

2011年12月26日

## 温州宏丰 (300283)

## 国内领先的电接触功能复合材料龙头

## 建议询价区间

**23.28 ~ 26.77 RMB**

## 主要数据

行业	电器机械及器材制造业
公司网址	www.wzhf.com
大股东/持股	陈晓/63.53%
实际控制人/持股	陈晓、林萍夫妇 /67.26%
总股本(百万股)	7083
流通A股(百万股)	0
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.25
资产负债率(%)	63.4

## 相关研究报告

## 证券分析师

朱政 投资咨询资格编号  
S1060511010023  
021-33830521  
zhuzheng003@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

## 投资要点

## ■ 国内电接触功能复合材料龙头

公司是国内最大的电接触功能复合材料、元件及组件的生产企业之一，同时也是电接触功能复合材料领域国家标准和行业标准起草和修订工作的主要参与企业之一，作为国内电接触功能复合材料领域内领先的整体解决方案提供商，公司具备从各种电接触材料的制备到一体化电接触组件加工的完整的产品体系，能够满足所有低压电器的性能要求。公司产品主要客户为正泰电器、德力西电气、艾默生、森萨塔、库柏、通用电气等国际和国内知名电器生产厂商。

## ■ 聚焦国产化及行业集中度提升

电接触功能复合材料主要供给低压电器行业，是低压电器行业发展的基础。低压电器基本可分为工业用电器、家用电器及汽车电器三大应用领域，所用电接触材料品种繁多。由于电接触功能复合材料使用的范围非常广泛，我们预计行业总体将跟随宏观经济稳定增长。

国内电接触材料生产企业的客户主要为国内电器生产厂商，对国外高端客户销售收入占其主营收入比例很低，国外电接触材料生产企业的客户主要为ABB、施耐德、通用电气等国外大型电器企业。与国外电接触材料生产企业相比，国内企业在品牌、规模等方面差距较大。但我们同时看到，随着低压电器设备国产化的推进，电接触材料企业跟随正泰电器等一批杰出的国内下游企业一同在成长。

据电工合金分会统计，目前国内从事电触头材料生产的企业有 60 多家（仅指电工合金分会的成员）。其中约有 10 家企业具有一定规模和技术力量，其产品品种、技术人员及生产设备较其他企业有较大优势，这 10 家企业的市场份额大约能达到 50%，公司的市场份额约为 4%。国内竞争格局还较为分散，未来行业进一步集中是必然趋势。

## ■ 募投项目解决产能瓶颈

公司此次募集资金用于产能扩张，层状复合产品产能将增加 79%至 680 吨，颗粒及纤维增强产品产能将增加 230%至 150 吨，一体化组件产能将增加 63%至 650 吨。产能扩张将匹配现有核心客户的成长，并且为拓展新的客户奠定基础。

## ■ 盈利预测及估值

预计公司 2011 年-2013 年上市摊薄后 EPS 分别为 1.16 元、1.48 元、1.79 元，未来三年 EPS 复合增长率为 21.44%，给予公司 2011 年 20-23 倍 PE 估值，对应股价区间为 23.28 元-26.77 元。

## ■ 风险提示：下游客户集中；银价波动

# 正文目录

<b>一、 公司概况</b>	<b>4</b>
1.1 国内电接触功能复合材料龙头	4
1.2 营收情况	5
1.3 股权结构	6
<b>二、 聚焦国产化及行业集中度提升</b>	<b>6</b>
2.1 下游行业稳定增长	6
2.2 市场竞争格局	8
<b>三、 公司竞争优势</b>	<b>9</b>
3.1 业内领先的研发能力	9
3.2 完整的产品线和系统解决方案优势	10
3.3 优质稳定的客户资源	10
<b>四、 成本构成</b>	<b>11</b>
<b>五、 业绩预测及估值</b>	<b>11</b>
5.1 募投项目	11
5.2 收入成本预测	12
5.3 盈利预测汇总	12
<b>六、 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

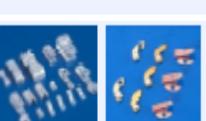
图表 1 公司产品介绍 .....	.4
图表 2 主营业务收入 单位：百万元.....	.5
图表 3 归属于母公司净利润 单位：百万元.....	.5
图表 4 业务构成 .....	.5
图表 5 毛利率 .....	.5
图表 6 上市前公司股权结构 .....	.6
图表 7 2002 年-2015 年中国电力装机容量 单位：亿千瓦 .....	.7
图表 8 中国电网投资总量 单位：亿元 .....	.7
图表 9 各类家电使用继电器的数量 单位：只 .....	.7
图表 10 全球汽车继电器市场规模 单位：亿美元.....	.8
图表 11 行业前 10 大公司产值 单位：万元 .....	.9
图表 12 公司主要客户情况 .....	.10
图表 13 2011 年 1-6 月公司主要原材料的采购情况 .....	.11
图表 14 募投项目 单位：百万元 .....	.11
图表 15 公司收入成本预测 .....	.12
图表 16 公司盈利预测汇总表 单位：百万元 .....	.13

# 一、公司概况

## 1.1 国内电接触功能复合材料龙头

公司是国内最大的电接触功能复合材料、元件及组件的生产企业之一，同时也是电接触功能复合材料领域国家标准和行业标准起草和修订工作的主要参与企业之一，作为国内电接触功能复合材料领域内领先的整体解决方案提供商，公司具备从各种电接触材料的制备到一体化电接触组件加工的完整的产品体系，能够满足所有低压电器的性能要求。公司产品主要客户为正泰电器、德力西电气、艾默生、森萨塔、库柏、通用电气等国际和国内知名电器生产厂商，广泛应用于工业电器、家用电器、交通和控制机械、信息工程等领域。

**图表1 公司产品介绍**

产品类型	公司产品实图	主要用途	主要成分	制造方法与产品形式	下游应用产品实图
颗粒及纤维增强产品		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 应用于小型断路器、中低压断路器、塑壳式断路器、漏电断路器、万能式断路器、电阻焊接电极；电磁开关、微型开关、控制开关、马达保护器、线路启动器、无保险丝断路器、控制开关、凸轮开关；接触器、漏电开关；汽车直流电器等</li> </ul>	AgCdO AgSnO <sub>2</sub> AgNi AgZnO AgCuO AgW AgWC AgCCuW CuWC	粉末冶金法 雾化法 内氧化法 烧结、挤压、轧制、拉丝、加工成形 铆钉	
层状复合产品		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 侧面复合熔断片用于快速熔断器；复铜钢材料、元件及组件用于断路器灭弧室栅片，交流接触器触桥组件，小型断路器引弧片等；</li> <li>■ 双向复合电接点用于继电器动触点；贵金属多层复合高精度箔带用于微型轻触开关，微型电机触片；</li> <li>■ 多层复合异型丝带材用于微型电机触点，温控器触点，微型开关触点，继电器触点；</li> <li>■ 建筑电器用镶嵌式复合材料用于墙壁开关，墙壁插座；</li> <li>■ 温控器用复合带材用于接线端子；</li> <li>■ 扣型触点用多层复合带材及产品用于温控器用触点</li> </ul>	Ag/Cu AgNi/Cu Ag/锌白铜 Ag/Cu/ 不锈钢 AgPd/BZn Cu/Fe/Cu	固相轧制复合法 打散退火、热处理、精轧、表面清洗、分切成带材 复铜钢	
一体化组件		■ 主要应用于仪表仪器、航空航天、电气零部件等领域		模具冲制、组装成触桥	

资料来源：公司资料，平安证券研究所

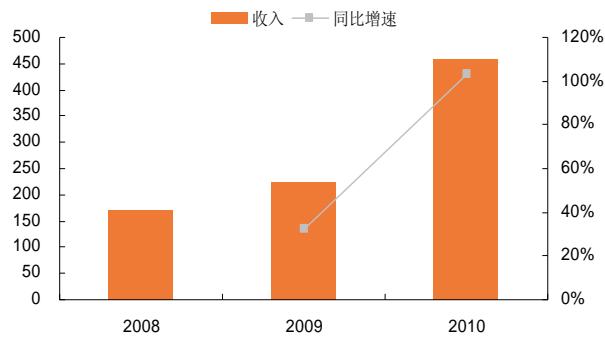
## 1.2 营收情况

公司2010年收入为4.57亿，同比增长了103%，归属于母公司净利润为4432万，同比增长107%。量价齐升是公司业绩高速增长的主要原因。公司的定价采取成本加成的形式，银等原材料价格的大幅上涨使得公司的出厂价大幅提升。

公司的产品可以分为颗粒及纤维增强产品、层状复合产品、一体化组件三类，2010年以上三种产品的收入占比分别为31%、27%、42%，一体化组件近年来的收入占比在不断提升。

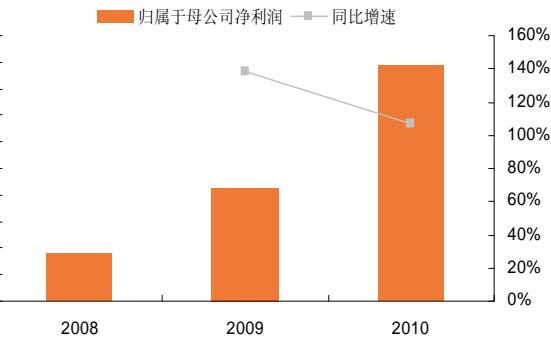
公司近年来的毛利率持续提升，主要由于产品结构改善所致。2010年公司综合毛利率为20.2%，颗粒及纤维增强产品、层状复合产品、一体化组件三类产品的毛利率分别为13.7%、22.2%、23.5%。

**图表2 主营业务收入 单位：百万元**



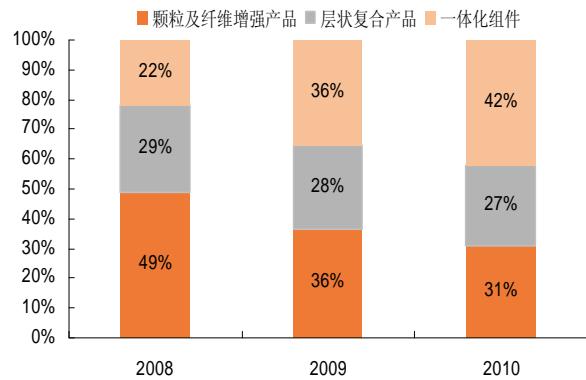
资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表3 归属于母公司净利润 单位：百万元**



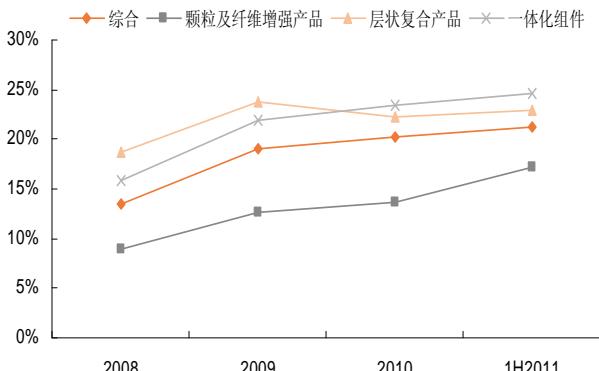
资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表4 业务构成**



资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表5 毛利率**

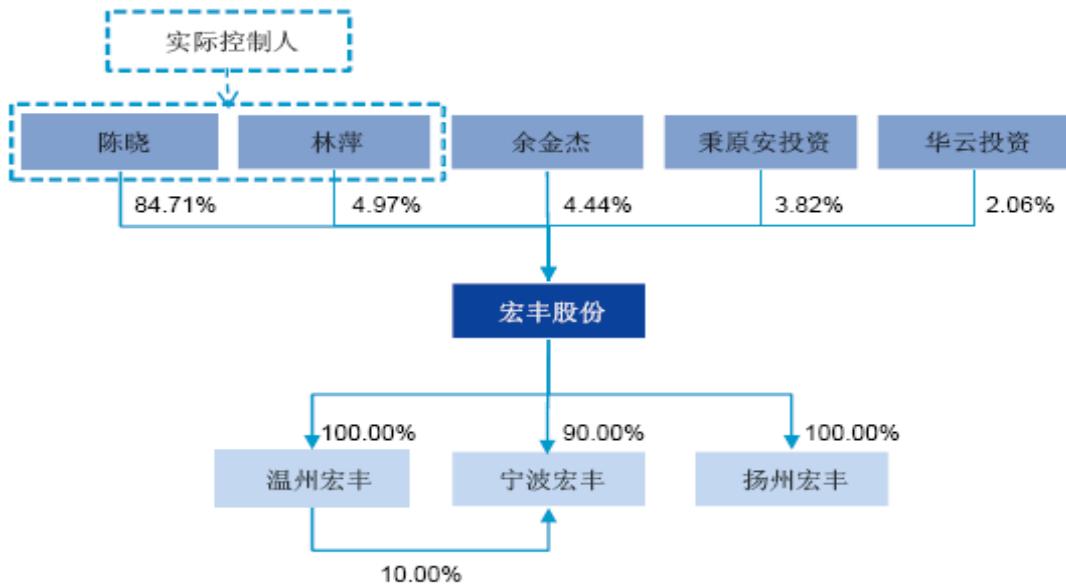


资料来源：公司资料，平安证券研究所

### 1.3 股权结构

公司控股股东为创始人陈晓，持有公司 84.71% 的股权，实际控制人为陈晓和林萍夫妇，合计持有公司 89.68% 的股权，本次发行后，二人合计持有公司股权为 67.26%。

图表6 上市前公司股权结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 二、聚焦国产化及行业集中度提升

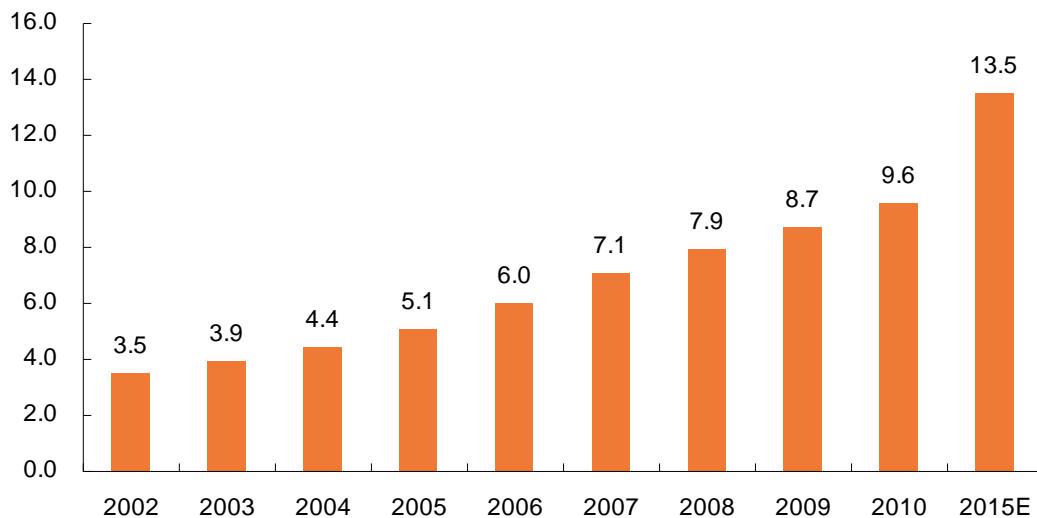
### 2.1 下游行业稳定增长

电接触功能复合材料主要供给低压电器行业，是低压电器行业发展的基础。低压电器基本可分为工业用电器、家用电器及汽车电器三大应用领域，所用电接触材料品种繁多。由于电接触功能复合材料使用的范围非常广泛，我们预计行业总体将跟随宏观经济稳定增长。

工业领域，低压电器广泛应用于机械制造、房地产、钢铁、石化等行业，与社会固定资产投资紧密相关，因此低压电器需求受到各个行业投资状况的影响。2010 年全社会固定资产投资 24 万亿元，比 2009 年增长 24.4%；2004–2010 年全社会固定资产投资年均复合增长率为 26.6%，根据国家信息中心的预测，未来五年我国固定资产投资还有望保持 20% 的增长，各地的城市扩建、城镇化和新农村建设为低压电器创造了广阔的市场空间。

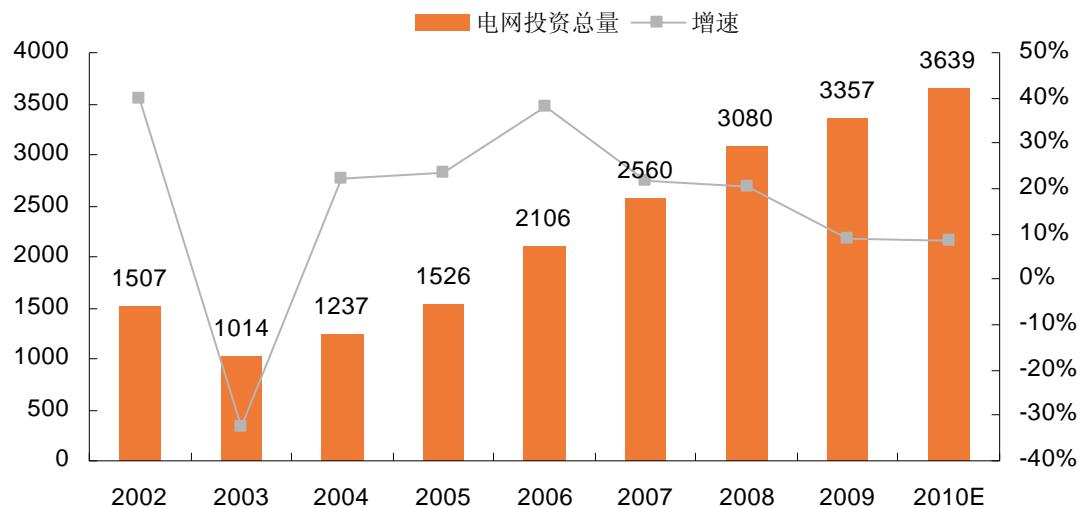
低压电器行业的市场容量与电力事业的发展紧密相连。由于电能通过低压电器分配实现利用，预计每新增 1 万 kW 装机容量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。根据中国电力企业联合会发布的数据，2010 年全社会用电量为 4.19 万亿 kWh，发电装机容量为 9.6 亿 kW，以年增长 9% 的速度预测，2011 年和 2012 年我国发电设备总装机容量将分别达到 10.4 和 11.3 亿千瓦，由此可得 2011 和 2012 年我国新增各类低压电器需求将达到每年 5.4 亿件。出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在 5 年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。

图表7 2002年-2015年中国电力装机容量 单位: 亿千瓦



资料来源：中国电力企业联合会，平安证券研究所

图表8 中国电网投资总量 单位: 亿元



资料来源：中国电力企业联合会，平安证券研究所

家用电器开关的继电器是家电行业使用最广泛的电器之一。据统计，家用电器用继电器在全球继电器应用领域占 7%左右。在我国，家用电器用继电器约占国内继电器市场的 35%左右。未来家电行业的稳步增长支撑了电接触功能复合材料的需求。

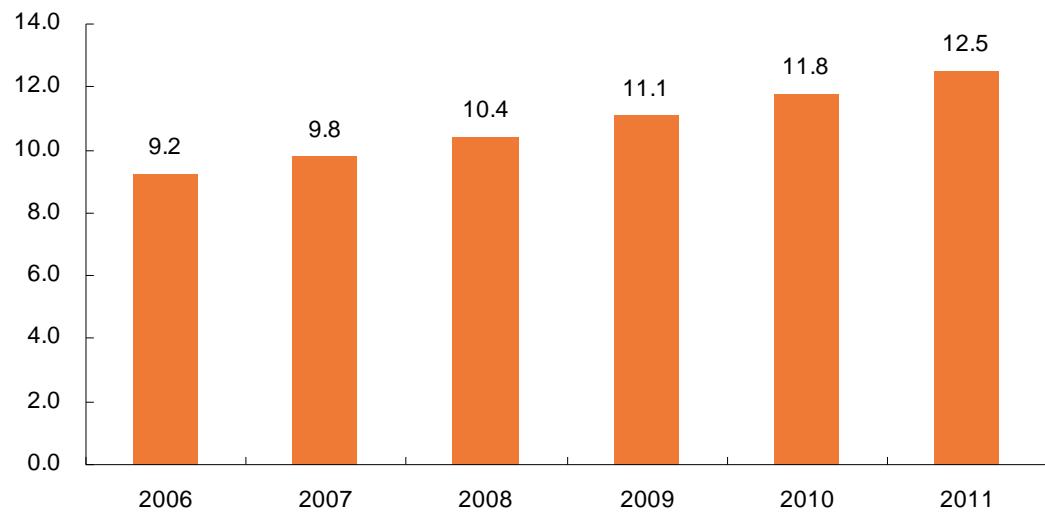
图表9 各类家电使用继电器的数量 单位: 只

家电类别	空调	家庭影视音响	微波炉	电冰箱	电视机	洗衣机	电饭煲
平均每台用继电器数	7	6	4	3	1	1	1

资料来源：公司资料，平安证券研究所

继电器是汽车零部件中一种重要的电子元器件，它广泛应用于控制汽车启动、预热、空调、灯光、雨刮、电喷、油泵、防盗、音响、通信、导航、电动风扇、冷却风扇、电动门窗、安全气囊、防抱死制动、悬架控制以及汽车电子仪表和故障诊断等系统中。其在汽车中的应用量仅次于汽车电子传感器。随着人们对汽车人性化、舒适化要求的提高，近年来汽车继电器的用量呈现快速上升趋势。预计到 2013 年，平均每辆汽车所用的继电器总数将由现在的 20 只左右上升到 30-35 只。未来汽车行业的稳步增长支撑了电接触功能复合材料的需求。

图表10 全球汽车继电器市场规模 单位：亿美元



资料来源：中国自动化网，平安证券研究所

## 2.2 市场竞争格局

国外电接触制造企业有 AMI DODUCO、METALOR、UMICORE、东芝电气公司、日本钨公司、中外电气工业公司、田中贵金属工业公司、韩国喜星贵金属公司、美国 EMS 公司和 TMI 公司等，其中前三家公司是世界上主要的电接触材料供应商。UMICORE 供应 ABB 公司用触头的 30%，西门子公司的触头的 90%，AEC 公司的 50%。METALOR 公司占施耐德触头供应的 24%、ABB 的 23%、通用电气 PC (通用电气发电控制) 的 15%。2009 年 METALOR 公司的净销售收入 (不含贵金属价格波动因素) 约为 2.62 亿瑞士法郎，实现净利润 1.17 亿瑞士法郎；METALOR 公司 2010 年上半年的净销售收入 (不含贵金属价格波动因素) 为 1.68 亿瑞士法郎，同比增长 30%。2009 年 AMI DODUCO 公司的净销售收入 (不含贵金属价格波动因素) 约为 3.99 亿美元。

国外的电接触功能复合材料行业技术力量和经济实力最强的三大公司都以不同的形式和规模进入了中国市场。AMI DODUCO 于 1999 年 11 月在中国独资成立领先大都克 (天津) 电触头制造有限公司；2005 年 METALOR 公司在中国成立了美泰乐 (苏州) 有限公司；2006 年，UMICORE 公司全资收购苏州合金材料有限责任公司。同时，国际电器生产巨头如：ABB、施耐德、通用电气和西门子等公司也在中国开展了一系列并购行动，国外电器行业开始以产业链的形式进入中国。

国内电接触材料生产企业的客户主要为国内电器生产厂商，对国外高端客户销售收入占其主营收入比例很低，国外电接触材料生产企业的客户主要为 ABB、施耐德、通用电气等国外大型电器企业。与国外电接触材料生产企业相比，国内企业在品牌、规模等方面差距较大。但我们同时看到，随着低压电器设备国产化的推进，电接触材料企业跟随正泰电器等一批杰出的国内下游企业一同在成长。

据电工合金分会统计，目前国内从事电触头材料生产的企业有 60 多家（仅指电工合金分会的成员）。在 60 多家分会成员中，90% 为民营企业。大多数生产企业虽然有一定生产经验，占有一定市场，但

品种较单一。还有少数乡镇企业，技术人员缺乏，生产设备落后，企业管理水平低下，多以价格竞争为生存方式。行业中约有 10 家企业具有一定规模和技术力量，其产品品种、技术人员及生产设备较其他企业有较大优势，这 10 家企业的市场份额大约能达到 50%，公司的市场份额约为 4%。国内竞争格局还较为分散，未来行业进一步集中是必然趋势。

图表11 行业前10大公司产值 单位：万元

序号	公司名称	2009 年工业总产值	主要产品
1	福达合金材料股份有限公司	72,844	银基触头
2	中希合金有限公司	52,910	银基触头、复合带
3	桂林金格电工电子材料科技有限公司	34,000	银基触头、铜基触头
4	佛山通宝精密合金股份有限公司	32,534	铜铬触头、金属化陶瓷
5	浙江省冶金研究院有限公司	27,883	热双金属、银基触头
6	温州宏丰电工合金股份有限公司	24,820	银基触头、铜钢复合带
7	上海人民电器厂电器触头分厂	24,800	银基触头
8	安平县飞畅电工合金有限公司	19,088	银铜合金、银基触头
9	浙江天银合金技术有限公司	12,000	银基触头
10	浙江乐银合金有限公司	11,318	银基触头
	合计	237,446	-

资料来源：公司资料，平安证券研究所；注：佛山通宝精密合金股份有限公司和浙江省冶金研究院有限公司的主要产品与其他企业的存在较为显著的差异，2009年公司在生产同类产品的企业中工业总产值排名第四，利润总额排名第三，销售收入约占市场份额的4%。

## 三、 公司竞争优势

### 3.1 业内领先的研发能力

公司是浙江省高新技术企业，报告期内，公司先后承担或完成了 2 项国家火炬计划项目、1 项浙江省专项科研项目、10 项省级新产品项目。

截至本招股意向书签署日，公司已获得授权的发明专利 18 项，其中申请并获得专利证书的发明专利 14 项，已获得授权通知书并已缴费、尚未取得专利证书的发明专利 4 项，发明专利证书正在办理之中；已获得授权并已取得证书的实用新型专利 5 项，外观设计专利 1 项。同时，公司处于实质审查阶段的发明专利 9 项。这些专利覆盖了材料组份设计、粉体处理、材料加工工艺、新型工艺装备等多方面内容，从产品的设计、研发、生产到成型入库形成了一个完整的专利保护体系。

近年来公司参与起草或修订的国家标准 3 项，行业标准 39 项；3 项产品被中国电器工业协会评为质量可信产品，2 项产品被浙江省经济贸易委员会认定为省级工业新产品。公司被认定为浙江省科技型中小企业、浙江省成长型中小企业，同时公司的电接触材料研发中心被认定为浙江省省级高新技术企业研究开发中心。

公司一贯重视科技创新，2010 年研发投入 1,483.76 万元，占主营业务收入的 3.27%。公司的大部分关键工艺设备属于自行研制，具有很强的自主创新能力。公司的核心技术聚焦于环保以及节约银在原材料中的用量，提高电触头的工艺精度，核心技术产品占营业收入比重达到 99%。

### 3.2 完整的产品线和系统解决方案优势

作为国内电接触功能复合材料领域内领先的整体解决方案提供商，公司具备从各种电接触材料的制备到一体化电接触组件加工的完整的产品体系，能够满足所有低压电器的性能要求，本公司共生产三大类，5,000 多种规格的各式电接触材料产品。公司具有完整的电接触材料产品线，从各种电接触功能复合材料元件的研发到规模化生产，再到一体化电接触组件的精密加工，为客户提供更具成本优势的系统解决方案，同时配合客户共同完成新产品或者新应用的开发。

公司利用各专业的高端人才优势和对行业的前瞻性，打破传统电接触材料生产企业只做材料供应商的模式，创新性地将系统解决方案的理念运用到生产经营中，形成了以客户需求为起点，通过整体方案设计及产品设计、评审、实现、验证、大规模生产等一系列流程，最终满足客户需求，并为其提供持续的技术服务，构成完整的系统解决方案。

### 3.3 优质稳定的客户资源

公司在技术、质量及成本等方面的竞争优势，使得公司成为国内外知名低压电器生产厂商的供应商，赢得了优质客户正泰电器、德力西电气、艾默生、森萨塔、库柏、通用电气等知名企业的认可和信任。

电接触材料是低压电器的核心组成部件，被称为“低压电器的心脏”。由于电接触材料对低压电器产品性能和寿命的决定性作用，国内外知名品牌厂商选择供应商需进行严格的资质认定，一旦认定某电接触材料企业的供应商资质并确定合作关系，为保证产品品质及维护供货的稳定性，通常不会轻易变更供应商。这些国内外知名客户严格的供应商资质认定，以及基于长期合作而形成的稳定客户关系，对拟进入电接触材料行业的企业形成了较强的客户资源壁垒。

通过长期合作，公司与优质客户的合作关系日趋稳定，客户订单逐步扩大。正泰电器已将公司评为创新先进供应商，即优先扩大订单的供应商。除长期合作伙伴正泰电器、德力西电气、艾默生、森萨塔、库柏、通用电气等公司外，西门子等大型低压电器生产厂商已对公司进行多次考察与论证，并有意向与公司合作，公司优质客户将不断拓展。

图表12 公司主要客户情况

主要客户名称	主要客户简介	主要产品	收入比重
正泰电器	正泰电器是国内最大的低压电器生产企业，产销量连续 6 年位居国内低压电器行业首位，市场占有率达到 10%。公司位于“中国电器之都”温州乐清市。	配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器等低压电器产品	51.3%
德力西电气	由德力西集团与施耐德电气于 2007 年 11 月 16 日合资建立，总投资额为 18 亿人民币，销售覆盖中国地区及海外市场。公司位于“中国电器之都”温州乐清市。	小型断路器、塑壳断路器、空气断路器、漏电保护器、接触器、继电器、电动机保护器等低压电器产品	8.8%
艾默生	公司是一家多元化的全球制造和技术公司，在纽约证券交易所上市：代码 EMR，总部设在美国，是技术与工程领域的全球领袖，在商业、工业和消费者市场中，为全世界的客户开发并提供创新的解决方案。	提供范围广泛的产品和服务领域的过程管理，气候技术，网络电源，存储解决方案，专业工具，设备解决方案，电机技术，工业自动化	3.8%
正泰建筑	公司是正泰集团旗下与高低压电器、输变电、仪器仪表并列的四大支柱产业之一，也是建筑电器领域内唯一一家被建设部确定为“国家住宅产业化基地”的龙头企业。公司位于“中国电器之都”温州乐清市。	墙壁开关、插座等建筑电器附件	3.4%

主要客户名称	主要客户简介	主要产品	收入比重
森萨塔	公司是一家全球性的美国独资企业，总部位于美国马萨诸塞州的阿特波罗，10个主要运营场所分布在美国、荷兰、日本、墨西哥、巴西、马来西亚、韩国和中国等9个国家，全球雇员约9,500人。	家用电器、汽车、电气设备、暖通及空调设备、工业设备、军事防御和交通运输工具等	2.2%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 四、成本构成

公司成本中贵金属银占的比重最大，2011年1-6月银的采购比重占到公司原材料采购总额的89%，银价的波动对公司成本的影响大。今年银价上涨剧烈，但公司的毛利率比较稳定，银价的上涨基本都能转嫁给下游。

图表13 2011年1-6月公司主要原材料的采购情况

名称	采购数量(吨)	采购金额(万元)	平均价格(万元/吨)	占公司原材料采购总额的比例
Ag	41.66	27307.71	655.44	89.01%
Cu	183.04	1178.76	6.44	3.82%
黄铜	129.23	660.43	5.11	2.14%
QSnP 锡磷青铜	28.21	213.60	7.57	0.69%
AgSnO <sub>2</sub> (10)丝	0.28	154.31	551.11	0.50%
小计	-	-	-	96.16%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 五、业绩预测及估值

### 5.1 募投项目

公司此次募集资金用于产能扩张，层状复合产品产能将增加79%至680吨，颗粒及纤维增强产品产能将增加230%至150吨，一体化组件产能将增加63%至650吨。产能扩张将匹配现有核心客户的成长，并且为拓展新的客户奠定基础。

图表14 募投项目 单位：百万元

序号	项目名称	总投资
1	年产550吨层状复合电接触功能复合材料及组件自动化生产线项目	167.64
2	年产105吨颗粒及纤维增强电接触功能复合材料及元件项目	131.45
合计		299.09

资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 5.2 收入成本预测

图表15 公司收入成本预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
颗粒及纤维增强产品						
销售额增长%		-1.77%	72.22%	112.50%	25.00%	20.00%
销售额(百万元)	83.04	81.57	140.48	298.53	373.16	447.79
销量(吨)	44.73	35.97	44.02	55.02	68.78	82.53
增速%		-19.58%	22.37%	25.00%	25.00%	20.00%
单价(万元/吨)	185.67	226.77	319.16	542.58	542.58	542.58
增速%		22.14%	40.74%	70.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	75.56	71.27	121.24	255.24	319.05	382.86
毛利率%	9.01%	12.63%	13.70%	14.50%	14.50%	14.50%
层状复合产品						
销售额增长%		27.60%	96.09%	78.50%	15.00%	15.00%
销售额(百万元)	48.91	62.41	122.38	218.44	251.21	288.89
销量(吨)	106.64	245.99	337.18	354.04	407.14	468.21
增速%		130.67%	37.07%	5.00%	15.00%	15.00%
单价(万元/吨)	45.86	25.37	36.29	61.70	61.70	61.70
增速%		-44.68%	43.06%	70.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	39.75	47.61	95.16	170.39	195.95	225.34
毛利率%	18.72%	23.72%	22.24%	22.00%	22.00%	22.00%
一体化组件						
销售额增长%		113.05%	139.24%	52.00%	15.00%	10.00%
销售额(百万元)	37.46	79.80	190.92	290.19	333.72	367.09
产能(吨)	160.00	180.00	400.00		650.00	
销量(吨)	125.87	163.94	334.95	636.41	731.87	805.06
增速%		30.25%	104.32%	90.00%	15.00%	10.00%
单价(万元/吨)	29.76	48.68	57.00	45.60	45.60	45.60
增速%		63.58%	17.09%	-20.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	31.51	62.30	146.05	223.45	256.97	282.66
毛利率%	15.88%	21.93%	23.50%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：平安证券研究所

## 5.3 盈利预测汇总

预计公司2011年-2013年上市摊薄后EPS分别为1.16元、1.48元、1.79元，未来三年EPS复合增长率为21.44%，给予公司2011年20-23倍PE估值，对应股价区间为23.28元-26.77元。

图表16 公司盈利预测汇总表 单位：百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	225	457	811	962	1107
营业成本	182	365	652	775	893
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	2	3	5	6	7
管理费用	10	24	41	47	53
财务费用	5	12	14	8	1
资产减值损失	1	3	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	24	50	96	122	148
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	25	50	97	123	149
所得税	4	6	15	18	22
净利润	21	44	82	104	127
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	21	44	82	105	127
EBITDA	30	62	121	155	187
EPS (元)	0.30	0.63	1.16	1.48	1.79

资料来源：平安证券研究所

## 六、 风险提示

- (1) 客户集中度高的风险
- (2) 原材料价格波动风险

资产负债表					利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单位:百万元		
流动资产	212	412	1058	860	992	营业收入	225	457	811	962	1107			
现金	71	96	495	192	222	营业成本	182	365	652	775	893			
应收账款	47	91	162	192	221	营业税金及附加	1	1	2	2	3			
其他应收款	2	4	7	8	9	营业费用	2	3	5	6	7			
预付账款	36	66	118	141	162	管理费用	10	24	41	47	53			
存货	57	151	269	320	369	财务费用	5	12	14	8	1			
其他流动资产	0	3	6	7	8	资产减值损失	1	3	1	2	2			
非流动资产	65	121	183	355	368	公允价值变动收益	0	0	0	0	0			
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0			
固定资产	45	59	138	310	323	营业利润	24	50	96	122	148			
无形资产	16	16	39	39	39	营业外收入	1	1	1	1	1			
其他非流动资产	4	46	6	6	6	营业外支出	0	1	0	0	0			
资产总计	278	533	1241	1215	1360	利润总额	25	50	97	123	149			
流动负债	208	373	579	449	467	所得税	4	6	15	18	22			
短期借款	101	192	227	41	0	净利润	21	44	82	104	127			
应付账款	2	9	16	19	22	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0			
其他流动负债	104	172	335	388	445	归属母公司净利润	21	44	82	105	127			
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	30	62	121	155	187			
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.30	0.63	1.16	1.48	1.79			
其他非流动负债	0	0	0	0	0									
负债合计	208	373	579	449	467	主要财务比率								
少数股东权益	1	0	-0	-0	-0	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E			
股本	30	53	71	71	71	成长能力								
资本公积	1	61	464	464	464	营业收入	32.1%	103.4%	77.3%	18.6%	15.1%			
留存收益	38	46	128	233	359	营业利润	127.1%	104.4%	93.1%	27.1%	21.3%			
归属母公司股东权益	69	159	662	767	894	归属于母公司净利润	138.8%	106.9%	86.0%	26.9%	21.3%			
负债和股东权益	278	533	1241	1215	1360	盈利能力								
						毛利率(%)	19.0%	20.2%	19.6%	19.5%	19.3%			
						净利率(%)	9.5%	9.7%	10.2%	10.9%	11.5%			
现金流量表					单位:百万元									
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	31.1%	27.8%	12.4%	13.6%	14.2%			
经营活动现金流	16	-39	31	87	122	ROIC(%)	24.7%	21.1%	23.5%	17.9%	18.8%			
净利润	21	44	82	104	127	偿债能力								
折旧摊销	0	0	10	25	37	资产负债率(%)	74.9%	70.1%	46.6%	36.9%	34.3%			
财务费用	5	12	14	8	1	净负债比率(%)	48.55%	51.44%	39.29%	9.17%	0.00%			
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	1.02	1.10	1.83	1.92	2.13			
营运资金变动	0	0	-77	-49	-43	速动比率	0.75	0.70	1.36	1.20	1.33			
其他经营现金流	-10	-95	1	-0	-0	营运能力								
投资活动现金流	-48	-71	-74	-196	-50	总资产周转率	0.95	1.13	0.91	0.78	0.86			
资本支出	52	60	50	196	50	应收账款周转率	6	7	6	5	5			
长期投资	10	0	0	0	0	应付账款周转率	119.90	63.35	51.69	43.79	43.19			
其他投资现金流	14	-11	-24	0	0	每股指标(元)								
筹资活动现金流	40	125	442	-194	-42	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.63	1.16	1.48	1.79			
短期借款	43	91	35	-186	-41	每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	-0.55	0.44	1.23	1.72			
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.97	2.25	9.35	10.83	12.62			
普通股增加	0	23	18	0	0	估值比率								
资本公积增加	0	60	403	0	0	P/E	234.23	113.19	60.85	47.96	39.55			
其他筹资现金流	-3	-49	-14	-8	-1	P/B	72.95	31.50	7.57	6.54	5.61			
现金净增加额	8	16	399	-303	29	EV/EBITDA	173	82	42	33	27			

## **平安证券综合研究所投资评级：**

### **股票投资评级：**

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ±10%之间）  
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### **行业投资评级：**

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）  
推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）  
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ±5%之间）  
回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### **分析师声明及风险提示：**

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### **免责条款：**

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PING AN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257