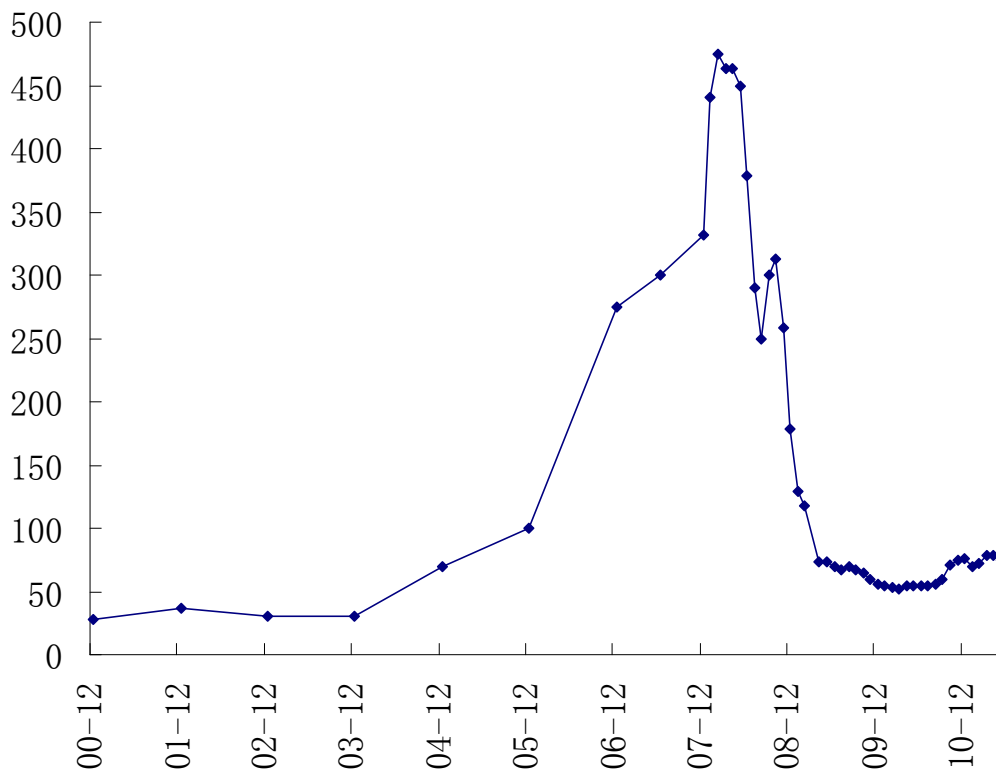
我们认为，从长周期看，光伏产品价格下跌会是长期趋势，正是因为光伏成本的持续下降才促使光伏行业下游市场需求的持续放大。而从短周期看，光伏产品价格短期快速下跌将带来整个行业的经营压力，行业洗牌加速。

分析行业发展规律及下游市场需求，我们认为目前的光伏产品价格已进入 U 行底部的左侧，下行空间有限。

一、光伏行业都是大周期中叠加剧烈的小周期波动

自 2004 年，光伏产品大规模产业化生产以来，光伏行业的大周期特征是产品价格持续下跌，发电成本不断下降，但是产品销售量以极大的增长速度在增长，使得整个光伏市场的容量不但没有下降反而不断快速扩大。造成小周期剧烈波动的原因是：作为新兴产业，整体市场容量仍然较小，而且上游原材料由七大厂家控制，形成了寡头垄断，年产量增幅不大，所以随着下游需求及产能扩张的波动，市场价格也会出现剧烈的波动。

图 1：2000 年以来太阳能级多晶硅原料价格走势（美元/千克）



资料来源：Bloomberg，宏源证券研究所

在 2004 年以前，太阳能级多晶硅料的价格一直比较低而且比较平稳，一直保持在 30 美元/公斤左右。2004 年因为德国提高光伏上网电价的补贴，引发了光伏发电的大规模产

业化进程。直到 2007 年底的这段时间，世界上多晶硅原料一直被 7 大厂家所控制，是一个寡头控制的市场。由于需求量急剧增加，供应量增加非常有限，多晶硅的价格也直线上涨。但是从 2008 年开始，多晶硅价格的长期主要趋势就是持续下跌。一部分原因是金融危机导致的需求下降。但是这轮长期降价的最主要原因是多晶硅生成技术的扩散、其他国家尤其是中国的企业技术不断进步，产能不断扩大，成本不断下降造成的。理由是多晶硅价格在 2009 年下半年下游需求恢复并快速增长以后只是缓慢回升，并没有再出现直线上涨。我们认为这种下跌是市场的正常表现，也是实现光伏发电平价上网的必经之路。在大的下降趋势中，往往会出现剧烈的短期价格上涨与下跌，我们认为这是由于市场的需求与供给短期不稳定造成的。因为光伏市场总体规模比较小，政府政策的影响很大，供求关系波动往往非常剧烈。

随着国内多晶硅料生产工艺的逐渐成熟，国内的多晶硅料产能逐渐释放，单一厂家生产规模逐渐扩大，生产成本逐渐降低，我们预计市场的供求关系会逐渐向平衡、成熟的状态靠近，并建立起相对长期稳定的供求体系。但是现在的市场还远远没有成熟，所以市场价格往往会出现剧烈的小周期波动。如果未来实现了平价发电上网，产生自发性需求，市场总体量较大的时候，光伏产品与原料价格走势将变得平稳。

二、景气度在底部左侧，下行空间有限，四季度触底回升

我们通过调研与市场分析预测现在的光伏行业景气度在底部的左侧，但是底部的时间可能会有 2-3 个月。现在的硅片与多晶硅原料价格已经接近大多数厂家的成本价格，甚至已经低于部分规模小成本高的厂家成本，有些小厂的生产已经暂停，中下游价格下降的空间已经不大。而目前电池片甚至存在成本和售价倒挂现象，可以肯定有非理性下跌的成分，我们判断前两个月的急跌没有可持续性。这种非理性下跌的原因是部分新进入光伏行业的厂家电池片生产线先投产，而组件生产线还没有投产，为了不使大量库存占用资金，将这些电池片大量投放市场。

大陆厂家的产能扩张相对来说比较无序，今年的产能相对于去年至少增加了 30%，其中有很多小厂家今年新进入市场，导致上半年国内产能过剩，供需关系失衡。欧洲国家为了降低安装成本，也采用下调政策补贴的方式压低光伏产品价格。

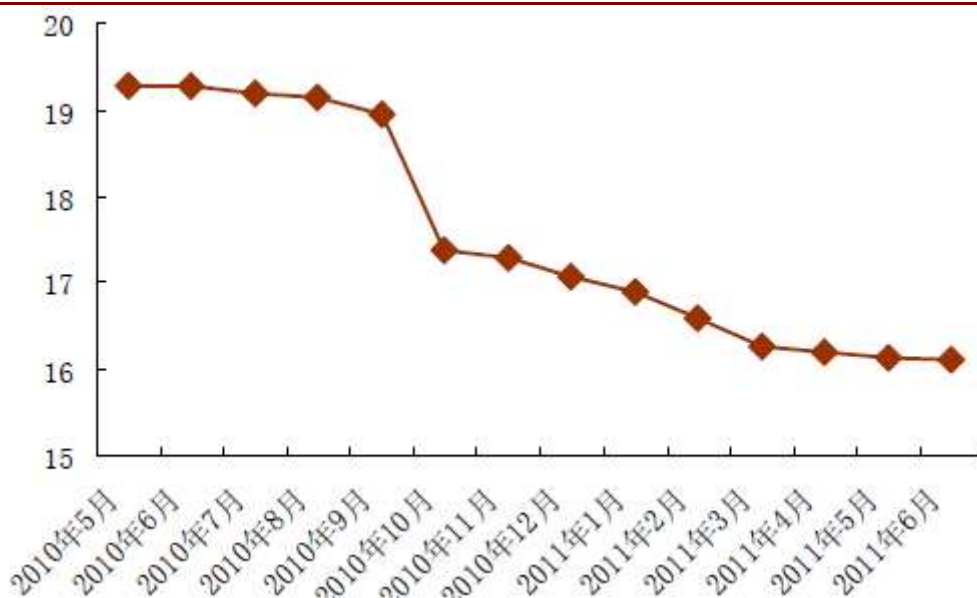
目前，业内人士对这次底部持续时间的判断不统一。有人认为市场底部的持续时间将会很长，甚至可能是 1 至 2 年。我们通过调研与市场分析预计，行业景气度将在 2-3 个月后开始回暖。尤其对于中游制造企业来说，产成品的价格下降是不可避免的，但是上游多晶硅原料以及一些辅材的价格也在大幅度下跌，跌幅甚至超过了成品，这样中游制造企业也可以得到稳定的利润空间，平均毛利率相对上半年会有小幅度提高。

总体来说我们认为，下游从事光伏电站建设与运营的企业因为可以运用资金杠杆，项目净资产回报率将会很高。中上游的多晶硅与制造企业的利润将会得到合理的调整和重新分配，多晶硅原料暴利的时代已经过去了，所以我们看好规模增长快的企业与产业链较长的一体化企业。此外，我们预计提供光伏产品关键生产设备的企业也将会迎来巨大的发展机遇。

三、新一轮景气周期即将开启，近期建议关注东南亚、非洲与中东市场

3.1 光伏发电成本持续下降将带来需求的提振

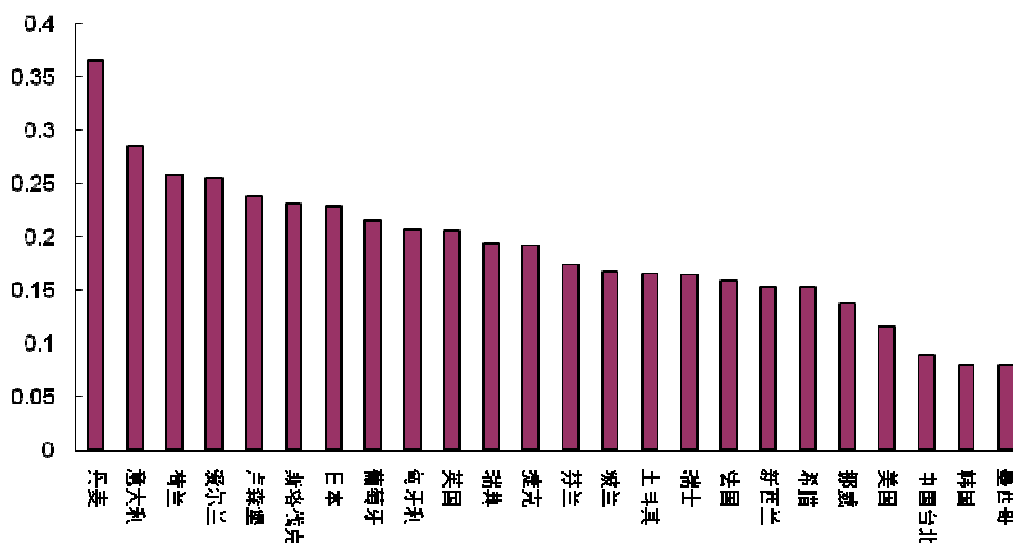
图 2：美国工业光伏电站发电成本价格（美元/度）



资料来源：Solarbuzz，宏源证券研究所

随着光伏技术的不断创新,生产规模的不断扩大,设备及原料的国产化程度逐渐提高,光伏电池的生产成本在不断的下降,光伏发电的成本也快速下降。根据 Solarbuzz 的统计数据,自 2010 年 5 月开始,光伏发电系统的安装成本逐渐降低。目前美国工业光伏发电项目的成本已经降到了 16.11 美分/度。

图 3：2010 年部分西方国家民用电价（美元/度）



资料来源：国际能源署，宏源证券研究所

光伏发电成本的下降保证了电站业主的回报率，激发投资商的投资热情，能够提振下

游的需求,对光伏产业的发展具有重要的意义。欧洲国家的居民用电价格普遍比较高,我们预计到 2012 年,在欧洲的部分高电价国家,光伏发电可以实现用户端平价上网。预计到 2013 年,发电成本能够下降到 0.8 元/度以下,在中国可以实现用户端平价上网。届时国内小规模屋顶光伏发电系统将进入迅速增长时期。光伏在发电端平价上网实现后,光伏产品市场就可以摆脱对政策拐杖的依赖,出现自发性的增长,这将是光伏产业发展中一次历史性机遇。我们预计随着光伏系统成本的下降与煤炭价格的提高,能够在 2020 年之前实现发电端平价上网。

3.2 东南亚、非洲与中东市场的启动

直到去年东南亚市场都不太受到国内光伏企业的关注,今年以来随着欧洲市场的需求增长相对乏力,东南亚作为新兴市场开始进入越来越多的国内企业的视线。东南亚地处热带,大多数地区的太阳能资源丰富。地区内的岛屿众多,很多岛屿上的电力供应主要依靠柴油机发电,电力供应规模小,不稳定。有些条件较差的岛屿甚至是分时段供电,对居民只提供夜晚的照明用电,公共设施用电也很难得到保障,而且如果出现风暴等天气,燃油不能送达岛上,就会出现长时间没有电力供应的状况。在岛屿的自然条件下,太阳能发电就成为了具有不可替代性的选择。由于东南亚市场的特殊性,在当地建立太阳能电站将会在政府的主导下完成,生产的电力也将首先供应医药、学校这些迫切需要稳定电力供应的公共设施。所以我们预计东南亚的市场将以政府采购或者政府招标为主要形式,与欧洲私人资金参与为主的情况将有很大区别。因为地理文化政治方面的原因,传统上中国企业就是东南亚市场的最有力竞争者,更不用说中国的光伏产品本身在国际市场上就以性价比高著称。我们认为中国企业将在东南亚市场上分得最大的一块蛋糕。预计明年东南亚市场将会有非常大的增长。

非洲市场与东南亚市场具有类似的特点,都是面临电力紧缺,电费高,部分偏远地区没有电力供应,同时太阳能资源丰富,非常适合建设太阳能发电系统。非洲市场遇到的主要困难是经济较为落后,政府及民间难以支撑建设光伏电站的初始投资。但是近些年国际组织对于非洲的援助也开始向基础设施建设倾斜,电力建设投资将会得到迅速的增长。从产品来说,非洲市场的特点是非标产品多,现在主要由国内的中小厂家供货。非洲地区也是中国企业的传统出口市场,中国光伏企业也将成为非洲市场的最有利竞争者。

中东国家主要的经济来源和能源来源是石油开采冶炼,随着不可再生的石油资源储量越来越少,这些国家都开始布局可再生能源产业。以色列的 2MW 实验光伏电站已经启动,虽然这个工程是政府主导的,而且规模很小,象征意义大于实际意义,但这是政府推动光伏发电项目的积极信号。中东以阿联酋、以色列为代表的国家太阳能发电规划很大,政府将会逐渐开始推动。

3.3 中美两大市场启动带来持续性增长

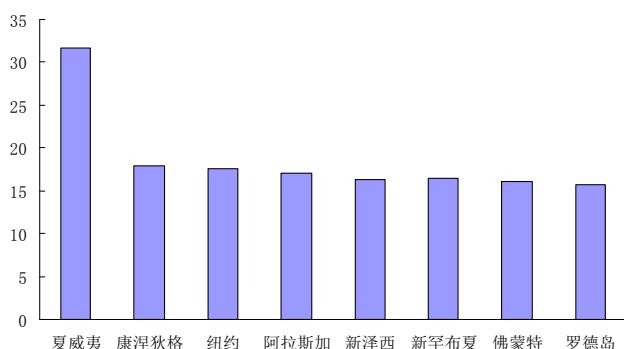
中国与美国的光伏市场容量将是最大的,相对来说政府的政策也比较谨慎,推出政策的步伐较慢。但是每一个市场均与整个欧洲市场的容量相当,将为未来光伏产业长期稳定的发展提供广阔的空间。

对于美国市场,由于目前的政策比较特殊,我们需要重点观察美国的主流企业开始进入光伏行业的步伐。联邦政府的光伏补贴政策是,企业用经营所得的利润投资光伏发电项目,根据投资额对企业的税收进行减免,而光伏上网电价与传统能源是基本一致的。此外各个州还有自己相应的补贴政策,但总体而言在电价方面的补贴力度并不大。这个政策体系相对与德国固定电价的补贴政策来说是有更高壁垒的,只能由美国的主流企业来参与,

但是随着光伏发电成本的不断降低和减排压力的增加，这些企业的参与积极性大增，美国光伏市场会开始启动。这些美国大型主流企业的动向将是我们判断美国光伏市场最好的信号。

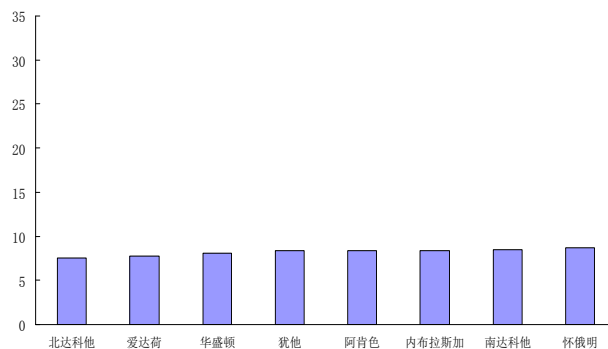
根据美国能源部（EIA）的统计数据，美国各州的用户端电价差异非常大，2011 年前三个月居民用电价格最高与最低的 8 个州电价在图中标出。美国全国的平均销售电价是 11.24 美分/度，与工业大规模光伏发电成本的 16.11 美分/度只相差 30%。我们预计平均每年光伏系统价格下降 15%，那么用户端平价上网将会在 2013 年年底或者 2014 年实现。

图 4：美国电价最高的州近期民用电价（美分/度）



资料来源：EIA，宏源证券

图 5：美国电价最低的州近期民用电价（美分/度）



资料来源：EIA，宏源证券

中国除了金太阳示范工程以外，光伏发电工程主要采用特许权招标的方式，建设总量受到了限制，上网电价也并不高，并没有充分调动民间资本的积极性。我们认为政府现在还处在论证、摸索与实验的阶段，要形成成熟的产业扶植政策还需要一段时间。国家规划的光伏装机容量多次增长，显示了政府大力发展光伏发电的决心，我们预计在“十二五”期间的新增光伏装机量将呈现前低后高的走势，大部分将在最后的两年内完成，但是五年内总的新增装机量将大大超过不久前新闻提到的 10GW。对于中国市场，我们将密切关注国家的规划与政策的演进，如果出台固定电价的补贴政策，国内市场的大范围启动时间将会提前。

四、太阳能发电多条技术路线都在发展之中，近期关注单晶技术的突破

太阳能发电技术路线尚不成熟，技术上均有较大发展空间。太阳能发电技术路线首先分为光伏发电与光热发电。现在主流的光伏电池又可分为多晶硅、单晶硅与薄膜电池。各条技术路线都有各自的优势，又都具备广阔的发展空间与较大的成本下降余地，在相当长时间内，各条技术路线都会并存。

目前在晶硅光伏电池方面，技术进步主要体现在转换效率的提高，从而降低单位功率的成本。最近多晶硅电池出现了新的技术改进，在刚刚结束的德国 Intersolar 展会上，晶澳公司发布了新型的准单晶电池片，其工艺基础是由晶澳与精功科技合作研发的超大晶粒准单晶铸锭技术，而这种技术在国外还处在实验室阶段。

晶澳太阳能对传统的直拉单晶法和新推出的准单晶铸锭法进行了对比：（1）通常情况下，从工艺成本上比较，直拉单晶的工艺成本一般是每公斤 160 元左右，多晶硅铸锭工艺

成本每公斤在 60 元-65 元左右；(2) 从品质上比较，直拉单晶硅光电转换效率可以达到 18.5%，多晶硅一般在 17% 左右，准单晶铸锭的光电转换率最高为 18.3%，高于多晶硅光电转换效率 1 个多百分点，与直拉单晶硅 18.5% 的光电转换率也相差无几，(3) 直拉单晶硅每炉可投料 100~160 公斤，而准单晶硅铸锭炉单次投料可达 430~550 公斤，是直拉单晶硅的 4 倍多；(5) 直拉单晶电池片衰减率在 2% 以上，而准单晶铸锭在 0.5% 以下，性能更加稳定。这样一来，准单晶硅铸锭技术所得的产品，在拥有单晶硅高效率优势的同时，还具有多晶硅低成本、低衰减的优势。在硅原料、切片、组件等其他成本不变的前提下，太阳能发电成本可因准单晶硅铸锭技术降低 10%。

五、主要公司盈利预测

1、大港股份

表 1：大港股份财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,407	2,560	3,191	3,686	营业收入	1,976	2,637	3,297	4,063
货币资金	744	1,001	1,221	1,377	营业成本	1,721	2,200	2,754	3,396
应收与预付款项	625	740	867	1,046	营业税金及附加	77	105	132	163
存货	833	634	939	1,119	销售费用	8	11	13	16
非流动资产	666	741	781	727	管理费用	47	61	76	93
固定资产在建工程	586	668	714	665	财务费用	61	84	75	79
无形资产待摊费用	79	73	67	61	资产减值损失	-3	1	2	3
资产总计	3,073	3,301	3,972	4,412	投资收益	-1	0	0	0
流动负债	2,134	2,173	2,671	2,892	利润总额	73	180	249	316
短期借款	500	600	700	750	所得税	10	40	57	73
应付与预收账款	1,635	1,574	1,972	2,143	净利润	63	141	191	243
长期借款	125	195	195	195	少数股东损益	1	2	2	3
非流动负债	198	261	261	261	归属母公司净利	63	139	189	240
负债合计	2,332	2,434	2,932	3,153	EPS (元)	0.248	0.552	0.751	0.953
股本	252	252	252	252	主要财务比率				
资本公积	235	235	235	235	成长能力				
留存收益	242	367	538	754	营业收入	74.45%	33.50%	25.01%	23.25%
少数股东权益	12	14	16	19	净利润	1637.5	4%	122.75%	36.00%
归属于母公司权益	729	854	1,024	1,240					27.05%
负债股东权益合计	3,073	3,301	3,972	4,412	获利能力				
现金流量表					毛利率	12.88%	16.58%	16.48%	16.42%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	3.20%	5.34%	5.81%	5.99%
经营活动现金流	-259	268	308	230	ROE	8.58%	16.30%	18.47%	19.35%
净利润	64	137	189	241	偿债能力				
折旧摊销	45	94	109	122	资产负债率	75.89%	73.72%	73.81%	71.46%
					流动比率	1.03	1.09	1.13	1.22

资产减值损失	-3	1	2	3	速动比率	0.64	0.80	0.78	0.84
利息费用	67	21	42	52	营运能力				
投资活动现金流	-149	-146	-128	-48	总资产周转率	0.64	0.80	0.83	0.92
融资活动现金流	399	135	39	-26	应收账款周转率	3.68	4.15	4.47	4.58
现金流量净额	-9	257	220	156	存货周转率	2.07	3.47	2.93	3.04

注：资产负债表为按照Wind模型调整后数据。

2、东方日升

表 2：东方日升财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,825	3,162	3,931	4,902	营业收入	2,375	3,733	4,900	6,022
货币资金	1,404	1,594	1,733	2,411	营业成本	1,849	3,054	4,031	4,981
应收与预付款项	995	1,048	1,459	1,622	营业税金及附加	5	9	15	21
存货	335	428	647	777	销售费用	82	131	172	211
非流动资产	373	603	618	531	管理费用	65	105	137	169
固定资产在建工程	361	593	608	523	财务费用	99	7	24	25
无形资产待摊费用	12	10	9	8	资产减值损失	4	-3	4	5
资产总计	3,198	3,765	4,548	5,432	投资收益	0	0	0	0
流动负债	705	911	1,266	1,636	利润总额	321	435	525	617
短期借款	355	455	605	805	所得税	46	65	79	93
应付与预收账款	350	456	661	831	净利润	275	370	446	524
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利	275	370	446	524
负债合计	715	920	1,275	1,645	EPS（元）	0.786	1.056	1.274	1.498
股本	175	175	175	175	主要财务比率				
资本公积	1,903	1,903	1,903	1,903	成长能力				
留存收益	405	767	1,195	1,709	营业收入	182.13%	57.19%	31.27%	22.89%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	136.92%	34.32%	20.65%	17.60%
归属于母公司权益	2,483	2,845	3,273	3,787	获利能力				
负债股东权益合计	3,198	3,765	4,548	5,432	毛利率	22.13%	18.18%	17.74%	17.28%
现金流量表					净利率	11.59%	9.90%	9.10%	8.71%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	11.08%	12.99%	13.62%	13.84%
经营活动现金流	-444	370	86	468	偿债能力				
净利润	217	264	372	485	资产负债率	22.35%	24.43%	28.03%	30.28%
折旧摊销	81	15	35	55	流动比率	3.93	3.42	3.07	2.97
资产减值损失	56	40	40	40	速动比率	3.46	2.95	2.56	2.49
利息费用	76	32	33	28	营运能力				
投资活动现金流	-218	-296	-95	6	总资产周转率	0.74	0.99	1.08	1.11
融资活动现金流	2,064	116	149	204	应收账款周转率	7.94	9.06	7.91	8.04
现金流量净额	1,363	190	140	678	存货周转率	5.51	7.13	6.23	6.41

3、向日葵

表 3：向日葵财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,840	2,437	3,026	3,769	营业收入	2,329	3,881	4,816	6,205
货币资金	608	907	1,181	1,624	营业成本	1,824	3,161	3,875	5,055
应收与预付款项	936	1,145	1,300	1,471	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	219	308	467	597	销售费用	66	97	120	155
非流动资产	992	969	986	1,040	管理费用	50	78	96	124
固定资产在建工程	836	831	866	936	财务费用	145	117	174	207
无形资产待摊费用	152	136	120	104	资产减值损失	18	15	15	15
资产总计	2,832	3,406	4,012	4,809	投资收益	-23	0	0	0
流动负债	1,095	1,278	1,484	1,680	利润总额	290	444	568	685
短期借款	851	951	1,051	1,201	所得税	39	53	69	83
应付与预收账款	244	327	433	479	净利润	251	391	500	602
长期借款	53	53	53	53	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	78	78	78	78	归属母公司净利	251	391	500	602
负债合计	1,173	1,356	1,562	1,758	EPS（元）	0.494	0.769	0.982	1.182
股本	509	509	509	509	主要财务比率				
资本公积	825	825	825	825	成长能力				
留存收益	325	716	1,116	1,718	营业收入	129.02			
少数股东权益	0	0	0	0		%	66.67%	24.09%	28.84%
归属于母公司权益	1,659	2,050	2,450	3,052	净利润	143.18			
负债股东权益合计	2,832	3,406	4,012	4,809		%	55.72%	27.72%	20.36%
现金流量表					获利能力				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	毛利率	21.65%	18.54%	19.53%	18.53%
经营活动现金流	335	289	446	510	净利率	10.79%	10.08%	10.38%	9.69%
净利润	197	361	468	568	ROE	15.15%	19.09%	20.40%	19.71%
折旧摊销	36	108	118	131	偿债能力				
资产减值损失	18	15	15	15	资产负债率	41.43%	39.81%	38.94%	36.55%
利息费用	80	20	54	51	流动比率	1.65	1.88	2.01	2.22
投资活动现金流	-687	-70	-118	-166	速动比率	1.45	1.64	1.70	1.87
融资活动现金流	744	80	-54	99	营运能力				
现金流量净额	358	299	274	442	总资产周转率	0.82	1.14	1.20	1.29
					应收账款周转率	7.10	8.66	8.84	9.74
					存货周转率	8.33	10.27	8.30	8.47

4、精功科技

表 4：精功科技财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,174	1,786	3,258	4,206	营业收入	975	2,496	3,395	4,593
货币资金	422	235	1,805	1,781	营业成本	745	1,819	2,347	3,116
应收与预付款项	324	519	603	780	营业税金及附加	3	6	10	16
存货	426	1,029	849	1,644	销售费用	32	75	109	147
非流动资产	544	552	555	558	管理费用	74	107	238	367
固定资产在建工程	486	501	510	520	财务费用	30	29	32	20
无形资产待摊费用	57	51	44	38	资产减值损失	4	20	15	5
资产总计	1,718	2,337	3,813	4,764	投资收益	19	0	0	0
流动负债	1,244	1,534	2,461	2,628	利润总额	108	440	646	922
短期借款	430	470	510	550	所得税	12	66	97	138
应付与预收账款	814	1,065	1,952	2,079	净利润	97	374	549	784
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	5	6	5	8
非流动负债	66	21	21	21	归属母公司净利	91	368	543	776
负债合计	1,310	1,556	2,483	2,650	EPS（元）	0.633	2.559	3.773	5.390
股本	144	144	144	144	主要财务比率				
资本公积	128	128	128	128	成长能力				
留存收益	129	498	1,041	1,817	营业收入	52.21%	156.05%	36.04%	35.28%
少数股东权益	6	12	17	25	净利润	1283.9%	1%	287.45%	46.73%
归属于母公司权益	401	770	1,313	2,089				42.84%	
负债股东权益合计	1,718	2,337	3,813	4,764	获利能力				
现金流量表					毛利率	23.54%	27.09%	30.86%	32.16%
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	9.91%	14.99%	16.17%	17.07%
经营活动现金流	226	-109	1,631	15	ROE	22.72%	47.86%	41.38%	37.15%
净利润	77	373	548	783	偿债能力				
折旧摊销	36	72	82	92	资产负债率	76.27%	66.56%	65.11%	55.62%
资产减值损失	4	20	15	5	流动比率	0.91	1.16	1.32	1.60
利息费用	32	19	2	-20	速动比率	0.58	0.49	0.98	0.97
投资活动现金流	-69	-99	-99	-99	营运能力				
融资活动现金流	-174	21	38	60	总资产周转率	0.57	1.07	0.89	0.96
现金流量净额	-17	-186	1,570	-25	应收账款周转率	3.63	7.02	8.51	9.65
					存货周转率	1.75	1.77	2.77	1.90

分析师简介:

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师，2008 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。