

## N 国瓷 (300285. ) 化学原料行业

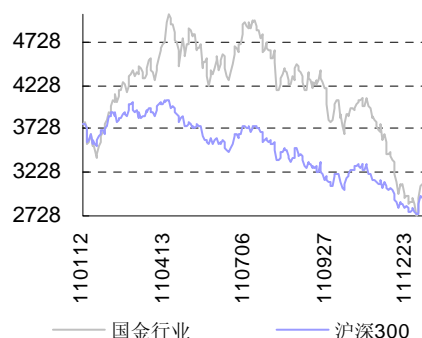
新股研究

上市定价(人民币): 26.00 元  
目标价格(人民币): 18.90-21.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	26.00
发行A股数量(百万股)	15.60
总股本(百万股)	62.40
国金化学原料指数	3085.96
沪深300指数	2435.22



## 迅速崛起的 MLCC 陶瓷粉料龙头

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.234	0.501	0.643	1.053	1.598
每股净资产(元)	4.40	1.79	2.72	9.70	11.41
每股经营性现金流(元)	0.30	0.31	0.95	0.97	1.43
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	34.77	33.57	39.13	39.13	39.13
净利润增长率(%)	22.39%	114.22%	28.25%	63.93%	51.67%
净资产收益率(%)	26.52%	37.30%	31.52%	10.85%	14.00%
总股本(百万股)	12.50	46.80	46.80	62.40	62.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论、价值评估与投资建议

- 电子陶瓷粉料主要用于 MLCC (片式多层陶瓷电容器) 的生产, MLCC 是手机、电脑、平板电视的重要元器件。目前中国已经成为全球 MLCC 生产消费的中心。未来电子消费品的更新换代及新产品的不断涌现, 将持续增加国内 MLCC 需求, 相应拉动上游陶瓷粉料的需求增长 (考虑 MLCC 小型化, 增长率约 5-6%)。
- MLCC 陶瓷粉料技术壁垒高, 国内外形成“寡头”局面。目前全球产量约 5 万吨, 超过 75% 被日本企业垄断。公司是国内独家批量生产 MLCC 陶瓷粉料的企业, 产品包括高纯纳米钛酸钡基础粉及 MLCC 配方粉, 2010 年销量 1148.51 吨, 收入 1 亿元, 毛利率 52.58%。
- 近几年公司快速发展, 国内市场占有率由 35% 迅速提升到 75%, 并逐步替代国外竞争对手的产品, 与韩国三星电机、风华高科等国内外一线 MLCC 企业建立长期合作关系, 还得到了全球 MLCC 巨头日本村田的认证。公司在行业内迅速崛起, 主要归结于以下两点原因:
  - 技术优势。生产钛酸钡基础粉有几种工艺, 其中水热法成本适中, 产品质量好, 容易通过下游客户的认证, 是最具发展潜力的工艺, 目前占全球钛酸钡产量的 33%。公司是国内首家、全球第二家运用水相法生产钛酸钡的企业, 打破了日本在这一领域的长期垄断, 成功实现高端钛酸钡及 MLCC 配方粉的进口替代。
  - 成本优势。MLCC 陶瓷粉料以钛、钡、稀土为原料, 日本厂商多数依赖进口。公司地处山东东营, 原材料资源丰富, 生产成本相对较低, 与日本竞争对手类似品质的钛酸钡基础粉, 价格差距一般为 30-50%。
- 依托募投项目 1500 吨电子陶瓷粉料和之后的产能新建, 公司将把握行业快速发展的机遇, 继续扩大生产规模, 预计 3-5 年内进入全球前五名, 2015 年收入达到 5-6 亿元, 全球市场份额提升至 9-10%。

## 盈利预测与估值

- 预计公司 2011-2013 年收入 1.43、2.14、3.06 亿元, 归属母公司净利润 0.4、0.66、1 亿元, EPS 为 0.64、1.05、1.60 元/股。给予 12 年 18-20 倍 PE, 目标价格为 18.9-21 元。
- 风险提示: 原材料价格波动; 下游电子信息行业需求波动。

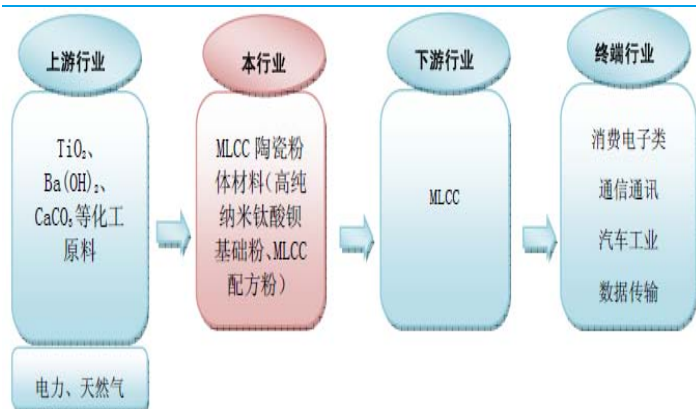
刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)61038283  
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人  
(8621)61038274  
zhangsy@gjzq.com.cn

## 受电子产品消费拉动，MLCC 陶瓷粉料需求将持续增长

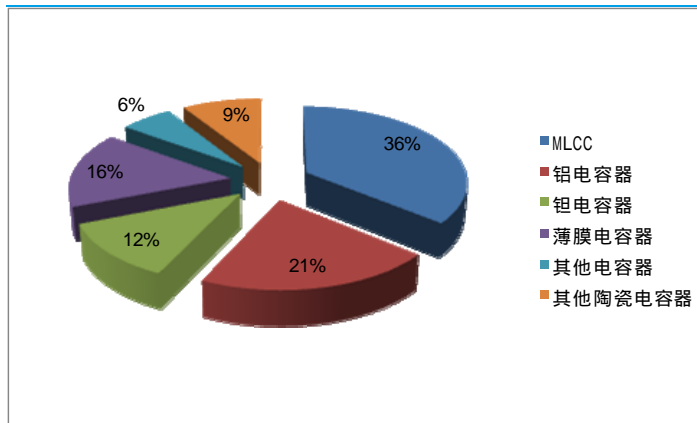
- 电子陶瓷粉料包括钛酸钡基础粉和配方粉，主要用作 MLCC（片式多层陶瓷电容器）的介质材料。MLCC 因其尺寸小、容量大的特点，是智能手机、手提电脑、LCD/LED 等电子信息产品不可缺少的重要元器件，也是全球电容器市场最主流的品种，2009 年全球销售额 53.09 亿美元。

图表1：电子陶瓷材料产业链一览



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表2：全球电容器销售额分布（2009，亿美元）



来源：Paumanok、国金证券研究所

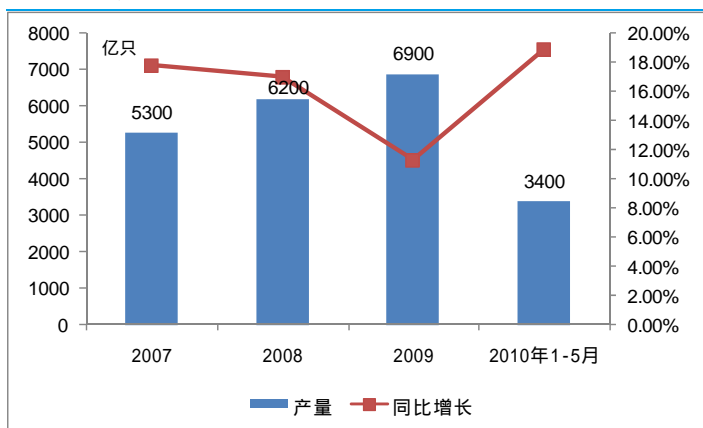
图表3：单台电子信息类产品使用 MLCC 数量

MLCC应用	手机	传真	数码相机	电视	笔记本	DVD	程控交换机
数量/只	400	400	500	400	1000	400	1亿只

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

- 过去十年，受下游电子产品的需求推动，中国迅速成为全球 MLCC 生产消费的中心，需求占全球的比例由 7.6% 上升到 53%，2010 年超过 1 万亿只，平均年市场需求增量达 990 亿只；与此同时，庞大的消费市场和充裕的原材料资源，吸引国外著名 MLCC 企业纷纷在中国建立生产基地，2007-2009 年我国 MLCC 产值由 139.19 亿元增长至 164.11 亿元，产量 6900 亿只，占全球的 45%。
- 未来电子消费品的更新换代及新产品的不断涌现，将持续增加国内 MLCC 需求，相应拉动上游陶瓷粉料的需求增长（考虑到 MLCC 小型化趋势，增长率预计在 5-6%）。

图表4: 中国 MLCC 产量及增长率



来源: 尚普咨询、国金证券研究所

图表5: 国外 MLCC 企业在华设厂情况

国外 MLCC 厂家	在华设厂情况
日本村田	北京村田电子有限公司、无锡村田电子有限公司
韩国三星电机	东莞三星电机有限公司、天津三星电机有限公司
TDK	厦门 TDK 有限公司、TDK 大连电子有限公司
日本京瓷	上海京瓷电子有限公司
基美	基美电子(苏州)有限公司
台湾国巨	国巨电子(中国)有限公司、国巨电子(东莞)有限公司
华新科	华科电子(东莞)有限公司
太阳诱电株式会社	东莞太阳诱电有限公司
台湾禾伸堂	东莞禾伸堂电子有限公司
韩国三和	天津三和电机有限公司

来源: 国金证券研究所

图表6: 2009 年全球 MLCC 主要生产企业

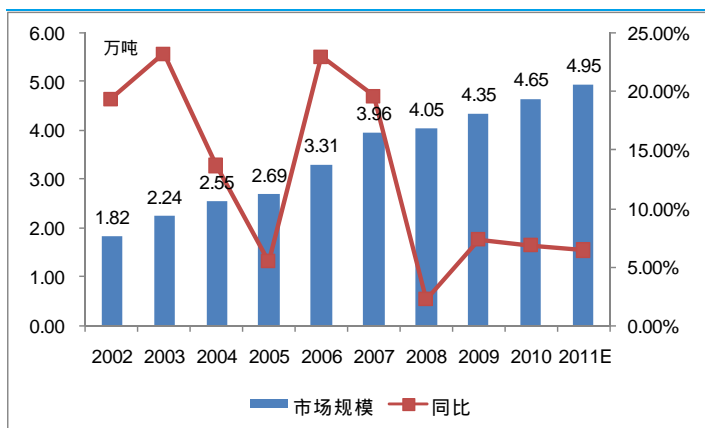
高容量 (1-100 $\mu$ F) 陶瓷电容			低容量 (皮法) 陶瓷电容			高附加值及特定应用陶瓷电容		
厂商	销售额	占比	厂商	销售额	占比	厂商	销售额	占比
村田	965	27%	村田	607	24%	京瓷	166	34%
TDK	758	21%	京瓷	408	16%	道尔化学	98	20%
太阳诱电	655	19%	国巨	270	11%	TDK	44	9%
SEMC0	585	17%	华新	221	9%	村田	34	7%
京瓷	186	5%	基美	183	7%	威世	30	6%
国巨	150	4%	TDK	146	6%	EPCOS	30	6%
华新	120	3%	SEMC0	145	6%	基美	25	5%
松下	90	3%	太阳诱电	135	5%	其他	61	13%
其他	24	1%	松下	89	3%			
			其他	363	14%			
小计	3,533	100%	小计	2,567	100%	小计	488	100%

来源: Paumanok、国金证券研究所

## MLCC 陶瓷粉料国内外呈现寡头垄断局面

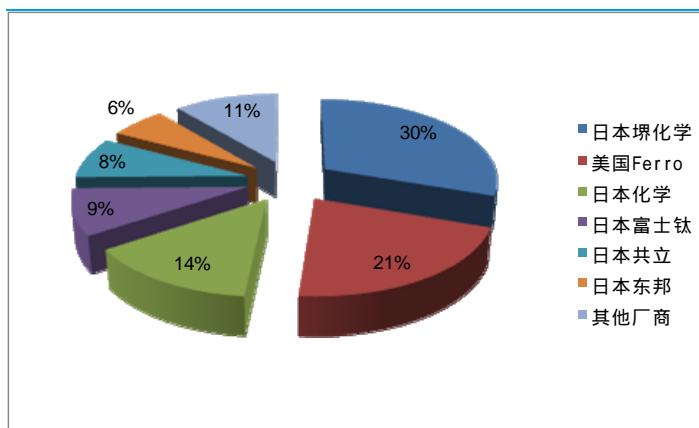
- 由于 MLCC 陶瓷材料生产技术属于高新电子材料技术, 配方必须满足高精度、高纯度、高分散性等严格的要求, 对于潜在行业进入者而言, 技术壁垒较高, 因此全球生产分布较为集中。目前全球 MLCC 陶瓷材料年产量约 5 万吨, 超过 75% 由日本企业垄断。其中, 日本堺化学为世界最大的电子陶瓷材料生产厂商 (占全球市场的 30%), 美国 Ferro 及日本化学分别列第二和第三位。国内方面仅山东国瓷一家能批量生产, 技术和市场处于领先地位。

图表7：全球电子陶瓷材料市场规模情况



来源：Paumanok、国金证券研究所

图表8：全球电子陶瓷材料行业主要企业市场份额



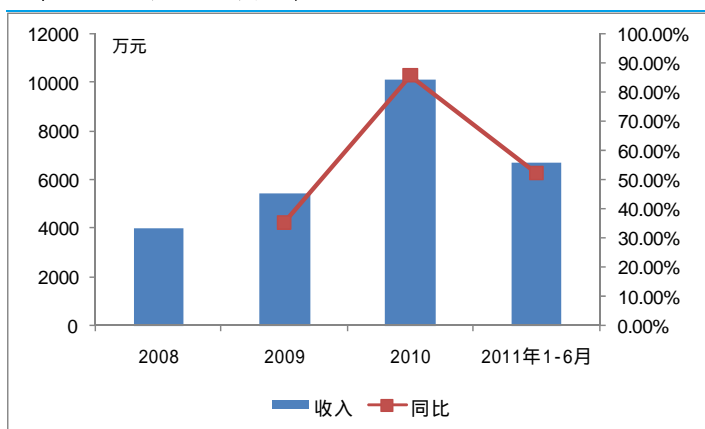
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

## 公司是国内唯一批量生产 MLCC 陶瓷粉料的企业

### 收入快速增长，近几年逐渐替代国外竞争对手的产品

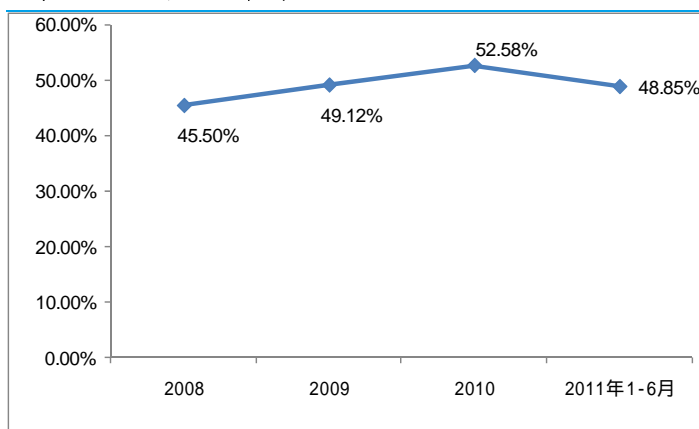
- 公司主要生产高纯纳米钛酸钡基础粉及 MLCC 配方粉，2010 年销量 1148.51 吨，收入 1 亿元，毛利率 52.58%。近几年公司不仅成功实现进口替代，2008-2010 年国内市场占有率由 35% 提升到 75%（其余多为进口），并逐步抢占日本和美国竞争对手的市场份额，与韩国三星电机、风华高科等国内外一线 MLCC 企业建立长期合作关系，还得到了全球 MLCC 巨头日本村田的认证。

图表9：公司收入增长情况



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表10：公司毛利率情况



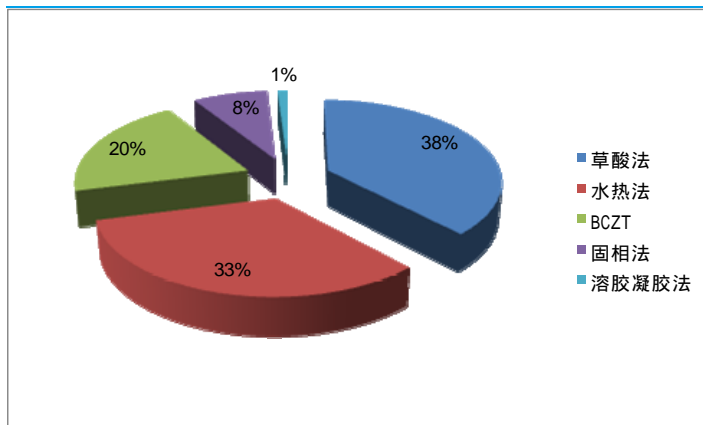
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

## 技术和成本是核心优势

- 公司之所以能够在全球 MLCC 陶瓷粉料行业迅速崛起，主要归因于较强的技术实力和显著的成本优势：
  - 技术优势。全球生产钛酸钡基础粉有五种工艺，分别是水热法、草酸法、BCZT、固相法、溶液凝胶法，其中水热法和草酸法占全球钛酸钡粉产量的 33%、38%。这些工艺中，水热法成本适中，产品质量好，容易通过下游客户的认证，并且售价相对较高，业内普遍预测最有可能对其他制备工艺形成一定的市场替代，但是技术难度较大；草酸法和固相法可实现大规模生产，售价较低，但是所得产品颗粒不均匀，

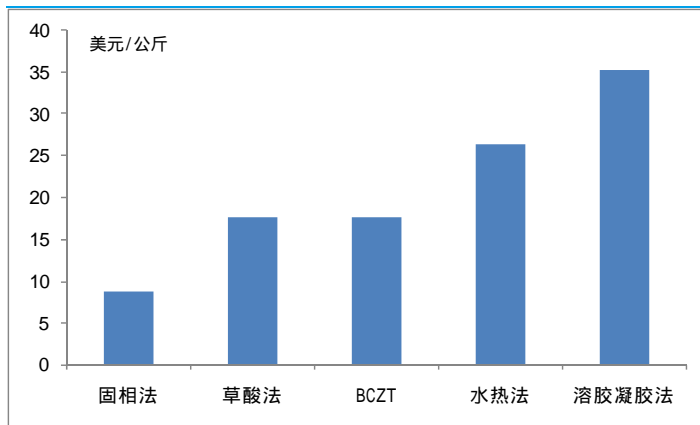
品质较低，很难用于 MLCC 的生产。公司是国内首家、全球第二家运用水热法生产钛酸钡的企业，打破了日本在这一领域的长期垄断，成功实现高端钛酸钡及配方粉的进口替代。

图表11：不同工艺生产钛酸钡粉的市场份额（2008）



来源：Paumanok、国金证券研究所

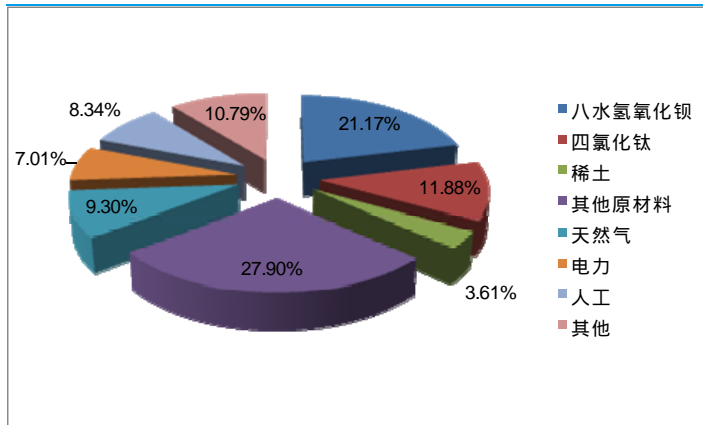
图表12：不同工艺生产钛酸钡粉的市场售价（2008）



来源：Paumanok、国金证券研究所

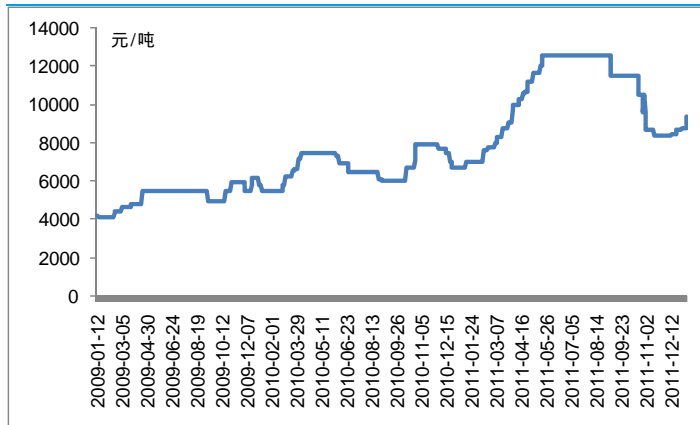
- 成本优势。MLCC 陶瓷粉料主要原材料包括钛、钡、稀土材料，国内储量丰富，而日本厂商大部分需要从他国进口。公司地处山东东营，原材料资源丰富，生产成本相对较低，与日本竞争对手类似品质的钛酸钡基础粉，价格差距一般为 30-50%。

图表13：公司主营成本构成（2011 年 1-6 月）



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表14：四氯化钛价格（山东地区）



来源：百川资讯、国金证券研究所

### 公司未来逐渐成长为全球行业龙头

- 本次募集资金用于建设年产 1500 吨 MLCC 陶瓷粉料和山东省电子陶瓷材料工程技术研究中心项目，其中陶瓷粉料新建产能计划于 2013 年 3 月投产，建成后年新增收入 1.39 亿元，净利润 0.36 亿元，相当于再造一个“山东国瓷”。随后公司将继续扩大生产规模，预计 3-5 年内进入全球前五名，年收入突破 5-6 亿元，2015 年在全球的市场份额达到 9-10%（当前为 3%），成为全球领先的 MLCC 陶瓷粉料龙头企业。



**图表15：公司未来5年产能释放一览**

年份	产能	产能增加原因
2010	1050	二号厂房1期500吨产能建设中
2011	1350	二号厂房1期500吨产能少量释放（释放100吨），同时技改产能增加100吨，募投项目1500吨建设中。
2012	2150	二号厂房1期500吨产能完全释放，同时募投项目产能部分建设完成，产能释放400吨，技改增加100吨。
2013	3350	募投项目产能1500吨完全释放，技改产能增加100吨，二号厂房2期2000吨产能建设中。
2014	4150	二号厂房2期2000吨部分建设完成，产能释放800吨。
2015	5900	二号厂房2期2000吨产能完全释放

来源：公司资料、国金证券研究所

- 此外，公司还成功开拓微波介质陶瓷材料（2009年立项，2011年形成100万元收入，毛利率52%）。微波介质陶主要用于谐振器、滤波器、介质天线、介质导波回路等微波元器件，可用于移动通讯、卫星通讯和军用雷达等方面。2010年国内微波介质陶瓷材料产量1020吨，需求量在2100吨左右，超过一半依赖进口。“十二五”期间受到通信设备投资的拉动，国内微波介质陶瓷需求将持续快速增长。目前该业务虽然短期内对公司盈利影响不大，但是随着微波介质陶瓷国产化进程逐渐加快，未来将逐渐成为公司新的利润增长点。

### 盈利预测与估值

- 盈利的主要产品假设
  - 主要产品销售情况见销售预测表；
  - 公司为外商投资企业，自第一个获利年度2007年起，第一年至第二年免征企业所得税和地方所得税（2007-2008），税率为0，第三年至第五年减半计征企业所得税和免征地方所得税（2009-2011），税率为12.5%。考虑到公司属于高新技术企业，假设2012年后能够获得15%的优惠税率。

图表16: 主要产品销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>高纯纳米钛酸钡</b>						
平均售价 (元/公斤)	83.43	85.69	79.71	77.32	75.15	73.28
增长率 (YOY)		2.71%	-6.98%	-3.00%	-2.80%	-2.50%
销售数量 (吨)	39.35	37.14	92.88	90.00	90.00	90.00
增长率 (YOY)		-5.62%	150.08%	-3.10%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	3.28	3.18	7.40	6.96	6.76	6.59
增长率 (YOY)		-3.06%	132.63%	-6.01%	-2.80%	-2.50%
毛利率	52.06%	53.05%	51.95%	53.50%	51.00%	51.00%
<b>MLCC配方粉</b>						
平均售价 (元/公斤)	137.29	123.83	98.32	97.00	94.28	91.93
增长率 (YOY)		-9.80%	-20.60%	-1.34%	-2.80%	-2.50%
销售数量 (吨)	268.42	414.10	953.58	1,400.00	2,200.00	3,300.00
增长率 (YOY)		54.27%	130.28%	46.82%	57.14%	50.00%
销售收入 (百万元)	36.85	51.28	93.76	135.80	207.42	303.36
增长率 (YOY)		39.16%	82.83%	44.84%	52.74%	46.25%
毛利率	44.81%	48.88%	52.63%	48.60%	49.00%	49.00%
销售总收入 (百万元)	40.13	54.46	101.16	142.76	214.19	303.59
销售总成本 (百万元)	21.91	27.71	47.97	73.04	109.10	154.70
毛利 (百万元)	18.22	26.75	53.19	69.72	105.09	148.89
平均毛利率	45.40%	49.12%	52.58%	48.84%	49.06%	49.04%

来源: 国金证券研究所

- 基于上述假设, 我们预计公司 2011-2013 年主营业务收入分别为 1.43、2.14、3.06 亿元, 归属母公司净利润 0.4、0.66、1 亿元, 对应 EPS 为 0.64、1.05、1.60 元/股。

## 相对估值

图表17: 主要参照公司估值水平

股票代码	上市公司	1月 11日 收盘价	EPS(元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300037	新宙邦	30.45	0.88	1.16	1.57	34.69	26.30	19.35
300236	上海新阳	13.19	0.42	0.50	0.63	31.28	26.65	20.94
002584	西陇化工	10.13	0.36	0.45	0.64	27.79	22.47	15.81
002643	烟台万润	22.45	0.72	0.91	1.16	31.00	24.72	19.33
平均估值						31.19	25.04	18.86

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

- 我们选取生产电子化学品的上市公司作为相对估值的参照对象。综合考虑行业情况和公司特点, 我们给予公司 12 年 18-20 倍 PE, 目标价格为 18.90-21.00 元。

## 风险提示

### 原材料价格波动

- 公司主要原材料为八水氢氧化钡、四氯化钛以及氧化钇、氧化钆等稀土类化合物，原材料成本占公司产品成本的 50-65%。若未来上述原材料价格上涨，公司提价不及时或下游难以接受，都会对公司的盈利水平产生不利影响。

### MLCC 行业及信息科技产业需求波动

- 下游 MLCC 行业及终端产品如电脑、手机、家电等各方面的需求变动必然影响公司产品市场的景气程度。国内外经济发展增速放缓，使得信息科技产业发展亦在减速，可能导致公司产品的需求和价格下降，影响公司的盈利水平。然而，公司下游产品需求不景气可能倒逼 MLCC 行业降低成本，在同等性能和品质的前提下，日本、美国及中国台湾厂商可能转而采购公司产品，对公司反而是机遇。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>40</b>	<b>54</b>	<b>101</b>	<b>143</b>	<b>214</b>	<b>304</b>
增长率		35.7%	85.7%	41.1%	50.0%	41.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	<b>-48</b>	<b>-73</b>	<b>-109</b>	<b>-155</b>
%销售收入	<b>54.6%</b>	<b>50.9%</b>	<b>47.4%</b>	<b>51.2%</b>	<b>50.9%</b>	<b>51.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>53</b>	<b>70</b>	<b>105</b>	<b>149</b>
%销售收入	<b>45.4%</b>	<b>49.1%</b>	<b>52.6%</b>	<b>48.8%</b>	<b>49.1%</b>	<b>49.0%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>
%销售收入	<b>5.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>
%销售收入	<b>11.1%</b>	<b>13.2%</b>	<b>11.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>77</b>	<b>110</b>
%销售收入	<b>28.9%</b>	<b>31.4%</b>	<b>36.1%</b>	<b>35.7%</b>	<b>36.1%</b>	<b>36.4%</b>
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>
%销售收入	<b>0.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-2.1%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	<b>0.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>营业利润</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>45</b>	<b>76</b>	<b>116</b>
营业利润率	<b>28.0%</b>	<b>29.6%</b>	<b>32.5%</b>	<b>31.4%</b>	<b>35.6%</b>	<b>38.3%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>77</b>	<b>117</b>
利润率	<b>29.7%</b>	<b>30.3%</b>	<b>34.8%</b>	<b>32.1%</b>	<b>36.1%</b>	<b>38.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>
所得税率	<b>0.0%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>66</b>	<b>100</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>66</b>	<b>100</b>
净利率	<b>29.7%</b>	<b>26.8%</b>	<b>30.9%</b>	<b>28.1%</b>	<b>30.7%</b>	<b>32.8%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>66</b>	<b>100</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>21</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>89</b>
<b>资本开支</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-44</b>	<b>-83</b>	<b>-93</b>	<b>-53</b>
<b>投资</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18</b>	<b>-9</b>	<b>-44</b>	<b>-84</b>	<b>-93</b>	<b>-53</b>
<b>股权募资</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>413</b>	<b>7</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>-116</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>31</b>	<b>45</b>	<b>293</b>	<b>8</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>-13</b>	<b>5</b>	<b>261</b>	<b>44</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>286</b>	<b>330</b>
<b>应收款项</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>58</b>	<b>82</b>
<b>存货</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>76</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>17</b>
<b>流动资产</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>90</b>	<b>109</b>	<b>410</b>	<b>506</b>
%总资产	<b>52.0%</b>	<b>54.3%</b>	<b>49.7%</b>	<b>39.4%</b>	<b>62.6%</b>	<b>64.5%</b>
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>69</b>	<b>146</b>	<b>224</b>	<b>257</b>
%总资产	<b>44.5%</b>	<b>43.7%</b>	<b>38.0%</b>	<b>52.7%</b>	<b>34.2%</b>	<b>32.8%</b>
<b>无形资产</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>非流动资产</b>	<b>26</b>	<b>43</b>	<b>91</b>	<b>167</b>	<b>245</b>	<b>278</b>
%总资产	<b>48.0%</b>	<b>45.7%</b>	<b>50.3%</b>	<b>60.6%</b>	<b>37.4%</b>	<b>35.5%</b>
<b>资产总计</b>	<b>54</b>	<b>93</b>	<b>181</b>	<b>276</b>	<b>656</b>	<b>784</b>
<b>短期借款</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>58</b>	<b>116</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>44</b>	<b>61</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
<b>流动负债</b>	<b>8</b>	<b>33</b>	<b>87</b>	<b>149</b>	<b>50</b>	<b>71</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>9</b>	<b>38</b>	<b>97</b>	<b>149</b>	<b>50</b>	<b>72</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>84</b>	<b>127</b>	<b>606</b>	<b>712</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>54</b>	<b>93</b>	<b>181</b>	<b>276</b>	<b>656</b>	<b>784</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.191	0.234	0.501	0.643	1.053	1.598
每股净资产	3.619	4.402	1.791	2.718	9.704	11.414
每股经营现金净流	0.062	0.300	0.307	0.947	0.969	1.428
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.36%	26.52%	37.30%	31.52%	10.85%	14.00%
总资产收益率	22.15%	15.69%	17.31%	14.52%	10.02%	12.71%
投入资本收益率	24.47%	19.60%	22.88%	18.35%	10.86%	13.17%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	35.70%	85.74%	41.12%	50.04%	41.74%
EBIT增长率	N/A	47.48%	113.91%	39.40%	51.82%	42.84%
净利润增长率	N/A	22.39%	114.22%	28.25%	63.93%	51.67%
总资产增长率	N/A	72.78%	94.13%	52.86%	137.56%	19.56%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.8	48.3	46.0	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	102.1	198.9	200.0	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	20.9	51.9	51.2	51.0	50.0	49.0
固定资产周转天数	106.5	272.3	164.6	372.3	382.0	309.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	0.99%	14.38%	45.46%	71.31%	-47.23%	-46.24%
EBIT利息保障倍数	31.7	19.0	11.1	9.7	132.8	-17.4
资产负债率	15.99%	40.85%	53.59%	53.91%	7.66%	9.16%

**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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn