

茂硕电源 (002660.SZ) 其它电气设备行业

新股研究

上市定价(人民币): 18.90-22.40 元

LED 照明“心脏”，驱动光明世界

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	24.28
发行 A 股数量(百万股)	24.28
总股本(百万股)	72.80
国金其它电气设备指数	9242.98
沪深 300 指数	2634.14
中小板指数	5372.70

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.647	0.738	0.863	1.240	1.572
每股净资产(元)	2.34	3.08	7.75	8.72	10.14
每股经营性现金流(元)	0.57	0.49	0.51	0.77	1.09
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	44.69	29.21	29.21	29.21	29.21
净利润增长率(%)	97.18%	14.07%	56.03%	43.60%	26.80%
净资产收益率(%)	27.70%	24.00%	11.14%	14.21%	15.51%
总股本(百万股)	72.80	72.80	97.08	97.08	97.08

来源：招股说明书、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **大功率 LED 驱动电源龙头：**公司主营业务为消费电子类电源和大功率 LED 驱动电源的研发生产和销售，2008~2011 年复合增速达到 34.2%，公司在国内 LED 路灯市场的占有率超过 50%，2011 年 LED 驱动电源产品实现收入 1.48 亿元；
- **LED 路灯渗透率提升带动 LED 驱动电源市场快速增长：**在政府政策的推动下，目前国内 LED 路灯的安装量接近全球的一半，我们预计到 2015 年国内 LED 路灯驱动电源市场将增长至 7.3 亿元，复合增速 37%，全球 LED 路灯驱动电源市场将增长至 35 亿元，复合增速 60%；
- **公司技术优势和先发优势明显：**LED 驱动电源是 LED 照明灯具可靠性的核心，公司产品各项技术参数都处于行业领先地位，公司率先提出“保用五年”的承诺彰显出公司对技术自信，公司 LED 驱动电源产品已获得国内外主流客户的认可和实际运行的检验，同时公司在 LED 路灯细分市场的规模优势使得公司在芯片等核心原材料采购上具备明显的成本优势；
- **大客户战略助力公司消费电子类电源稳定增长：**公司消费电子类电源产品市场需求平稳，行业增速保持在 10% 以内，公司通过大客户战略实现了超越行业增速的快速增长，2008~2011 年实现复合增速达到 45.6%；

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2012~2014 年实现净利润分别为 0.84 亿元、1.2 亿元和 1.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.86 元、1.24 元和 1.57 元，复合增速 41%；
- 我们选取 A 股上市公司中从事 LED 封装应用业务和开关电源业务的公司作为可比公司，目前 LED 封装应用企业的平均估值在 2012 年的 26 倍，从事开关电源业务的企业平均估值在 2012 年的 20 倍，考虑公司在大功率 LED 驱动电源领域的优势地位，我们认为给予公司 2012 年 22~26 倍的估值是合理的，对应股价区间在 18.9~22.4 元；

风险提示

- 消费电子类电源产品大客户拓展慢于预期；
- LED 户外照明应用渗透率低于预期；

内容目录

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

宋佳 联系人
(8621)60753905
songjia@gjzq.com.cn

大功率 LED 驱动电源龙头企业	3
细分市场品牌和规模优势明显，募投项目巩固优势地位	5
盈利预测与估值	6
LED 驱动电源增长可期，消费电子电源依赖客户突破	8
道路照明成为国内 LED 照明应用的突破口	8
驱动电源是 LED 照明应用的核心，五年质保彰显技术自信	10
消费电子类电源需求稳定，大客户战略助力公司增长	10
附录：三张报表预测摘要	12

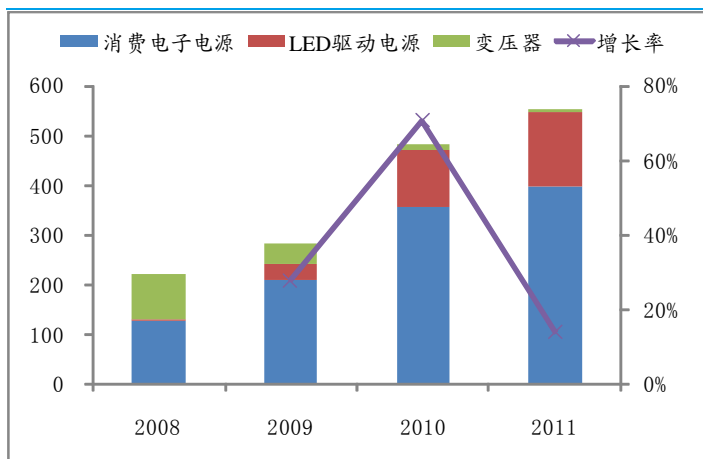
图表目录

图表 1：公司主营业务收入（百万元）	3
图表 2：公司主营业务收入结构	3
图表 3：LED 驱动电源自有技术占比	4
图表 4：技术使用费占比	4
图表 5：LED 驱动电源毛利率	4
图表 6：公司产品毛利率	4
图表 7：LED 驱动电源单价（元）	5
图表 8：募投项目	5
图表 8：产能规划	6
图表 10：可比公司估值	6
图表 9：盈利预测	7
图表 11：全国城市道路照明数量（万盏）	8
图表 12：全国城市道路照明灯具分布	8
图表 13：国内 LED 路灯及驱动电源需求预测	9
图表 14：全球 LED 路灯及驱动电源需求预测	9
图表 15：LED 路灯失效原因	10
图表 16：LED 驱动电源技术指标	10
图表 17：网络电源市场需求预测	11
图表 18：中国 AV 电源市场需求预测	11
图表 19：向 Sagemcom 销售收入（万元）	11
图表 20：消费电子类客户构成	11

大功率 LED 驱动电源龙头企业

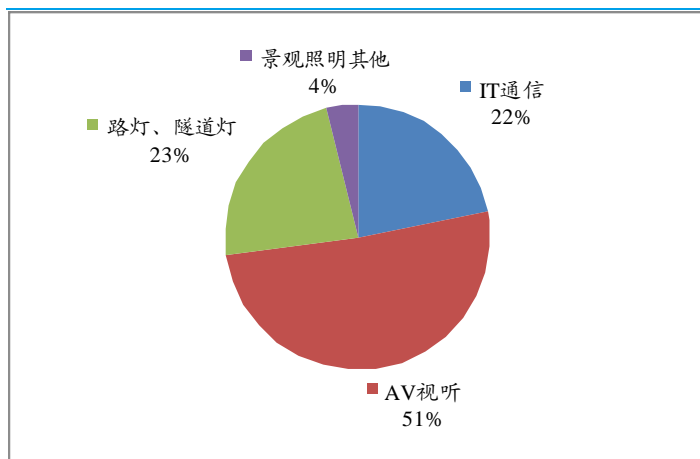
- 公司主营业务为消费电子类电源和大功率 LED 驱动电源的研发生产和销售，2011 年公司实现营业收入 5.5 亿元，2008~2011 年复合增速达到 34.2%，其中消费电子类电源占比 72%，LED 驱动电源产品占比 27%；
- 公司消费电子类电源主要是 AV 视听类和 IT 通信类电子设备电源，包括机顶盒、数码相框、路由器、调制解调器等，公司大功率 LED 驱动电源主要是 LED 路灯和 LED 隧道灯驱动电源；

图表1：公司主营业务收入（百万元）



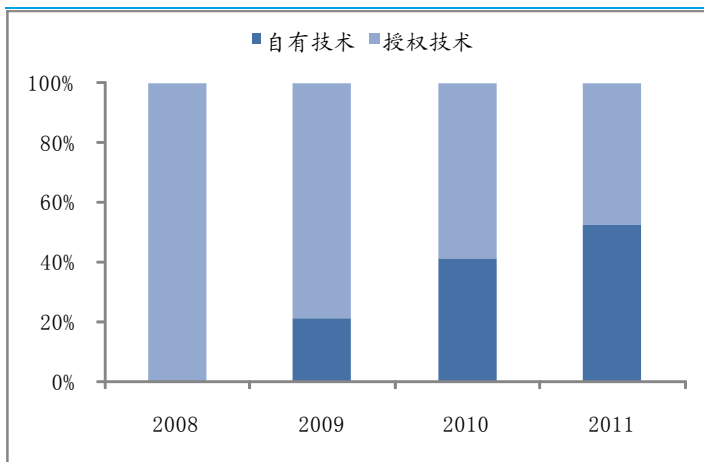
来源：国金证券研究所

图表2：公司主营业务收入结构



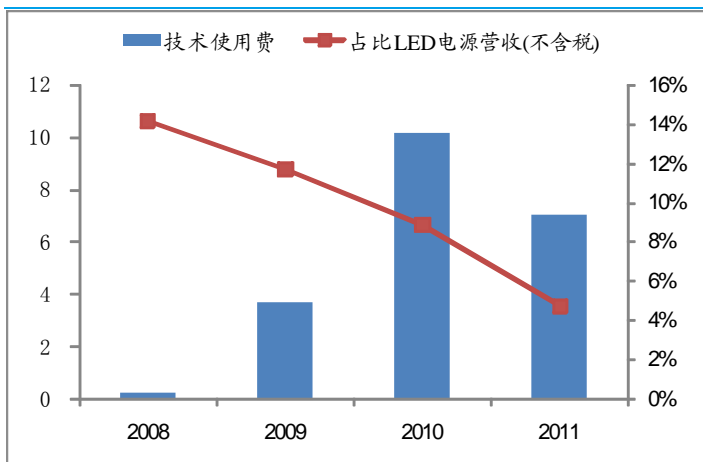
- 大功率 LED 驱动电源龙头，自主研发逐步摆脱技术依赖：公司 2008 年引入英飞特公司开关电源技术进入 LED 驱动电源技术，并迅速成长为国内大功率 LED 驱动电源的龙头企业，公司在 LED 路灯市场的占有率超过 50%；
- 公司从 2008 年下半年开始用了一年时间完成了技术引进到独立研发的过程，开发出基于单管反激变换和双管反激变换等拓扑结构的驱动电源，公司获得授权专利 51 项，其中发明专利 3 项，目前公司自有技术产品的销售收入比例已经超过了 50%，支付给英飞特公司的技术使用费占营业收入比例也呈现快速下滑的趋势；
- 根据公司和英飞特的协议，公司销售基于英飞特技术的 LED 驱动产品需支付一定的比例的技术使用费：其中含税销售额低于 6,000 万元部分支付比例为 9%，6,000 至 12,000 万元部分尾 8%，12,000 至 18,000 万元部分尾 7%，超过 18,000 万元部份为 6%；

图表3: LED 驱动电源自有技术占比



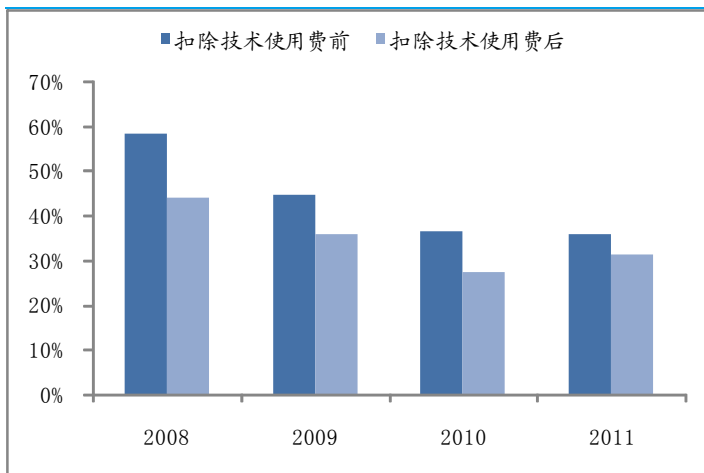
来源: 国金证券研究所

图表4: 技术使用费占比



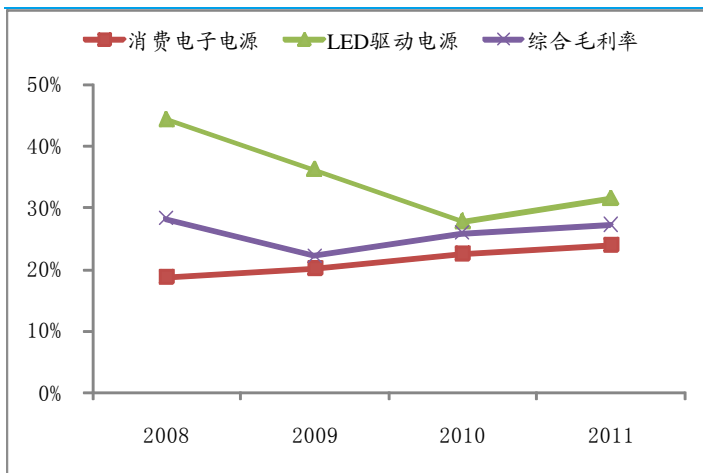
- **LED 驱动电源具备较高的毛利率:** LED 驱动电源具有较高的毛利率, 公司进入 LED 驱动电源领域后, 一定程度上拉升了公司的综合毛利率, 目前 LED 驱动电源产品和消费电子类电源产品的毛利率差为 7.5 个百分点; 虽然近三年 LED 驱动电源的毛利率呈现一定幅度的下滑, 但是随着驱动电源量上的释放, 技术使用费率下降, 毛利率呈现一定的回升;

图表5: LED 驱动电源毛利率



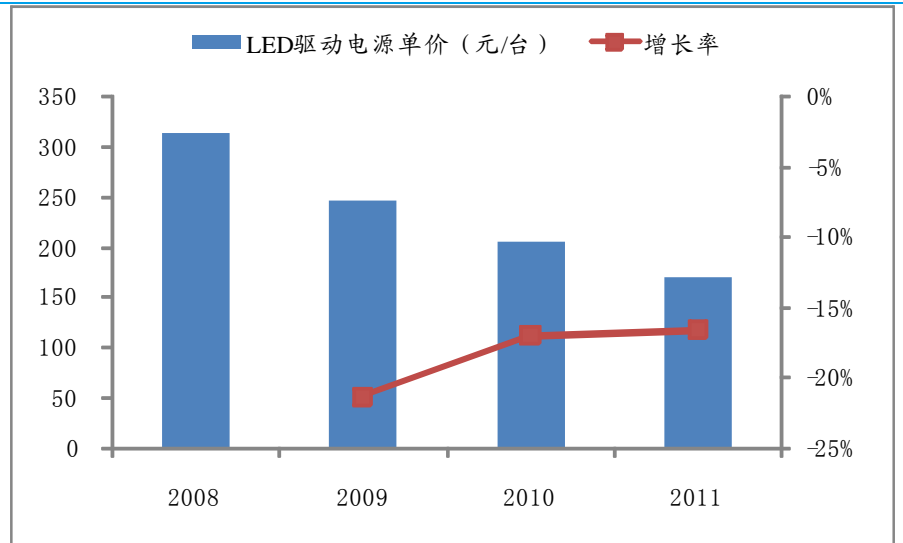
来源: 国金证券研究所

图表6: 公司产品毛利率



- **单价下滑源于芯片光效提升和采购成本下降, 单位价格和毛利率将保持稳定:** 公司大功率 LED 驱动电源单价保持每年 15%~20% 的下滑, 主要是由于 LED 芯片光效的不断提升导致驱动电源功率下降以及公司规模化生产后带来的采购成本下降, 2010 年和 2011 年公司 LED 驱动电源产品的直接材料成本分别下降了 9.79% 和 19.62%, 而驱动电源每 W 功率保持在 2 元左右的水平;
- 从行业来看, LED 芯片、封装、应用企业都保持着 30% 左右的毛利率, 而作为大功率 LED 照明应用的核心, 公司面临的行业竞争远不如其他环节激烈, 我们认为公司目前 30% 以上的毛利率是可以保持的。

图表7: LED 驱动电源单价 (元)



来源: 国金证券研究所

细分市场品牌和规模优势明显，募投项目巩固优势地位

- 作为大功率 LED 驱动电源的先行者，公司已经确立了明显的品牌优势，公司产品已获得 UL、CE、CQC、PSE、KC、TUV-MARK 等一系列的安规认证公司与国内外 LED 知名企业勤上光电、真明丽、德豪润达、国星光电、万润科技、洲明科技等建立了长期合作关系，产品已经过上海世博会、广州亚运会等场馆照明应用的检验；
- 我们认为路灯用 LED 驱动电源市场是一个相对的细分市场，以全球 2 亿盏路灯，每年替换 20%，每台驱动电源 300 元计算，市场容量约为 120 亿元，按照芯片占比驱动电源成本 10%左右计算，芯片市场容量仅为 12 亿元，我们认为相比于市场容量巨大的小功率 LED 驱动芯片市场，大功率的驱动芯片不是 IC 供应商的主流产品，价格受采购数量影响明显，意味着具备规模优势的企业将获得绝对的成本优势；
- 公司首次公开发行 2428 万股，计划募集资金 2.7 亿元主要用于扩大公司 LED 驱动电源和消费电子类电源的产能，达产后将新增消费电子类电源产能 3000 万台，LED 驱动电源产能 200 万台；同时兴建研发中心从事大功率光伏逆变器、储能 UPS 和 LED-TV 电源的研发。

图表8: 募投项目

项目名称	投资额 (万元)	项目内容
1 电源驱动生产项目	24079	消费电子类电源3000万只； LED驱动电源200万只； 大功率光伏并网逆变电源25KW~1MW；
2 研发中心建设项目	1658	储能UPS项目； LED-TV电源；
3 信息化系统建设项目	1580	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表9：产能规划

产能（万台）	2008	2009	2010	2011	募投新增	募投后
消费电子电源	849	1765	2419	2360	3000	5419
LED驱动电源	1	18	71	86	200	271

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 公司消费电子类电源产品近两年受原材料上涨和大客户战略的实施，毛利率呈现上升趋势，我们认为，在不考虑原材料波动的情况下，随着公司大客户战略的推行，出口比例的进一步上升，消费电子类电源产品的价格和毛利率都有望保持较为稳定的水平；
- 公司 LED 驱动电源产品受益于国家对 LED 照明产品推广政策的实施以及 LED 户外照明经济性的日趋成熟，未来几年将呈现快速的增长，随着公司规模化的实现，我们认为公司原材料成本有望保持比较稳定的水平，而 LED 光效的不断提升将使得公司产品单价继续保持约每年 12% 左右的下降；
- 大功率 LED 驱动电源竞争企业较少，同时公司产品的可靠性和易用性已获得大客户的信赖，我们认为公司 LED 驱动电源产品的毛利率将继续维持在当前水平上下；
- 我们预计公司 2012~2014 年实现营业收入分别为 7.9 亿元、10.8 亿元和 14.0 亿元，实现净利润分别为 0.84 亿元、1.2 亿元和 1.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.86 元、1.24 元和 1.57 元，复合增速 41%；
- 我们选取 A 股上市公司中从事 LED 封装应用业务和开关电源业务的公司作为可比公司，目前 LED 封装应用企业的平均估值在 2012 年的 26 倍，从事开关电源业务的企业平均估值在 2012 年的 20 倍，考虑公司在大功率 LED 驱动电源领域的优势地位，我们认为给予公司 2012 年 22~26 倍的估值是合理的，对应股价区间在 18.9~22.4 元；

图表10：可比公司估值

上市公司	代码	2012/2/29 股价	EPS			P/E		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
LED封装应用								
国星光电	002449.SZ	17.69	0.56	0.69	0.85	31	26	21
雷曼光电	300162.SZ	18.25	0.25	0.49	0.71	73	37	26
瑞丰光电	300241.SZ	16.11	0.36	0.56	0.77	45	29	21
鸿利光电	300219.SZ	17.96	0.67	0.87	1.07	27	21	17
万润科技	002654.SZ	17.56	0.59	0.78	1.05	30	22	17
洲明科技	300232.SZ	17.00	0.76	0.95	1.20	22	18	14
勤上光电	002638.SZ	27.52	0.64	0.95	1.26	43	29	22
平均值						39	26	20
开关电源								
科华恒盛	002335.SZ	17.77	0.75	0.94	1.21	24	19	15
阳光电源	300274.SZ	26.17	0.96	1.12	1.32	27	23	20
科士达	002518.SZ	23.00	0.87	1.31	1.53	26	18	15
平均值						26	20	17

来源：wind，国金证券研究所

图表11: 盈利预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
消费电子类电源						
平均售价 (元/件)	13.22	16.29	20.93	20.30	19.69	19.10
增长率 (YOY)	-21.40%	23.22%	28.48%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
销售数量 (千件)	15,971.26	21,998.77	19,114.19	25,500.00	32,500.00	41,000.00
增长率 (YOY)	107.46%	37.74%	-13.11%	33.41%	27.45%	26.15%
销售收入 (百万元)	211.14	358.36	400.06	517.70	640.02	783.19
增长率 (YOY)	63.06%	69.73%	11.64%	29.41%	23.63%	22.37%
毛利率	20.23%	22.53%	23.97%	23.50%	23.00%	22.50%
销售成本 (百万元)	168.43	277.62	304.17	396.04	492.82	606.97
增长率 (YOY)	60.30%	64.83%	9.56%	30.21%	24.44%	23.16%
毛利 (百万元)	42.71	80.74	95.89	121.66	147.21	176.22
增长率 (YOY)	74.90%	89.02%	18.77%	26.87%	21.00%	19.71%
占总销售额比重	74.20%	73.76%	72.42%	65.28%	59.13%	55.89%
占主营业务利润比重	67.55%	63.89%	63.65%	55.22%	48.81%	45.66%
LED驱动电源						
平均售价 (元/件)	246.96	205.18	171.91	151.28	133.13	117.15
增长率 (YOY)	-21.26%	-16.92%	-16.22%	-12.00%	-12.00%	-12.00%
销售数量 (千件)	128.64	560.78	865.69	1,800.00	3,300.00	5,250.00
增长率 (YOY)	1917.40%	335.91%	54.37%	107.93%	83.33%	59.09%
销售收入 (百万元)	31.77	115.06	148.82	272.31	439.32	615.05
增长率 (YOY)	1488.50%	262.17%	29.34%	82.98%	61.33%	40.00%
毛利率	44.79%	36.84%	36.27%	36.00%	35.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	17.54	72.67	94.84	174.28	285.56	405.93
增长率 (YOY)	2016.34%	314.32%	30.51%	83.75%	63.85%	42.15%
毛利 (百万元)	14.23	42.39	53.98	98.03	153.76	209.12
增长率 (YOY)	1114.97%	197.88%	27.34%	81.61%	56.85%	36.00%
占总销售额比重	11.17%	23.68%	26.94%	34.34%	40.59%	43.89%
占主营业务利润比重	22.50%	33.54%	35.82%	44.49%	50.98%	54.18%
销售总收入 (百万元)	284.54	485.87	552.42	793.01	1082.34	1401.24
销售总成本 (百万元)	221.31	359.50	401.75	572.69	780.75	1015.28
毛利 (百万元)	63.23	126.37	150.67	220.32	301.60	385.96
平均毛利率	22.22%	26.01%	27.27%	27.78%	27.87%	27.54%

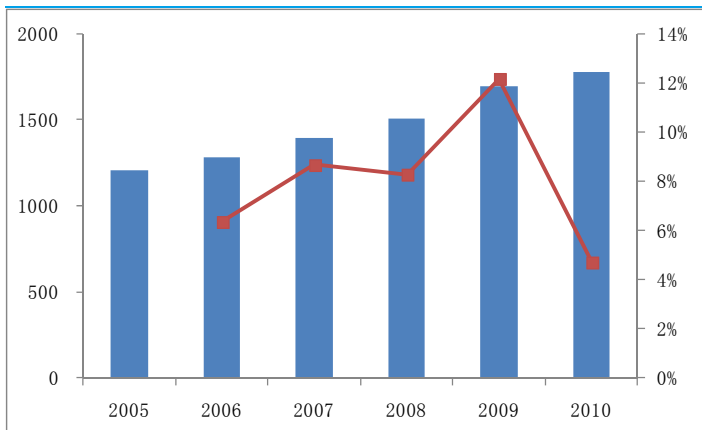
来源: 国金证券研究所

LED 驱动电源增长可期，消费电子电源依赖客户突破

道路照明成为国内 LED 照明应用的突破口

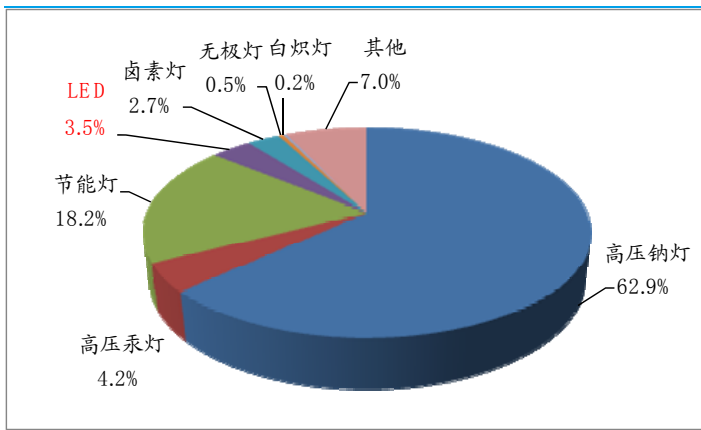
- 根据统计数据，全国城市道路长度 26.9 万公里，2001 年到 2009 年复合增长率为 5.5%；全国公路隧道里程从 2001 年的 705 公里上升到 2010 年的 5122 公里，复合增速 25%；
- 统计局统计，2005 到 2010 年全国城市道路照明灯具的数量复合增长 8%，截止 2010 年末达到 1774 万盏；
- 2009 年开始，科技部“十城万盏”计划推动了 LED 路灯的试点工作，根据城市道路照明专业委员会对全国 31 个省市的统计数据，到 2010 年底，我国安装的 LED 路灯数量约为 62.2 万盏，占比 3.5%；

图表12：全国城市道路照明数量（万盏）



来源：统计局，国金证券研究所

图表13：全国城市道路照明灯具分布



- 路灯市场容量包括新增需求和替换需求，未来 5 年年均市场容量 540 万盏：

- 假设未来 5 年全国城市道路里程增速保持 5% 增长，按照 70% 的城市道路安装路灯，路灯平均安装间距 25 米计算，未来 5 年城市公路对于路灯的新增需求约为 630 万盏，年均新增市场容量 126 万盏；
- 假设未来 5 年全国公路隧道里程增速保持 20% 增长，按照隧道灯安装间距 5 米计算，未来 5 年隧道灯的新增需求约为 300 万盏，年均新增市场容量 60 万盏；
- 目前全国城市路灯主要为高压钠灯，占路灯总量的约 63%，其寿命约为 25000 小时，按照每天亮灯 11 小时，一年 4000 小时计算，高压钠灯的使用寿命约为 5 年，因此目前安装的约 1770 万盏路灯在 2015 年前需要全部替换，估算全国每年路灯替换的需求量超过 350 万盏；

图表14：国内LED路灯及驱动电源需求预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全国城市道路照明数量/万盏	1774	1914	2046	2193	2356	2537
新增路灯数量/万盏	80	140	133	147	163	182
高压钠灯寿命			25000小时~5年			
替换路灯数量/万盏	334	348	373	391	408	423
路灯需求合计/万盏	414	488	505	538	571	605
LED路灯渗透率	8%	11%	18%	28%	42%	60%
LED路灯需求量/万盏	35	51	91	151	240	363
替代250W钠灯实际光通量/lm	17500					
灯具效率lm/W	79	89	101	115	131	148
LED路灯功率/W	222	196	172	152	134	118
路灯总功率/万KW	7.7	10.0	15.7	22.9	32.1	42.8
驱动电路单价(元/W)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
市场容量(亿元)	1.7	2.1	3.1	4.3	5.8	7.3

来源：国金证券研究所

- 相比于高电价的日本和欧洲地区，LED室内照明在我国尚不具备经济性，但是LED路灯的经济性已经显现，我们认为LED路灯将领先于其他照明应用率先启动，目前中国LED路灯安装量将近占比全球的一半份额，政府成为LED路灯应用的主要推手：
 - 2008年12月，科技部提出开展“十城万盏”工程，并在2009年进一步扩展至“五十城二百万盏”的规模，2010年和2011年LED路灯安装量分别达到了35万盏和51万盏；
 - 今年2月，中国环资工委主任何学民透露，中国环资工委将在“十二五”期间安排80亿中央财政预算外资金采购400万盏LED高效道路照明产品，同时将带动不低于30亿元的地方配套资金；
 - 2月28日，发改委环资司和财政部经建司、科技部高新司共同委托中国电子进出口总公司对2012年财政补贴推广LED照明产品进行国内公开招标；
- 假设到2015年国内LED路灯的渗透率达到60%，对应LED路灯数量将达到363万盏，LED路灯驱动电路的总功率也将由2010年的约10.5万KW上升至2015年的42.8万KW，我们预测2015年国内路灯用LED驱动电源市场将达到7.3亿元，复合增速37%。
- 据统计全球路灯的安装量约为2亿盏，假设到2015年全球LED路灯的渗透率达到35%的水平，对应大功率路灯LED驱动电源市场将达到35亿元，复合增速超过60%；

图表15：全球LED路灯及驱动电源需求预测

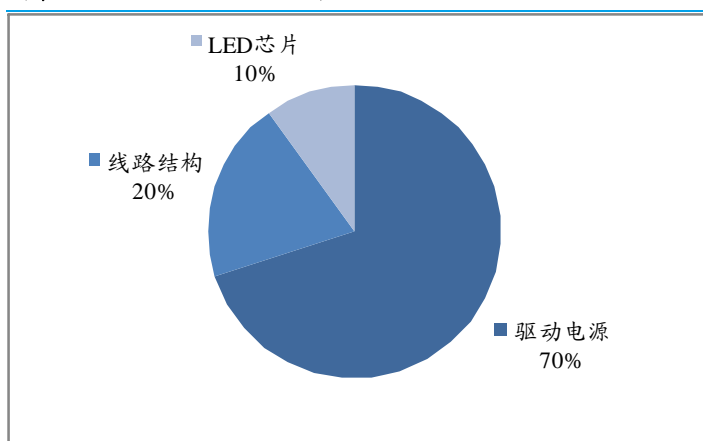
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球道路照明数量/万盏	20000	20600	21218	21855	22510	23185
新增路灯数量/万盏	392	600	618	637	656	675
高压钠灯寿命			25000小时~5年			
替换路灯数量/万盏	3922	3983	4097	4196	4274	4305
路灯需求合计/万盏	4314	4583	4715	4833	4930	4980
LED路灯渗透率	2%	3%	5%	10%	20%	35%
LED路灯需求量/万盏	86	115	236	483	986	1743
替代250W钠灯实际光通量/lm	17500					
灯具效率lm/W	79	89	101	115	131	148
LED路灯功率/W	222	196	172	152	134	118
驱动电路单价(元/W)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
市场容量(亿元)	4.2	4.7	8.1	13.9	23.7	35.0

来源：国金证券研究所

驱动电源是 LED 照明应用的核心，五年质保彰显技术自信

- 据统计，LED 灯具发生故障 70%源于驱动电路的失效，因此驱动电路是 LED 照明产品可靠性的瓶颈；
- LED 驱动电源的主要技术要求在于开关电源的效率、功率因素、电流谐波失真、电磁兼容、防水防雷等级、高精度恒压、恒流等，相比于室内 LED 灯具驱动电源，户外大功率 LED 驱动电源的技术要求更高：
 - 工况恶劣：户外照明设备工况恶劣，并且经常会遭遇高低温、雷雨天气，需要设计足够的使用温度范围和防护等级；
 - 浪涌：户内照明供电电压较为稳定，而户外照明供电线路受雷击或者大功率电气设备的停启，会产生段时间的电压和电流变化，造成驱动电源的损坏；
- “保用五年”彰显技术自信：公司大功率 LED 驱动电源产品在工作环境、浪涌等级、防护等级、功率因素等技术参数方面都达到了业内领先水平，2010 年公司率先做出了“保用 5 年”的承诺，体现出公司对于产品的自信；
- 我们认为，LED 驱动电源做为 LED 照明应用的核心部件，是保障 LED 灯具可靠性的关键，由于 LED 路灯等户外照明都是政府项目，对于价格的关注度远低于可靠性，我们认为短期内公司作为 LED 驱动电源的首选厂商，收到其他厂商剧烈冲击的可能性较小；

图表16：LED 路灯失效原因



来源：公开资料，国金证券研究所

图表17：LED 驱动电源技术指标

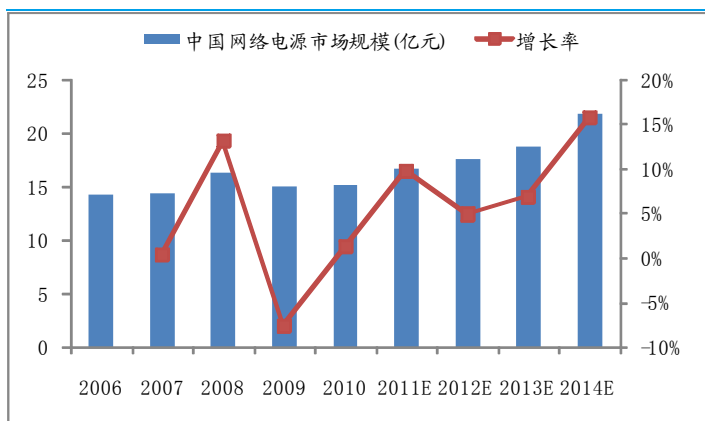
	行业技术要求	茂硕技术水平
能效（25W以上）	88%	92%
功率因素	0.9	0.95
谐波电流失真	小于20%	小于15%
工作温度（℃）	-25 ~ +60	-40 ~ +70
平均无故障工作时间（小时）	20000 ~ 30000	50000
抗浪涌电压	2 KV	4 KV
输入电压范围	90 Vac ~ 264 Vac	90 Vac ~ 304.7 Vac

来源：招股说明书，国金证券研究所

消费电子类电源需求稳定，大客户战略助力公司增长

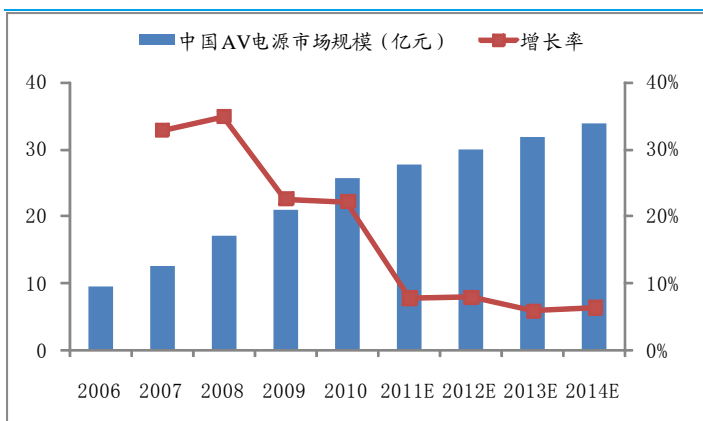
- 公司消费电子类电源主要应用为 IT 通信类和 AV 视听类电源，未来几年该细分市场将保持较为稳定的增长，年均增速保持在 10%以内；
 - 根据预测，2011-2014 年 IT 通信类市场将从目前的 16.83 亿元增长至 21.87 亿元，3 年复合增速 9%；
 - 根据 ISuppli 和 IDC 等机构预测，2011 年至 2014 年 AV 视听类电源市场将从 27.96 亿元上升至 34.09 亿元，3 年复合增速 6.8%；

图表18: 网络电源市场需求预测



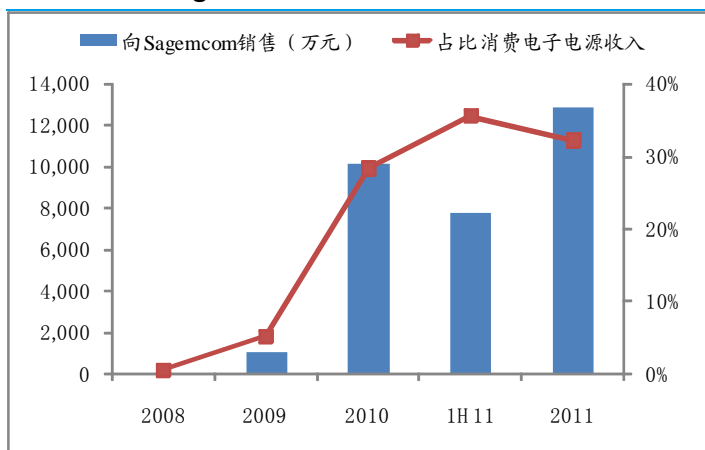
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表19: 中国AV电源市场需求预测



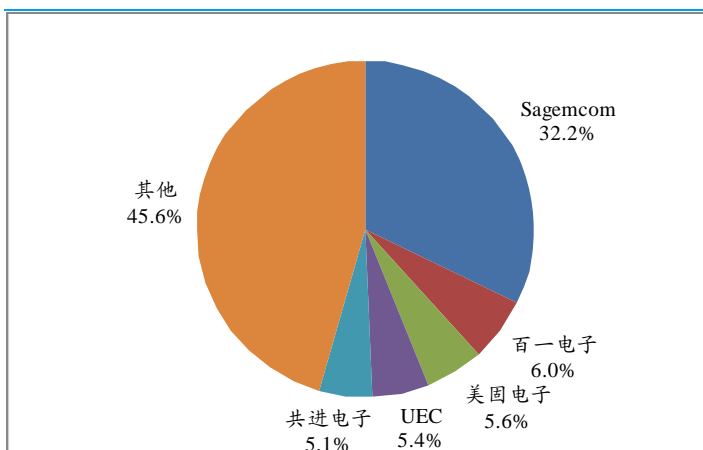
- **公司积极拓展大客户:** 目前公司已与法国 Sagemcom 公司签订战略合作协议; 同时已向摩托罗拉、TATA、PACE 等消费电子巨头发送样品, 等待对方认定, 其中 TATA 已向公司发出首批订单, 定制电源 1.5 万只。我们认为, 公司消费电子类电源业务的增长将主要取决于对大客户的开拓进度, 增长具备很大的波动性, 以 Sagemcom 为例, 2009 年公司进入供应链, 2010 年公司向其供货金额就达到了消费电子类产品销售收入的近 30%;

图表20: 向 Sagemcom 销售收入 (万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表21: 消费电子类客户构成



附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	285	487	555	793	1,082	1,401
增长率		71.2%	13.8%	43.0%	36.5%	29.5%
主营业务成本	-221	-360	-402	-573	-781	-1,015
%销售收入	77.7%	73.9%	72.6%	72.2%	72.1%	72.5%
毛利	63	127	152	220	302	386
%销售收入	22.3%	26.1%	27.4%	27.8%	27.9%	27.5%
营业税金及附加	0	-1	-2	-4	-5	-7
%销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-11	-21	-30	-44	-61	-81
%销售收入	3.9%	4.4%	5.4%	5.5%	5.6%	5.8%
管理费用	-26	-48	-51	-75	-100	-123
%销售收入	9.0%	9.9%	9.2%	9.5%	9.2%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	26	56	69	97	136	174
%销售收入	9.3%	11.6%	12.4%	12.3%	12.6%	12.4%
财务费用	-1	-3	-6	3	7	8
%销售收入	0.2%	0.6%	1.2%	-0.4%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	-1	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	25	53	62	98	142	181
营业利润率	8.8%	10.9%	11.1%	12.4%	13.2%	12.9%
营业外收支	2	0	3	3	3	3
税前利润	27	53	65	101	145	184
利润率	9.4%	10.9%	11.7%	12.8%	13.4%	13.2%
所得税	-3	-6	-11	-17	-24	-31
所得税率	10.6%	10.5%	16.8%	16.7%	16.7%	16.7%
净利润	24	47	54	84	121	154
少数股东损益	0	0	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	24	47	54	84	120	153
净利率	8.4%	9.7%	9.7%	10.6%	11.1%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	0	84	121	154
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	11	17	20
非经营收益	0	0	0	1	-1	-1
营运资金变动	0	0	0	-47	-62	-67
经营活动现金净流	0	0	0	49	75	106
资本开支	-17	-19	-11	-134	-56	-17
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-18	-19	-11	-135	-56	-17
股权募资	26	1	0	453	-14	0
债权募资	4	36	6	-24	0	1
其他	-5	-27	-11	-3	-11	-14
筹资活动现金净流	24	10	-4	427	-25	-13
现金净流量	6	-9	-15	341	-6	76

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	57	89	112	453	447	522
应收款项	152	208	193	342	467	604
存货	53	78	85	110	150	195
其他流动资产	12	3	5	8	10	12
流动资产	274	378	395	912	1,073	1,334
%总资产	94.0%	91.1%	90.3%	84.3%	83.5%	86.2%
长期投资	0	0	3	4	3	3
固定资产	15	23	25	145	183	179
%总资产	5.3%	5.7%	5.8%	13.4%	14.2%	11.5%
无形资产	2	12	12	19	25	30
非流动资产	17	37	43	170	213	214
%总资产	6.0%	8.9%	9.7%	15.7%	16.5%	13.8%
资产总计	292	415	438	1,082	1,286	1,547
短期借款	22	40	16	0	0	0
应付款项	117	194	156	272	371	482
其他流动负债	9	11	3	27	37	48
流动负债	148	245	176	299	407	530
长期贷款	0	0	30	30	30	31
其他长期负债	0	0	8	0	0	0
负债	148	245	214	329	437	561
普通股股东权益	144	170	224	752	847	984
少数股东权益	0	0	0	1	2	3
负债股东权益合计	292	415	438	1,082	1,286	1,547

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.427	0.647	0.738	0.863	1.240	1.572
每股净资产	2.569	2.336	3.075	7.749	8.724	10.137
每股经营现金净流	0.198	0.570	0.486	0.507	0.771	1.087
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.090	0.120	0.160
回报率						
净资产收益率	16.60%	27.70%	24.00%	11.14%	14.21%	15.51%
总资产收益率	8.18%	11.35%	12.27%	7.75%	9.36%	9.87%
投入资本收益率	14.20%	24.01%	21.09%	10.36%	12.89%	14.27%
增长率						
主营业务收入增长率	23.82%	71.20%	13.84%	42.99%	36.49%	29.46%
EBIT增长率	17.53%	113.97%	21.73%	41.98%	39.62%	28.22%
净利润增长率	30.05%	97.18%	14.07%	56.03%	43.60%	26.80%
总资产增长率	56.61%	42.19%	5.55%	147.07%	18.82%	20.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	132.8	112.3	108.1	110.2	110.2	110.2
存货周转天数	72.0	66.4	73.8	70.1	70.1	70.1
应付账款周转天数	128.2	111.1	88.4	99.7	99.7	99.7
固定资产周转天数	19.7	17.6	16.4	66.2	61.2	46.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.40%	-28.86%	-29.20%	-56.12%	-49.10%	-49.81%
EBIT利息保障倍数	51.7	18.9	10.7	-30.2	-18.8	-22.0
资产负债率	50.71%	59.02%	48.77%	30.39%	34.00%	36.24%

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B