

上海新阳 (300236.) 专用化学品行业

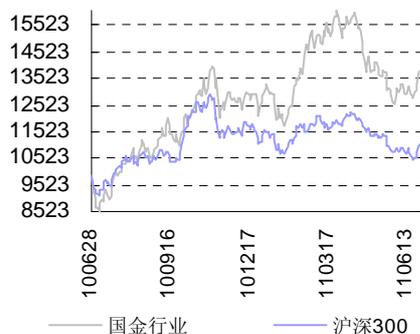
新股研究

上市定价(人民币): 11.07元
 目标价格(人民币): 11.66-14.31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)	11.07
发行A股数量(百万股)	21.50
总股本(百万股)	85.18
国金专用化学品指数	13792.70
沪深300指数	3036.49



刘波

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

致力于进口替代的半导体化学品龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.341	0.422	0.525	0.723	1.056
每股净资产(元)	1.51	1.86	4.69	5.45	6.56
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	0.53	0.68	0.90
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	35.05	31.58	28.21	28.21	28.21
净利润增长率(%)	48.39%	23.69%	24.49%	37.76%	46.01%
净资产收益率(%)	30.16%	30.36%	11.20%	13.28%	16.10%
总股本(百万股)	63.68	63.68	85.18	85.18	85.18

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

- 用于半导体制造和封装的专用化学品技术壁垒高, 超过 80% 依赖进口, 进口替代空间较大。未来五年, 智能终端和新型互联网技术的普及、全球半导体制造加速向我国转移、先进封装技术 TSV 的发展, 使得我国半导体化学品的市场空间预计由当前的 30 亿元提升到 100 亿元。
- 公司是半导体封装化学品的细分行业龙头, 主要生产引线脚表面处理化学品和配套设备(占营收的 97%), 是国内首家在该领域实现进口替代的供应商, 目前拥有 3000 吨化学品产能(市占率 10%, 其余多为进口)。过去三年, 公司收入年均增长 26.5%, 毛利率始终保持在 50% 以上。
- 公司在半导体封装化学品领域的竞争优势有两点:
 - 一是技术优势。相比国内其它企业只能经销代理国外产品, 公司拥有自主知识产权, 在相关领域拥有国家专利和技术储备数十项, 并且两次承担国家 02 重大科技专项课题。
 - 二是配套优势。相比国外企业单纯销售化学品、应对客户需求不及时, 公司能够提供产品、设备、工艺、服务一体化整体解决方案, 将设备与产品配套销售(设备占收入的 17%, 毛利率 43%), 并利用本土化优势对客户快速反应。基于这种配套优势, 公司客户数量迅速发展至 120 多家, 并由之前的内资企业发展到台资和外资企业, 进口替代进一步加强。
- 依托募投项目, 公司未来业绩将快速增长: 1) 进军半导体制造(即晶圆制造)化学品领域, 实现进口替代。晶圆化学品单价比封装化学品高 5-6 万元, 附加值更高。公司是国内唯一能生产晶圆镀铜化学品及配套设备的企业, 部分产品已进入中芯国际等芯片制造企业的上线评估, 预计今年拿到订单。募投项目建成后, 公司将形成 1000 吨晶圆镀铜化学品和 12 台配套设备的年生产能力, 未来将极大增厚盈利。2) 传统业务引线脚表面化学品将借助募投项目, 产能由 3000 吨提升至 5600 吨, 设备产量由 47 台提升至 110 台, 市场份额进一步提高。

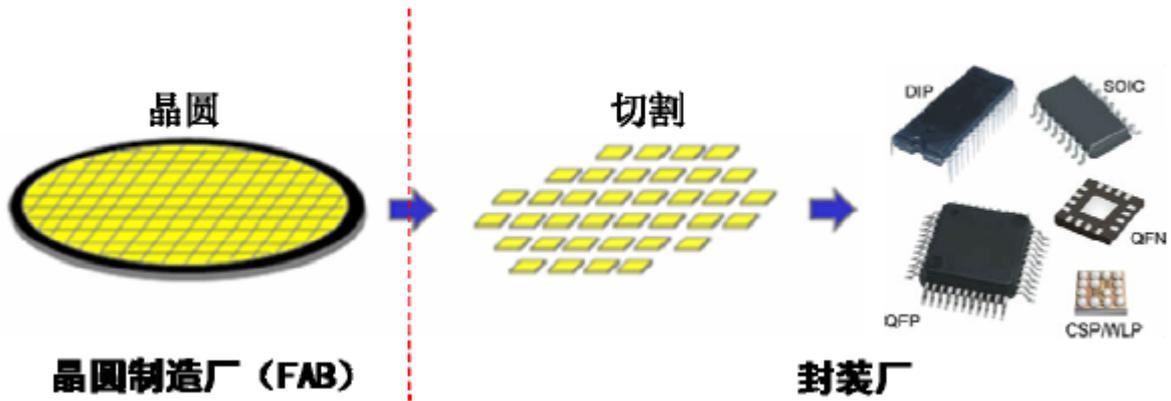
估值及风险提示

- 预计公司 2011-2013 年总营收分别为 1.68、2.25、3.44 亿元, 归属母公司净利润 0.45、0.62、0.9 亿元, 对应 EPS 为 0.53、0.72、1.06 元/股。结合相关公司情况, 给予公司 22-27 倍 PE, 估值区间 11.66-14.31 元。
- 风险提示: 半导体周期波动、原材料价格波动、新产品推广等风险。

半导体化学品多数依赖进口，未来将保持快步成长

- 半导体产品在制造和封装的过程中，需要专门的电子化学品作为配套材料。这些化学品多为高性能、高可靠性、高纯度的配方类化学品，技术含量较高，长期以来为国外企业垄断。为了防止上述产品的核心技术外泄，国外企业实行“技术不扩散”原则，即研发和生产在国外进行，分装和销售在国内进行。这形成了较高的技术壁垒，导致我国半导体领域电子化学品，超过80%依赖进口，目前已经成为国家重点支持的发展对象。

图表1：半导体产业链



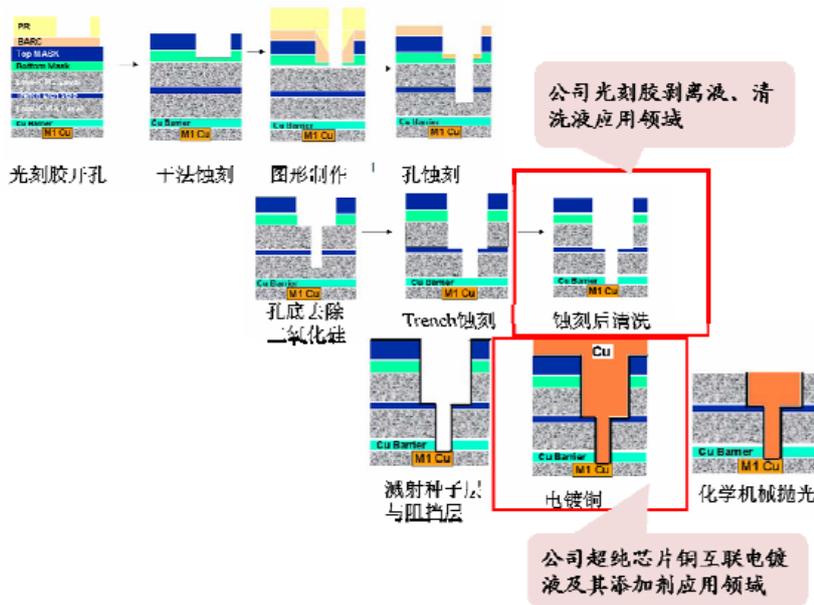
来源：公司招股书、国金证券研究所

图表2：半导体封装表面处理需要使用的化学品

工艺流程	所需化学品	功能
去毛刺	去毛刺溶液	去除引线脚表面残留的封装溢料（毛刺）。
出油	除油剂	去除引线脚表面的有机沾污，保证镀层和基体之间的结合力。
去氧化	去氧化剂	去除引线脚表面的氧化层及其它金属微量杂质，保证镀层和基体之间的结合力。
活化	活化剂	使引线脚表面金属从其无活性状态转变为具有活性状态，增强其可镀性。
电镀	纯锡电镀液、添加剂	利用电解原理在半导体引线脚表面上镀上一薄层锡系金属或合金，从而起到可焊性、导电性、反光性及增进美观等作用。
中和	中和液	在电镀完成后须用中和剂去除其酸液残留，去除添加剂薄膜。
退镀	退镀液	褪去制具上的多余镀层，使制具可以重复使用。

来源：公司招股书、国金证券研究所

图表3: 电子化学品在晶圆制造的应用 (以芯片制造主流技术-芯片铜互连为例)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

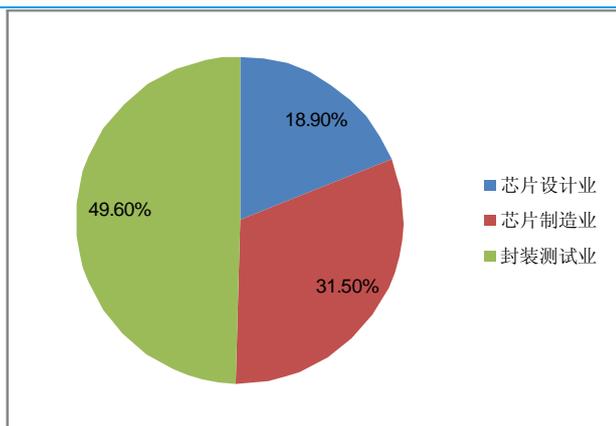
图表4: 国内电子化学品相关的产业政策

产业政策	发布时间	与公司相关的产业政策导向
国家“十二五”发展规划	2011年3月	加快推进国家重大科技专项, 在核心电子器件、极大规模集成电路等领域攻克一批核心关键技术。
《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	2011年1月	为完善集成电路产业链, 对符合条件的集成电路封装、测试、关键专用材料企业以及集成电路专用设备相关企业给予企业所得税优惠。
《高新技术企业认定管理办法》及《国家重点支持的高新技术领域》	2008年4月	电子化学品技术被列为高新技术企业认定过程中国家重点支持的高新技术领域, 其中包括: 集成电路和分离器件用化学品; 高分辨率光刻胶及配套化学品; 先进的封装材料等。

来源: 公司招股书、国金证券研究所

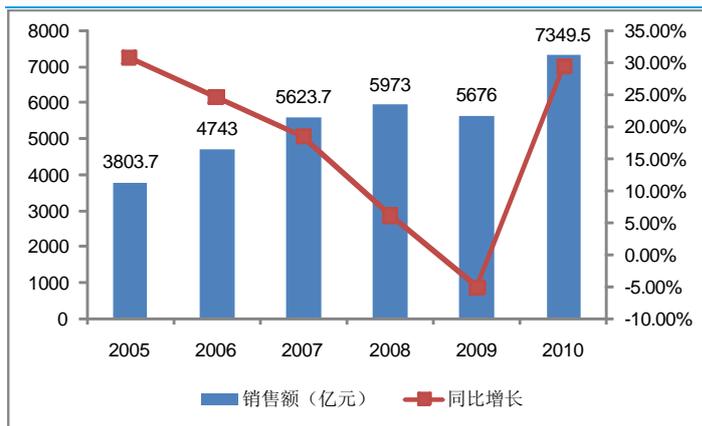
- 2005-2010年, 国内以集成电路为代表的半导体行业实现了年均 14% 的增长 (2010 年销售额 7349.5 亿元), 拉动了半导体化学品的需求以相同速度增长。根据 semi 和中国半导体协会预测, 国内半导体化学品的市场空间约 30 亿元, 其中引线脚表面处理化学品约 6 亿元、晶圆制造化学品 24 亿元 (部分考虑了全球市场, 随着半导体制造产能向中国转移, 相应化学品市场也将转移至国内)。

图表5: 2008年我国集成电路产业结构

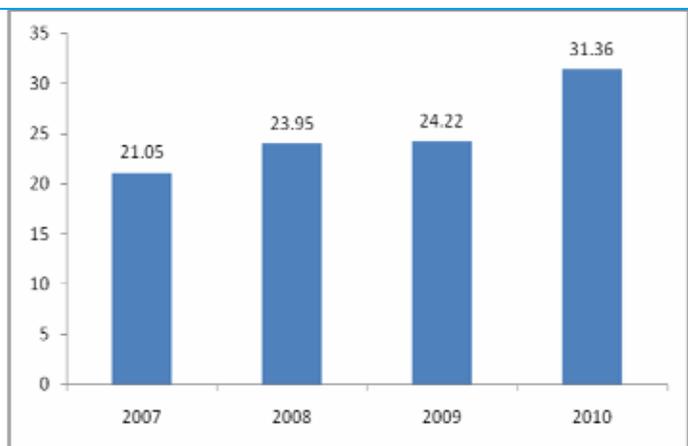


来源: 中国半导体行业协会、国金证券研究所

图表6: 我国集成电路市场规模

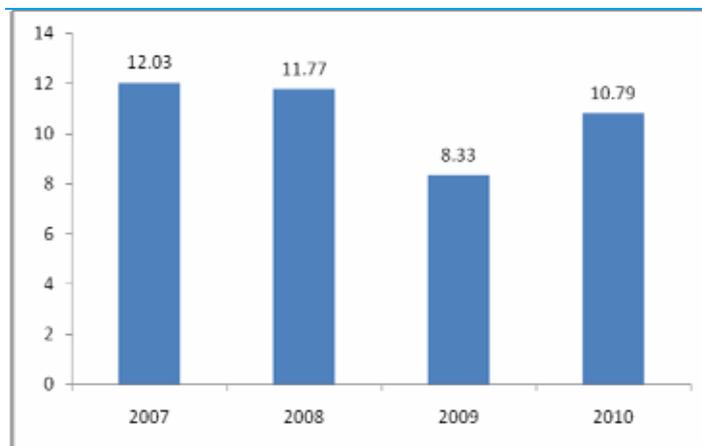


图表7: 我国半导体封装材料市场规模 (亿美元)



来源: semi、国金证券研究所 (2010年数据根据集成电路的增长率估算而得)

图表8: 我国晶圆制造材料市场规模 (亿美元)



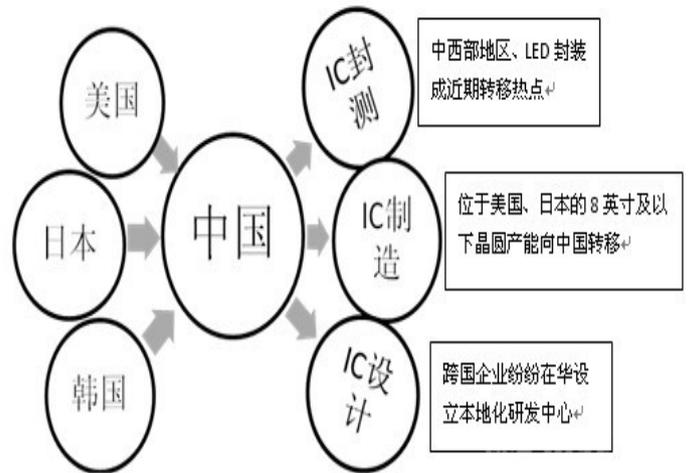
- 未来五年, 我国半导体行业将迎来爆发性成长机会:
 - 智能终端和新型互连网技术引发新一轮的信息技术革命, 物联网、三网合一、智能手机等电子信息应用高潮即将到来。
 - 全球半导体制造产能加速向中国转移。在高端芯片制造领域, 中芯国际等国内代表芯片制造企业加大了资本支出和产能提升力度, 同时上海华力等新的 12 英寸 FAB 厂也在积极筹建, 德州仪器、和舰科技、台积电等外资芯片制造企业看好国内庞大的市场需求, 全球产业布局向国内倾斜。
 - 先进封装技术 (TSV) 的发展。该技术是芯片线宽达到 32nm-22nm 极限后, 进一步提高芯片集成度和性能的主流技术方向, 已用于图像传感器和闪存芯片, 未来有望在逻辑芯片、存储器芯片得到广泛应用。
- 在半导体行业的推动下, 国内半导体化学品的市场规模也将至少实现年均 25% 的增长, 2015 年将达到 100 亿元, 其中引线脚表面处理化学品 10 亿元、晶圆制造化学品 38 亿元、TSV 封装用化学品 52 亿元 (该化学品占 TSV 成本的 34%, 市场空间巨大)。

图表9: 智能终端在家居领域的应用

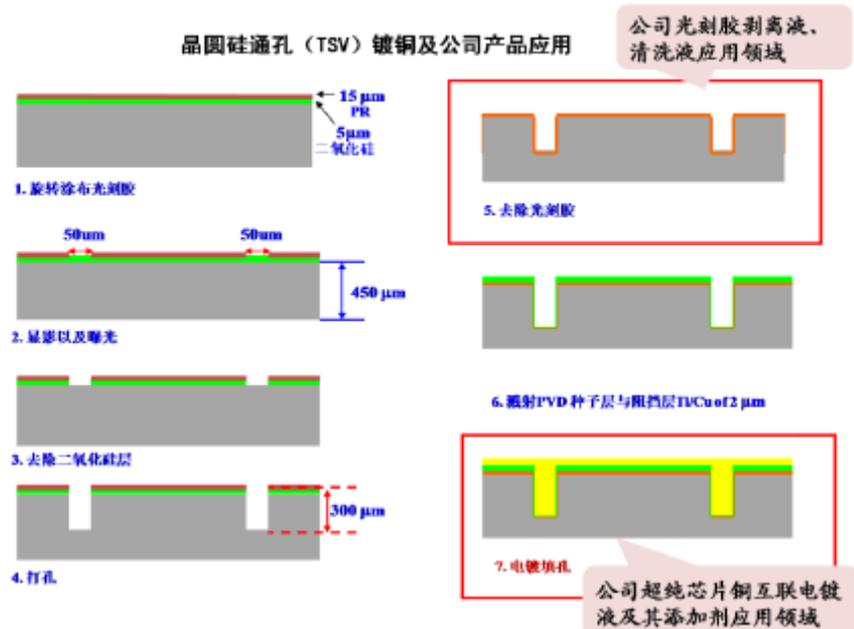


来源: 电子产品信息、国金证券研究所

图表10: 全球半导体差能向中国转移情况



图表11: 半导体化学品在 TSV 领域的应用示意



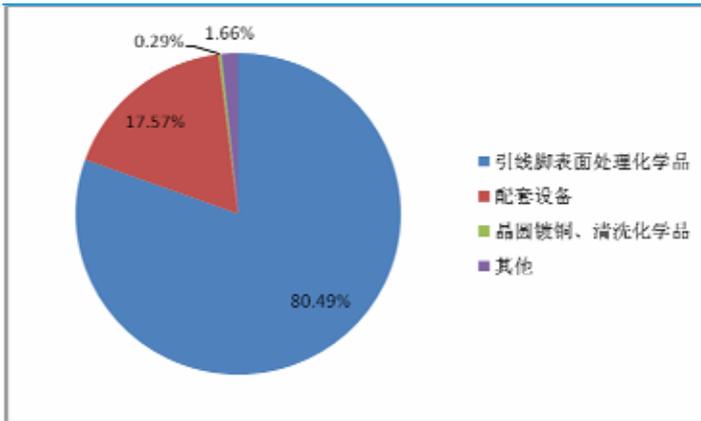
来源: 公司招股书、国金证券研究所

公司是国内半导体化学品的细分行业龙头

率先在半导体封装表面处理化学品领域替代进口，产能位居国内第一

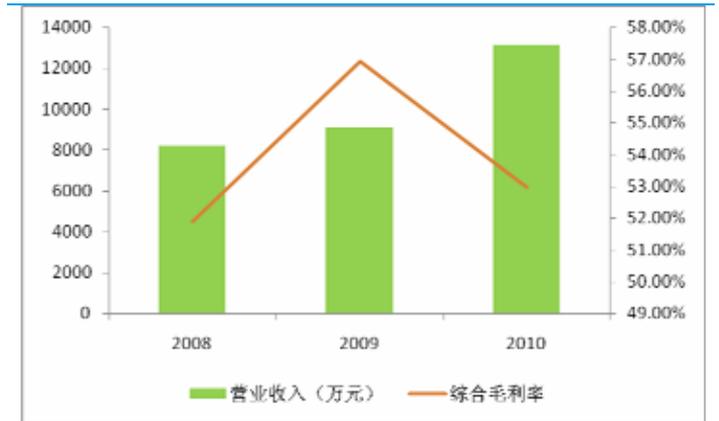
- 公司是国内半导体封装化学品的细分行业龙头，国内率先研发并产业化了引线脚表面处理化学品及配套设备，目前拥有 3000 吨引线脚化学品产能（国内需求 2 万吨，市场占有率 10%），并生产 30 多种配套设备，成功替代进口，位居国内企业第一，与国外企业同台竞技。2008-2010 年，公司引线脚表面处理化学品及配套设备的收入年均复合增长 26.5%，占总营收约 90%，毛利率均在 50%以上，为公司带来了丰厚的盈利。

图表12: 2010年公司主营收入结构



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表13: 公司主营收入及毛利率



图表14: 国内主要集成电路封装企业引线脚表面处理化学品及设备的供应商情况

企业性质	销售收入占比	代表企业	电子化学品供应商	配套设备供应商
内资	19.70%	江苏新潮科技集团有限公司(长电科技母公司)、南通华达微电子集团有限公司(通富微电母公司)、天水华天科技股份有限公司、无锡华润安盛科技有限公司	江苏新潮科技集团有限公司、南通华达微电子集团、天水华天科技股份有限公司以使用公司产品为主; 其他国内企业拥有少量市场份额。	原有高速电镀设备多为进口新加坡 AEM、新加坡 CEM、荷兰 MECO 为主; 高压水喷淋设备以从韩国 jettech 进口为主; 最近 2 年来本公司相关设备产品的市场份额增长较快。
欧美	49.26%	飞思卡尔半导体(中国)有限公司、安靠封装测试(上海)有限公司、上海新康电子有限公司(VISHAY)、深圳赛意法半导体有限公司、英飞凌科技(无锡)有限公司、星科金朋(上海)有限公司、新义半导体(苏州)有限公司等。	美国罗门哈斯占大部分市场份额。日本石原和其他代理商占少部分市场份额。公司产品已开始进入飞思卡尔和上海新康。	原有高速电镀设备多为进口美国 TECHNIC、荷兰 MECO、新加坡 CEM、AEM 为主
日韩	18.74%	上海松下半导体有限公司、瑞萨半导体(北京)有限公司、瑞萨半导体(苏州)有限公司、三星电子(苏州)半导体有限公司、凤凰半导体通讯(苏州)有限公司等。	日本石原占大部分市场份额。美国罗门哈斯和其他代理商占少部分市场份额。	原有高速电镀设备多为进口美国 TECHNIC、荷兰 MECO、新加坡 CEM 为主。
合资	12.30%	日月光封装测试(上海)有限公司、矽品科技(苏州)有限公司、顾中科技(苏州)有限公司、吴江巨丰电子有限公司等	日本石原、美国罗门哈斯各一部分市场份额。公司产品已进入日月光封装测试。	原有高速电镀设备多为进口美国 TECHNIC、荷兰 MECO、新加坡 AEM 为主。

来源: 中国半导体行业封装协会、公司内部资料、国金证券研究所

图表15: 国内主要分立器件封装企业引线脚表面处理化学品及设备的供应商情况

企业性质	产能 (亿只)	代表企业	电子化学品供应商	配套设备供应商
内资企业	890	江苏长电科技股份有限公司、佛山市蓝箭电子有限公司、吉林华微电子股份有限公司、银河半导体控股有限公司、广州华微半导体器件有限公司、天水华天微电子技术有限公司、南通华达微电子集团有限公司等。	本公司占据绝大部分的市场份额。日本石原和国内其他企业占据少部分市场份额。	原有高速电镀设备多为进口新加坡 AEM、新加坡 CEM、荷兰 MECO 为主；高压水喷淋设备以从韩国 jettech 进口为主。最近 2 年来本公司相关设备产品的市场份额增长较快。
合资和独资企业	670	乐山菲尼克斯半导体有限公司、罗姆半导体科技、上海凯虹电子	美国罗门哈斯、日本石原占据大部分市场份额。本公司以及其他代理商占据其他少部分市场份额。	原有高速电镀设备多为进口新加坡 AEM、荷兰 MECO 为主；高压水喷淋设备以从韩国 jettech 进口为主。最近 2 年来，本公司相关设备产品的市场份额增长较快，如上海凯虹电子。

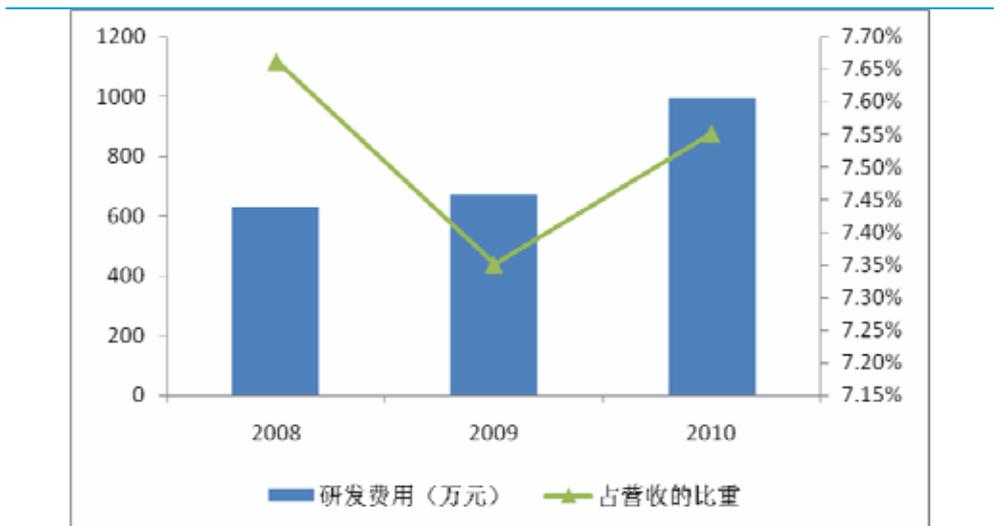
来源：中国半导体行业封装协会、公司内部资料、国金证券研究所

技术和配套服务是公司制胜的关键

■ 公司在半导体封装化学品领域的竞争优势有两点：

- 一是技术优势。国内同行多数缺乏技术实力，只能通过经销、代理方式进入半导体化学品领域。而公司一直以来坚持以技术创新为主导，连年研发费用超过主营收入的 7%，在电子清洗、电子电镀领域积累了丰厚的技术经验。目前公司合计获得国家专利 22 项，正在申请的专利 16 项，技术储备 9 项。2010 年，公司承担了国家 02 重大科技专项-“关键封装设备材料应用工程项目”中的“高度自动电镀线”课题。2011 年 1 月，公司再次获得国家 02 重大科技专项，申报的“65-45nm 芯片铜互连超高纯电镀液及添加剂研发和产业化”获得科技部立项批准。

图表16: 公司研发投入及占主营业务收入的比重



来源：公司招股书、国金证券研究所

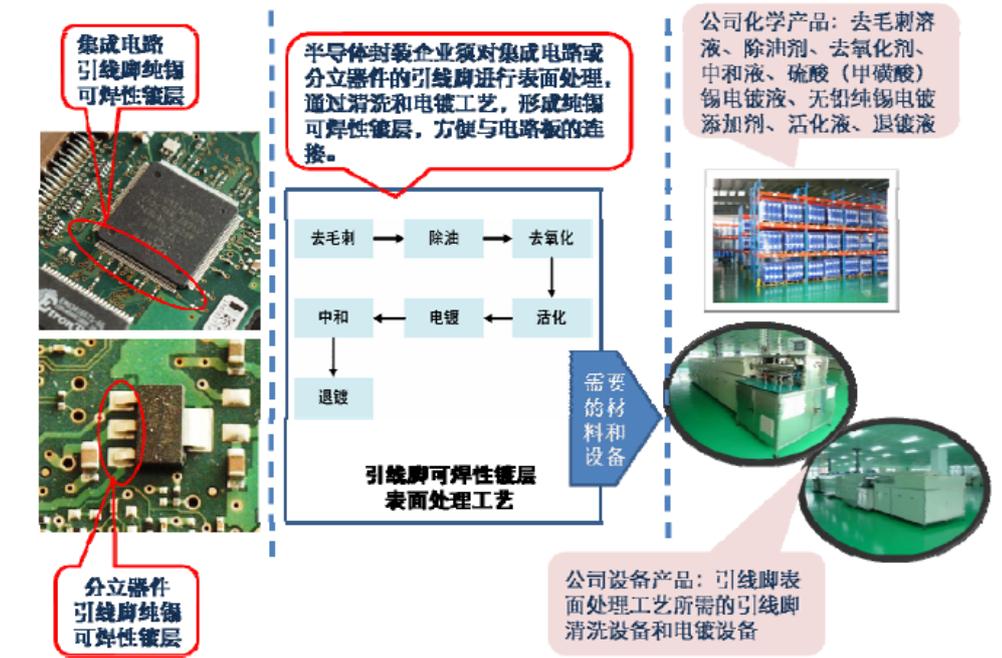
图表17: 公司获得授权专利和在研重大项目一览

专利/项目名称	成果类别	应用领域	在研项目进展阶段
一种无铅纯锡电镀添加剂及其制备方法	发明专利	半导体引线脚表面处理	-
一种集成电路封装后处理用去毛刺溶液	发明专利	半导体引线脚表面处理	-
一种芯片铜互联高纯硫酸铜电镀液的生产方法	发明专利	晶圆电镀	-
半导体封装后道引线框架电镀装置	实用新型专利	半导体引线脚表面处理	-
金属电镀阴极旋转装置	实用新型专利	晶圆电镀	-
晶圆清洗吹干装置	实用新型专利	晶圆电镀	-
先进封装 TSV 电镀铜	在研项目	TSV 微孔填铜的电镀液及电镀添加剂	市场推广
先进封装 bumping 电镀	在研项目	铜柱、铜底层的电镀液及添加剂	市场推广
高纯环氧树脂	在研项目	高纯环氧树脂	中试阶段
晶圆湿制程表面处理设备研发	在研项目	芯片湿制程领域的系列设备	客户试用

来源: 公司招股书、国金证券研究所

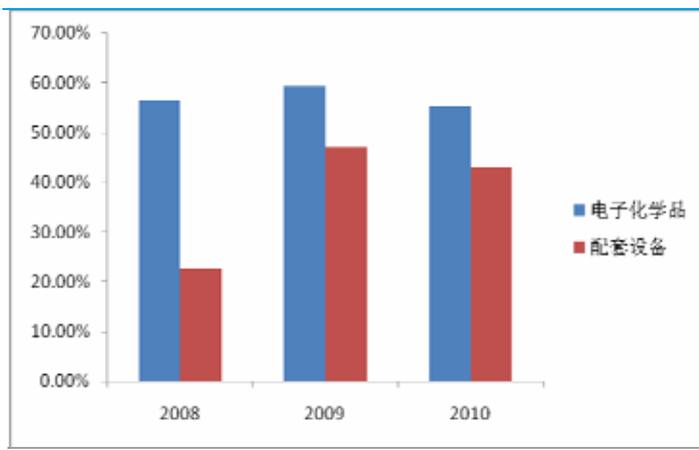
- 二是配套优势, 这一点相比国外竞争对手优势更明显。国外企业很少将电子化学品和相关设备配套销售给客户, 且对国内技术和市场变化的反应周期较长, 无法第一时间为客户解决问题。而公司能够提供产品、设备、工艺、服务一体化整体解决方案, 将设备与产品配套销售(设备占收入的 17%), 这些设备和公司化学产品使用, 不仅构成公司的另一个利润来源(毛利率从 08 年的 22% 上升到 10 年的 43%), 还大幅降低客户的运行成本和风险, 从而促进对化学品的销售; 同时, 公司利用本土化优势, 能够与客户高效互动, 快速反应, 及时充分地满足客户需求。因此, 基于上述配套优势, 公司的市场分额迅速上升, 客户数量已超过 120 家, 并且客户群体已由之前的内资企业发展到台资和外资企业, 进口替代趋势进一步加强。

图表18: 公司在引线脚表面处理领域的一体化整体解决方案



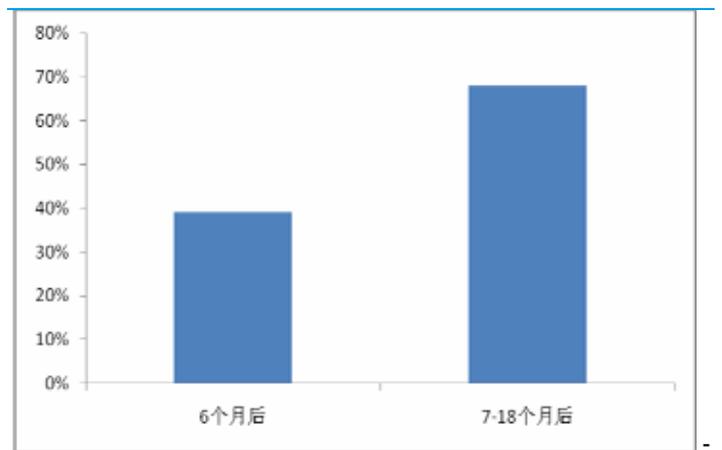
来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表19: 近年来公司分产品毛利率变化趋势



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表20: 设备销售后客户对电子化学品月均采购增速 (增速=当月采购规模/设备销售前)



依托募投项目, 公司未来业绩快速增长

募投项目概述

- 本次募集资金将用于半导体封装化学材料技术改造项目 (新增引线脚表面处理化学品 2600 吨, 晶圆镀铜系列电子化学品 1000 吨)、半导体封装表面处理设备技术改造项目 (新增设备产量 75 台) 和技术中心改造项目。项目预计于 2014 年完全达产, 届时将每年贡献收入 1.65 亿元。

图表21: 募投项目新增收入

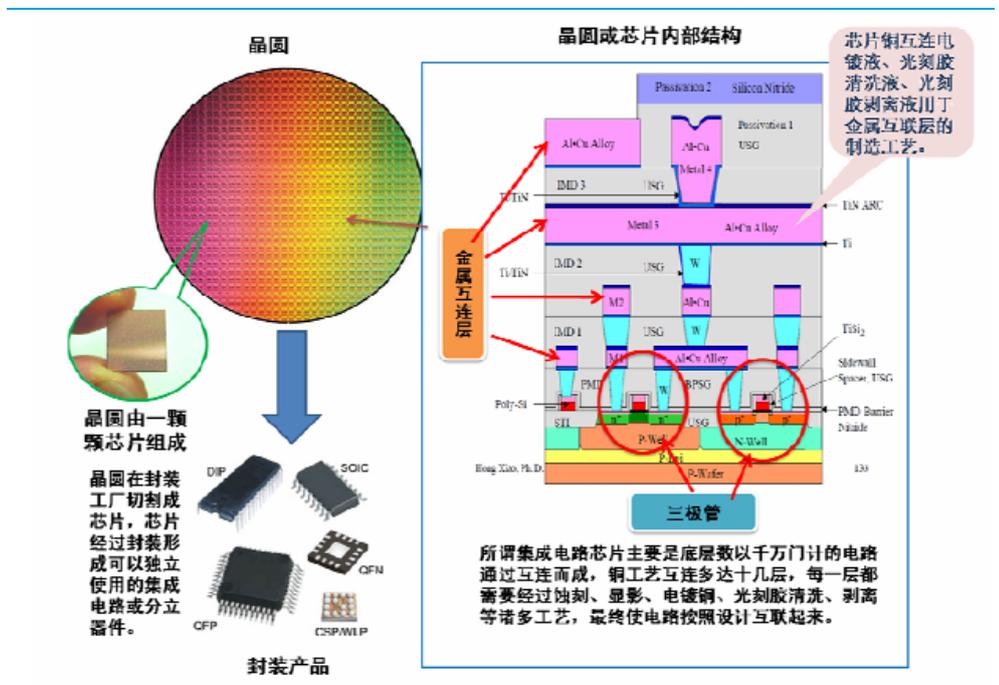
产品名称	产能 (吨/年)	新增销售收入 (万元)
引线脚表面处理电子化学品	2,600	7,722.45
晶圆镀铜、清洗电子化学品	1,000	5,099.89
半导体封装后引线脚电镀生产线	18	1707.2
半导体封装后引线脚去溢料生产线	45	1577.45
晶圆湿制程表面处理设备	12	469
小计	-	16,575.99

来源: 公司招股书、国金证券研究所

进军晶圆制造化学品领域，享受行业高附加值

- 晶圆制造位于半导体封装的上游。与下游封装相比，晶圆制造的技术难度更大，因此对配套化学品的技术要求更严格，相关化学品的单价比封装化学品要高出 8-9 万元。目前，晶圆制造化学品的国内需求基本依赖美国乐斯化学（占全球芯片铜互连电镀液 80%的份额）、杜邦等少数几家公司，严重制约了国内芯片制造业的升级。
- 公司是国内唯一能够生产晶圆电镀、清洗化学品和配套设备的企业，产品包括芯片铜互连电镀液及添加剂（国内需求 700-800 吨）、光刻胶辅助剂（国内市场规模 5 亿元）、晶圆湿制程表面处理设备。其中，芯片铜互连电镀液已经在中芯国际等先进芯片制造企业上线评估，预计今年将拿到订单。随着募投项目逐渐投产，公司将形成 1000 吨晶圆电镀、清洗化学品和 12 台配套设备的年生产能力，未来将复制半导体封装化学品的盈利模式，实现进口替代和高盈利。

图表22: 芯片铜互连电镀液及其添加剂和光刻胶剥离液、清洗液



来源: 公司招股书、国金证券研究所

传统业务继续完成进口替代

- 未来三年，随着募投项目的建成，公司的传统产品引线脚表面处理化学品的产能将由当前的 3000 吨提升至 5600 吨，设备产量由原来的 47 台提升至 110 台，极大解决产能不足问题。并且随着全球半导体封装行业继续向中国转移，公司的引线脚表面处理化学品将进一步提高市占率，完成进口替代。

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；
 - 所得税“两免三减半”优惠到 2012 年停止，之后税率按高新企业的 15% 计算。

图表23: 主要产品销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
引线脚表面处理化学品						
平均售价 (元/吨)	38,223.08	36,580.05	39,567.99	38,000.00	37,000.00	36,000.00
销售数量 (千吨)	1.85	1.98	2.67	3.24	3.60	4.95
销售收入 (百万元)	70.82	72.59	105.80	123.12	133.20	178.20
增长率 (YOY)		2.51%	45.75%	16.37%	8.19%	33.78%
毛利率	56.42%	59.34%	55.13%	54.00%	53.00%	52.00%
晶圆镀铜、清洗化学品						
平均售价 (元/吨)			125,866.67	90,000.00	100,000.00	110,000.00
销售数量 (千吨)			0.00	0.13	0.46	0.93
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.38	11.70	46.00	102.30
增长率 (YOY)					293.16%	122.39%
毛利率	60.00%	65.00%	60.00%	61.00%	62.00%	62.00%
引线脚表面处理设备						
平均售价 (元/件)	421,034.62	420,021.62	491,421.28	490,000.00	510,000.00	500,000.00
销售数量 (千件)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08	0.11
销售收入 (百万元)	10.95	15.54	23.10	29.40	39.78	54.00
增长率 (YOY)		41.97%	48.62%	27.29%	35.31%	35.75%
毛利率	22.55%	45.52%	42.89%	40.00%	41.00%	40.00%
晶圆湿制程设备						
平均售价 (元/件)	0.00	487,200.00	0.00	500,000.00	520,000.00	510,000.00
销售数量 (千件)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
销售收入 (百万元)	0.00	1.95	0.00	1.00	2.60	5.10
增长率 (YOY)					160.00%	96.15%
毛利率		58.29%		55.00%	53.00%	51.00%
其他业务收入						
销售收入 (百万元)	0.38	1.09	2.18	2.80	3.50	4.00
增长率 (YOY)		185.47%	100.22%	28.68%	25.00%	14.29%
毛利率	50.00%	55.00%	50.00%	40.00%	40.00%	40.00%
销售总收入 (百万元)	82.15	91.17	131.46	168.02	225.08	343.60
平均毛利率	51.88%	56.91%	52.91%	51.81%	52.52%	52.94%

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 1.68、2.25、3.44 亿元，归属母公司净利润 0.45、0.62、0.9 亿元，对应 EPS 为 0.53、0.73、1.06 元/股。

相对估值

图表24: 主要参照公司估值水平

股票代码	上市公司	6月 27日 收盘 价	EPS(元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300037	新宙邦	38.63	0.88	1.25	1.75	43.65	30.74	21.89
300019	硅宝科技	17.82	0.42	0.60	0.88	42.95	30.06	20.56
002584	西陇化工	13.74	0.36	0.51	0.70	37.42	26.90	19.52
002371	七星电子	66.28	1.25	1.66	2.33	52.66	39.58	28.20
平均估值						44.17	31.82	22.54

来源：朝阳永续、国金证券研究所

- 行业内尚无一家公司与本公司的业务完全类同，我们选取化工板块中与之较接近的新宙邦、硅宝科技、西陇化工以及与公司设备业务相似的七星电子。根据 2011 年 6 月 27 日的收盘价，上述公司的平均 PE 为 2010 年的 44.17、2011 年的 31.82、2012 年的 22.54。我们给予公司 11 年 22-27 倍 PE，目标价格区间为 11.66-14.31 元。

风险提示

半导体产业周期性波动风险

- 半导体产业具有技术呈周期性发展和市场呈周期性波动的特点。公司主营业务处于半导体产业链的材料和设备支撑行业，其市场需求和全球及国内半导体产业的发展状况息息相关，因此，本公司的业务发展会受到半导体行业周期性波动的影响。

主要原材料价格波动导致毛利率波动的风险

- 公司主导产品电子化学品的原材料主要为纯锡阳极球、 α -吡咯烷酮、甲基磺酸、单乙醇胺等化工原料，生产成本中原料成本所占比例接近 80%。因此，其价格波动对公司产品的整体毛利率影响较大。

新产品市场推广风险

- 公司芯片铜互连电镀液、电镀添加剂等新产品大规模市场销售市场推广面临客户的认证意愿、对公司质量管理能力的认可以及严格的产品认证等不确定因素，存在一定的市场推广风险。

附录：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	82	91	131	168	225	344
增长率		11.0%	44.2%	27.8%	34.0%	52.7%
主营业务成本	-40	-40	-62	-81	-107	-162
%销售收入	48.1%	43.4%	47.1%	48.2%	47.5%	47.1%
毛利	43	52	70	87	118	182
%销售收入	51.9%	56.6%	52.9%	51.8%	52.5%	52.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-5	-5	-6	-9	-11	-18
%销售收入	6.2%	5.2%	4.7%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-17	-17	-24	-31	-42	-65
%销售收入	20.4%	18.3%	18.5%	18.5%	18.7%	18.9%
息税前利润 (EBIT)	21	30	39	47	65	99
%销售收入	25.2%	33.0%	29.7%	28.2%	28.7%	28.9%
财务费用	-1	-1	-1	3	5	6
%销售收入	1.3%	0.7%	0.5%	-1.6%	-2.1%	-1.6%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
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	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	29	38	50	69	105
营业利润率	24.0%	31.9%	28.7%	29.8%	30.8%	30.5%
营业外收支	0	0	3	1	1	1
税前利润	20	29	41	51	70	106
利润率	24.2%	31.9%	30.9%	30.4%	31.3%	30.8%
所得税	0	0	-5	-6	-9	-16
所得税率	0.4%	-0.3%	11.6%	12.5%	12.5%	15.0%
净利润	20	29	36	45	62	90
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	29	36	45	62	90
净利率	23.8%	31.8%	27.3%	26.6%	27.4%	26.2%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	20	29	36	45	62	90
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	6	5	10	14
非经营收益	1	0	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-11	-4	-4	-4	-13	-26
经营活动现金净流	13	30	38	45	58	76
资本开支	-8	-10	-3	-81	-76	1
投资	20	-3	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	12	-13	-4	-81	-76	1
股权募资	0	0	0	236	3	5
债权募资	4	-6	-5	-10	0	0
其他	-17	-12	-7	0	0	0
筹资活动现金净流	-13	-18	-12	226	3	5
现金净流量	12	-2	23	190	-15	82

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	30	28	50	240	225	307
应收款项	29	42	44	52	69	105
存货	14	11	15	17	22	33
其他流动资产	0	1	1	1	1	2
流动资产	74	81	110	310	318	448
%总资产	61.2%	60.7%	68.4%	70.9%	62.0%	71.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	36	42	41	117	185	171
%总资产	29.8%	31.2%	25.1%	26.8%	36.0%	27.2%
无形资产	11	11	10	10	10	10
非流动资产	47	53	51	128	195	181
%总资产	38.8%	39.3%	31.6%	29.1%	38.0%	28.8%
资产总计	120	134	161	438	513	629
短期借款	21	15	10	0	0	0
应付款项	12	17	22	26	34	51
其他流动负债	4	5	5	6	8	13
流动负债	38	37	37	32	42	64
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	6	6	6	6
负债	38	37	43	38	49	70
普通股股东权益	82	96	118	399	464	559
少数股东权益	1	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	120	134	161	438	513	629

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.230	0.341	0.422	0.525	0.723	1.056
每股净资产	1.308	1.512	1.858	4.687	5.446	6.558
每股经营现金净流	0.209	0.465	0.601	0.529	0.677	0.895
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.95%	30.16%	30.36%	11.20%	13.28%	16.10%
总资产收益率	16.24%	21.66%	22.25%	10.22%	12.02%	14.30%
投入资本收益率	19.83%	26.87%	26.87%	10.38%	12.17%	15.10%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	10.99%	44.18%	27.82%	33.96%	52.66%
EBIT增长率	N/A	45.45%	29.64%	21.37%	36.22%	53.83%
净利润增长率	N/A	48.39%	23.69%	24.49%	37.76%	46.01%
总资产增长率	N/A	11.26%	20.40%	171.10%	17.14%	22.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	88.3	77.1	77.1	77.1	77.1
存货周转天数	66.6	115.3	76.4	76.0	75.0	74.0
应付账款周转天数	40.0	110.3	102.1	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	150.9	167.6	112.3	179.7	285.6	181.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.47%	-13.15%	-34.16%	-60.23%	-48.55%	-55.01%
EBIT利息保障倍数	19.4	44.3	54.5	-17.7	-13.4	-18.0
资产负债率	31.15%	27.33%	26.70%	8.75%	9.49%	11.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室