

利亚德 (300296.SZ) 器件行业

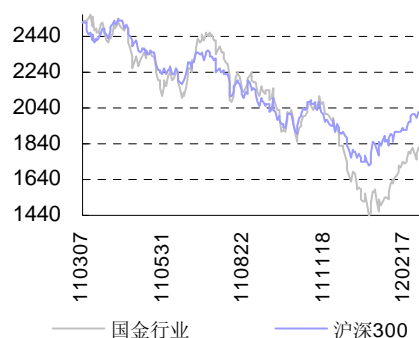
新股研究

上市定价 (人民币): 16.00 元
 目标价格 (人民币): 18.00-23.75 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)	16.00
发行 A 股数量(百万股)	25.00
总股本(百万股)	75.00
国金器件指数	1831.97
沪深 300 指数	2621.05



公司基本情况 (人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股盈利 (元)	0.56	0.75	0.71	0.94	1.15
每股净资产 (元)	2.60	3.35	6.84	7.60	8.61
每股经营性现金 (元)	0.12	0.16	1.25	0.69	1.00
市盈率 (倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化平均市盈率 (倍)	65.45	44.94	44.94	44.94	44.94
净利润增长率	111%	35%	27%	32%	22%
净资产收益率	21%	22%	10%	12%	13%
发行股数 (百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **LED 显示屏实现了 LED 产业的初期繁荣, 未来将保持较快增速。**由于 LED 显示的主要技术为红黄光技术, 最早成熟, 同时政府和商用采购对价格不敏感, 因而推动了 LED 显示屏行业的快速发展, 实现了 LED 产业的初期繁荣。随着技术的创新带来的显示效果和节能降耗的提升, 以及奥运会和上海世博会等重大工程的牵引, 引导 led 显示屏的使用走出专业领域, 为全社会所广泛认知所形成的推广、展示效应, 同时 LED 灯价下降带来 LED 显示屏价格下降, 将合力推动 LED 显示未来几年的快速发展, 而目前 LED 大屏幕显示渗透率还很低, 预计未来 3-5 年将保持 15% 左右增速。
- **公司在 LED 显示屏领域研发实力强、综合资质突出、品牌影响力高。**公司既是 LED 显示屏制造商, 也是 LED 显示整体解决方案供应商。业务主要包含 LED 全彩显示屏、LED 系统显示、LED 创意显示产品, 掌握多项 LED 全彩显示屏产品核心技术, 并拥有多项行业内极少数公司所有综合资质; 拥有丰富的行业经验, 参与多项行业国家标准的制定, 并承建了北京奥运会开幕式地屏画卷、梦幻五环、国庆 50 周年庆典游行彩车显示屏、国庆 60 周年天安门广场显示屏、天安门广场纪念碑西侧条形屏等项目, 为公司建立了强大的品牌影响力; 同时公司在全国建立营销网络, 形成支撑公司快速成长的直销与渠道相结合的灵活营销方式。

盈利预测和估值

- 预测 2012~2014 年公司实现净利润 71.00、99.00 和 115.00 百万元, 同比分别增长 27%、31% 和 22%, EPS 分别为 0.95、1.25 和 1.52 元。
- 综合考虑所处行业的发展前景、公司的行业竞争地位、以及公司超 30% 的收入增长速度, 给予公司 2012 年 19-25 倍市盈率, 对应股价为 18.00-23.75 元。

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

沈建锋 联系人
 (8621)61357589
 shenjfb@gjzq.com.cn

高诗 联系人
 (8621)60893120
 gaoshi@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	4
公司产品	4
股权结构	4
LED 显示行业实现了 LED 行业的初期繁荣，未来维持较快增长	4
符合节能减排主旋律	4
LED 显示市场巨大，未来保持较快增长	5
LED 显示市场格局和推动力分析	6
区域化分布明显，行业集中度不断提升	6
技术创新、价格下降以及政策扶持共同推动 LED 显示行业的快速发展	7
技术实力强、品牌优势突出、全国营销网络布局奠定公司领先地位 ..	8
公司是国内多项国家行业标准的制定者	8
公司研发实力强、综合资质突出、代表性项目造就公司强大的品牌影响力 ..	8
全国性行销网络布局和国际业务发展快速打开成长空间	9
毛利率和期间费用分析	9
公司毛利率、净利率将保持稳定	9
盈利预测与估值	10
盈利预测	10
估值	10
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1: 公司主要项目展示—北京奥运会梦幻五环.....	4
图表 2: 公司主要项目展示—北京奥运会开幕式地屏画卷.....	4
图表 3: 公司上市前股权结构图	4
图表 4: 单瓦 LED 芯片价格预测	5
图表 5: LED 仪表灯	6
图表 6: LED 交通灯	6
图表 7: 单瓦 LED 芯片价格预测	8
图表 8: 公司主营收入区域分布图	9
图表 9: 公司的期间费用率.....	10
图表 10: 国内外同类上市公司估值情况.....	11
图表 11: 公司各产品收入和毛利率预测.....	11

公司概况

公司产品

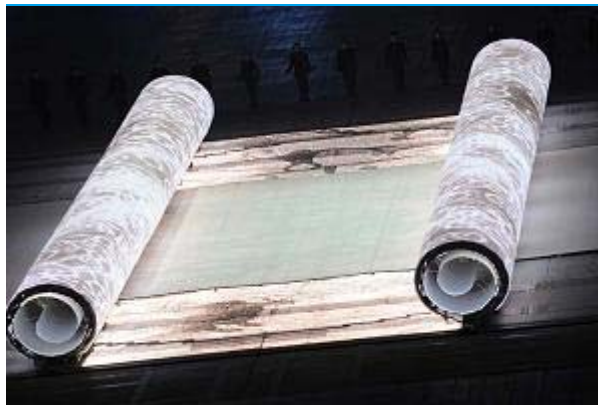
公司成立于 1995 年，是国内领先的 LED 显示屏制造商，主营 LED 全彩显示屏、LED 系统显示产品以及 LED 创意显示产品，并拥有多项资质，致力于为客户提供高效、节能、可靠的 LED 应用产品和解决方案。公司承接的北京奥运会开幕式地屏画卷、梦幻五环、国庆 50 周年庆典游行彩车显示屏、国庆 60 周年天安门广场显示屏、天安门广场纪念碑西侧条形屏等项目，为公司建立了强大的品牌影响力，是公司未来核心竞争力之一。

图表1: 公司主要项目展示—北京奥运会梦幻五环



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表2: 公司主要项目展示—北京奥运会开幕式地屏画卷

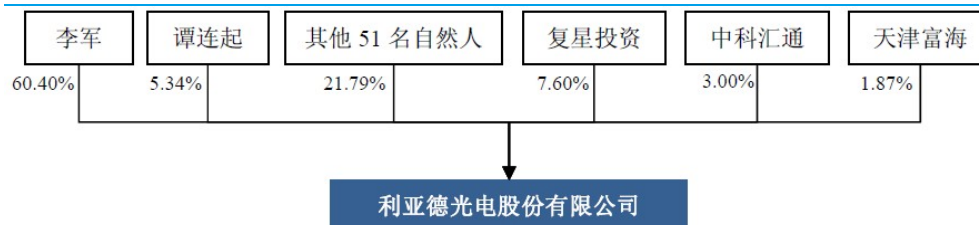


来源：招股说明书，国金证券研究所

股权结构

- 发行前公司总股本为 7500 万股，董事长李军持有公司 60.4% 的股权，为公司实际控制人。本次公司拟公开发行 2500 万股普通股，占发行后总股本的 25%。

图表3: 公司上市前股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

LED 显示行业实现了 LED 行业的初期繁荣，未来维持较快增长

符合节能减排主旋律

- LED 照明相比传统光源更为节能，而且无污染（详见附件）。LED 灯比白炽灯节能 80%，比荧光灯节能 50%；同时 LED 不添加钨、汞、惰性气体，光线基本无辐射，属于绿色照明光源，因此是解决当前能源危机、温室效应和生态环境恶化的重要节能环保手段。
- LED 节能明显，于光谱集中于可见光波段，发光效率可达 80%~90%，而且热能浪费少。而用于显示领域将较传统显示屏能耗减少 40-50%，并有较长使用寿命。

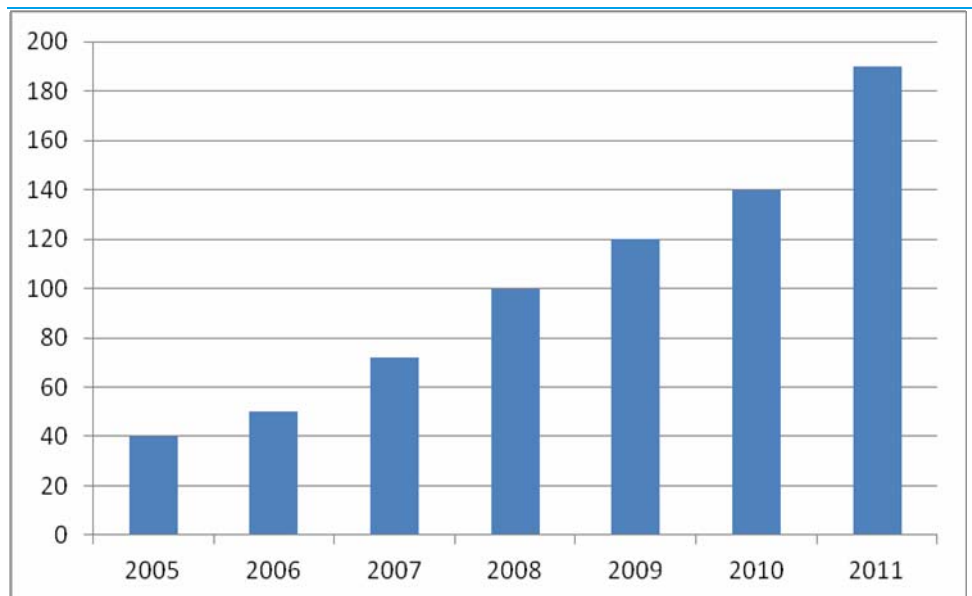
- LED 具有出光效率高、工作寿命长、光衰速度慢、显色性能佳、色温丰富、色彩纯厚、无有害射线、工作电压低、调控容易、体积小巧、耐震性能好、开关响应时间短、材料环保等显著特点，因而用于显示领域将较传统显示屏更便于使用、调试、维护。

LED 显示市场巨大，未来保持较快增长

LED 显示包括 LED 显示屏、LED 指示和 LED 电视、三部分。LED 显示屏带来了 LED 行业早期应用的繁荣，未来将持续保持 15% 左右增速；LED 指示主要应用在仪器仪表指示灯和交通灯上，渗透率已经很高，未来增速将趋于平缓；而 LED 电视采用了主动发光技术，有别于目前 LED 主流 OLED 背光技术，其发展前景还有待观察。

- LED 显示屏推动了 LED 行业发展的初期繁荣，主要由于 LED 显示的主要技术红黄光最早成熟，同时政府和商用采购对价格的不敏感，合力推动了 LED 显示屏行业的快速发展。随着技术的创新带来的显示效果和节能降耗的提升，奥运会和上海世博会等重大工程的牵引，引导 led 显示屏的使用走出专业领域，为全社会所广泛认知所形成的推广、展示效应，LED 灯价格的降低带来 LED 显示屏价格的下降，同时目前 LED 大屏幕显示渗透率还很低，因而预计未来 3-5 年 LED 显示未来几年的快速发展，年均 15% 左右增速。
 - 其中，LED 全彩显示屏增速更快，将达 30% 左右年均增速。LED 显示屏先后经历了单双色文字屏、双基色视频屏、全彩色视频屏、高清视频屏等几个阶段，近几年，LED 全彩显示屏凭借低耗、节能、亮度高、显示效果优异等综合优势，正快速取代灯箱、霓虹灯和磁翻板等传统户外媒体，以及单、双色 LED 显示屏。
 - 未来各类大型户外媒体、广告、体育场馆、公共交通、大型剧院、展会、演唱会等领域对全彩显示屏的应用需求将持续高速增长，市场潜力巨大。根据中国光学光电子行业协会的预计，2010 年至 2013 年中国 LED 全彩显示屏市场年均增长率将稳定在 30% 左右，到 2013 年，中国 LED 全彩显示屏市场规模预计达到 187.93 亿元，占中国 LED 显示屏市场规模的约 50%。

图表4：单瓦 LED 芯片价格预测



来源：公开资料，国金证券研究所

- LED 指示灯是 LED 应用行业的最初发展的应用产品，即为 LED 在仪器仪表指示性照明，随后扩展到交通信号灯，因而 LED 指示灯目前渗透率已经很高，未来将增速较为缓慢。

图表5: LED 仪表灯



来源：公开资料，国金证券研究所

图表6: LED 交通灯



来源：公开资料，国金证券研究所

- LED 电视发展路径有别于目前主流的 LED 背光面板技术，在显示效果和成本上无优势，未来的市场开拓程度有待观察：LED 电视未来生存空间来自于取代大尺寸 LED 背光电视，但要取代，则需要显示效果和成本上均有优势，虽然 LED 电视采用的自发光显示面板其在清晰度、无视角问题、高亮度等方面优于 LED 背光电视，但由于 LED 电视采用 LED 发光组件直接发光显示，LED 灯泡的损坏将直接增加 LED 电视的盲点，从而显示效果受损，而 LED 背光源电视的盲点数在出厂时便已确定，一般小于 4 个，因而显示效果次于 LED 背光电视；同时，LED 电视在成本上也无优势，随着 8.5 代线的投产，108 寸液晶面板将下降至 10 万元以下，而公司屏幕成本受制于 LED 灯泡的价格，目前成本近 30w 左右，远高于 8.5 代线投产后 108 寸液晶面板价格，因此 LED 电视未来市场开拓状况有待观察。

LED 显示市场格局和推动力分析

区域化分布明显，行业集中度不断提升

由于 led 显示行业大多采用技术已成熟的红黄 LED 灯，而国内企业享有渠道与成本优势，因而国外知名照明企业 GE、Osram、Philips 依然在 LED 照明设计专利、生产技术、产品品质上领先，但本土企业依靠国内政府补贴、招标等政策扶持，以及劳动力成本、销售渠道等优势可与国际品牌一较高下。

- 目前 LED 显示市场主要由国内企业占据，企业地域化分布明显，主要集中在华南和华东地区，其中尤以华南地区的深圳为代表，成为我国 LED 显示应用行业的主要基地，并各自以根据地为中心发展业务，销售覆盖范围地域化分割明显。
- LED 显示行业集中度不断提升，中小企业竞争激烈，大企业情况较好：2008 年 LED 显示应用行业内销售额上亿元的企业有 25 家；2009 年全国有 27 家企业的 LED 显示应用产品销售额超过亿元，有 11 家企业的销售额超过 2 亿元，有 6 家企业销售额超过 3 亿元，至少有 3 家企业的销售额达到了 4 亿元以上。27 家销售额亿元以上企业 2009 年度的销售额总计达到了 58.84 亿元，占到统计企业总销售额的 62.2%，也占到了全国销售额的 42.3%；2010 年销售额过亿元的企业数目达到了 33 家，其中 16 家

企业的销售额超过 2 亿元，销售额超过 5 亿元的企业也有了 4~5 家，占全国销售额提升到 45% 以上。由于市场集中度的不断提升，留给大量中小企业越来越小的生存空间，中小订单上市场价格竞争激烈，而大厂商凭借技术储备、品牌优势和销售渠道布局获取大订单保证盈利情况，将形成良性循环。

技术创新、价格下降及政策扶持共同推动 LED 显示行业的快速发展

- 优秀的显示效果和价格是推动 LED 显示屏从政府采购到商业化普及的核心动力，应用领域的技术创新以及在 Haitz 定律的推动下，显示效果、LED 光效提升、价格下跌提升以及使 LED 全彩显示屏商业化普及成为必然趋势。
 - LED 显示行业的发展来自于 LED 显示技术的创新，产品的创新带动了运营商在 LED 显示屏上的投资力度，进而市场快速发展。
 - 2010 年，行业内产品技术创新不断提升，上海世博会、广州亚运会等重点工程应用多项新技术，取得了优良的效果。传统显示屏技术趋于成熟，产品可靠性和工艺水平得到明显改进和完善，逐步标准化。高清晰度、色彩还原、逐点校正等高技术含量产品发展迅速。全彩色室内外显示屏得到广泛应用，室外高清晰度全彩表贴技术产品日趋成熟。
 - 企业作为创新主体，对推动行业技术进步发挥着主导的作用。2010 年，深圳雷曼光电研发高对比度 LED 显示屏专用 SMD 技术并向市场推出“黑美人”系列显示屏专用 LED 器件，有效提升了显示效果；深圳洲明公司对传统的 LED 显示灯管供电技术进行改进，形成了全彩 LED 显示屏供电节能创新技术；上海大晨光电将 LED 显示技术与建筑技术有机结合，研发了通透式 LED 显示屏，成为上海世博中心的亮点；北京世纪澄通公司为上海世博会铁道馆制作的“和谐之环”，采用双层环型 LED 显示屏，对 LED 显示、结构设计等进行了集成创新。
- 同时，在 Haitz 定律的推动下，LED 光效提升和价格下跌使 LED 灯价格大幅下降，而 LED 灯占据显示屏原材料成本超过 40% 比例，因而 LED 显示屏成本大幅下降，带动价格的下降，进一步推动了 LED 显示屏渗透率的提升。
 - Haitz 定律是由安捷伦前任技术科学家 rolandhaitz 提出的，是指 LED 成本大约每 18 个月降低一半，亮度每 24 个月可提升一倍，而每 10 年单位价格将降低 90%，功率输出则提高 20 倍。
 - 从国际市场的 LED 灯泡价格趋势来看，取代传统 40 瓦白炽灯泡亮度规格的 LED 灯泡均价在 2011 年以来呈现持续稳定下滑的态势，1 月国际市场平均零售价已达到 10 美元，集邦科技预计 2012 年 LED 产业的平均售价格仍将有 20% 以上的跌幅，促使 LED 照明市场接受度不断提高。
 - 而在光效方面，随着 LED 芯片技术的不断提高，LED 发光效率取得显著提升，如 Cree 等 LED 巨头，其试验阶段的白光 LED 发光效率已达 208lm/w，可较目前水平提升 25% 以上，LED 光效的快速提升也将使单位流明的价格显著下降。

图表7: 单瓦LED芯片价格预测



来源: 公开资料, 国金证券研究所

技术实力强、品牌优势突出、全国营销网络布局奠定公司领先地位

公司是国内多项国家行业标准的制定者

公司是中国光学光电子行业协会发光二极管分会常务理事单位、中国照明电器协会半导体照明专业委员会副主任单位, 参与制定了 8 项国家及行业标准的, 其中 4 项国家标准。并荣获多项国家和科技部办法的荣誉奖励。

公司研发实力强、综合资质突出、代表性项目造就公司强大的品牌影响力

公司在 LED 显示行业的自主研发取得重大突破, 在像素共享技术、非线性矫正技术、单点亮度和色度校正技术、高等级防护工艺技术等多个 LED 显示关键技术领域达到行业最高水平; 同时公司综合技术实力突出, 拥有多项资质: 计算机系统集成资质、城市及道路照明工程专业承包资质等; 其承接的北京奥运会开幕式地屏画卷、梦幻五环、国庆 50 周年庆典游行彩车显示屏、国庆 60 周年天安门广场显示屏、天安门广场纪念碑西侧条形屏等项目, 为公司建立了强大的品牌影响力, 是公司未来核心竞争力之一。

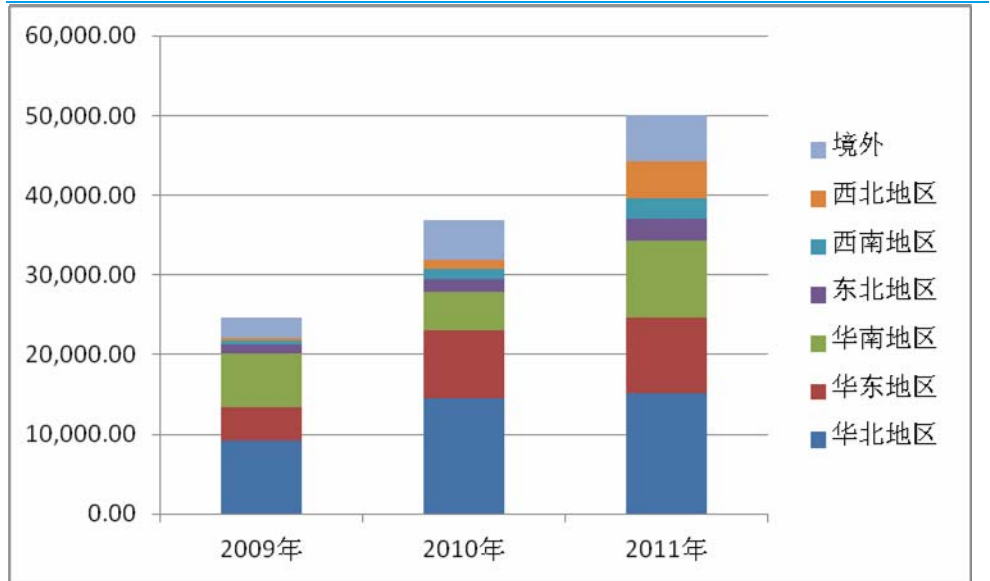
- 公司拥有近百人的研发团队, 其核心技术人员为 LED 显示应用领域行业领军人物。公司已获授权和正在申请的专利共 121 项, 在 LED 显示屏关键技术上, 掌握了像素共享技术、非线性校正技术、单点亮度和色度校正技术、系统控制技术, 成为公司 LED 全彩显示产品销售的快速增长的核心动力, 2009-2011 年, LED 全彩显示屏销售额年均增速达 50% 以上。
- 同时, 公司是少数具备多项资质的 LED 应用厂商, 如计算机系统集成资质、城市及道路照明工程专业承包资质、钢结构工程专业承包资质和电子工程专业承包资质, 这是公司成为行业内领先的 LED 显示整体解决方案供应商的重要基础。
- 公司产品相继通过了美国 FCC 认证、欧盟的 CE 认证、美国保险商实验室公司的 UL 认证和美国 ETL 测试实验室公司的 ETL 认证、欧盟 ROHS 环保认证标准、中国质量认证中心的 3C 认证, 成为行业内通过认证最多的企业之一, 从而建立了品质可靠稳定的品牌形象。
- 持续创新的研发技术、强大的综合实力以及可靠的产品质量和优异的性能, 帮助公司成功承接了多项大型项目, 如本公司承建了 2008 年北京奥运会、国庆 50 周年庆典、国庆 60 周年庆典、2010 年上海世博会、中央电视台春节联欢晚会、全运会、北京首都国际机场 T3 航站楼、北京三大

火车站、北辰购物中心等一批具有广泛影响力的 LED 应用项目，为公司建立了强大的品牌影响力，是公司核心竞争力之一。

全国性营销网络布局和国际业务发展快速打开成长空间

- 由于 LED 显示行业地域分布明显，各省市市场的进入、占领成为行业内公司未来成长的主要方式。公司已经在全国 20 多个主要城市设立营销服务网点，以便为客户提供便捷的售后服务。同时，公司采用直销和渠道相结合的灵活销售模式，2010 年以来，本公司加大了渠道客户的开发力度，以现有营销服务网点和客户为基础，大力发展各地代理商，有利于公司进一步提高市场占有率。

图表8: 公司主营收入区域分布图



来源：招股说明书，国金证券研究所

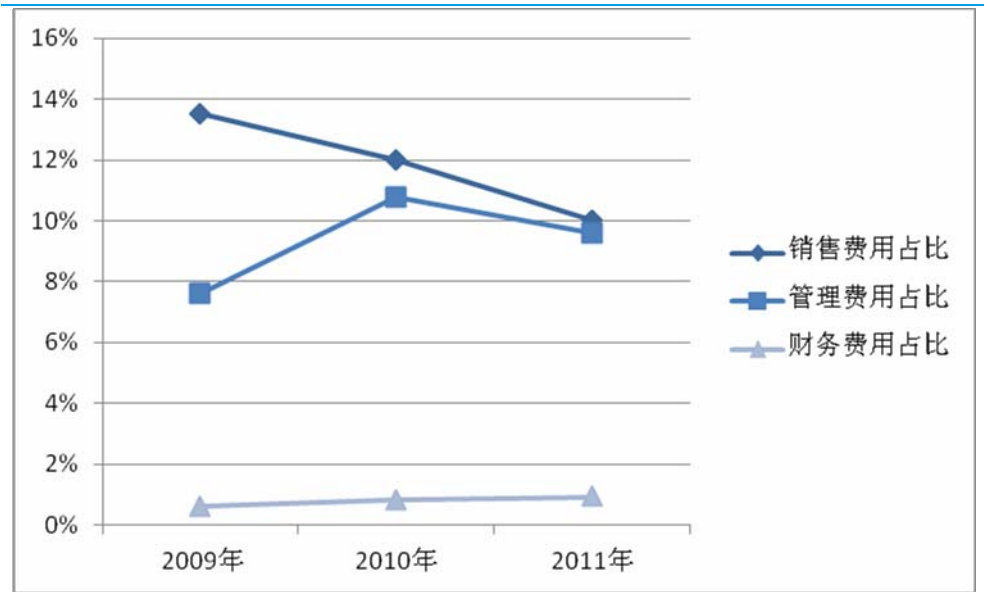
毛利率和期间费用分析

公司毛利率、净利率将保持稳定

公司毛利率将保持稳定，费用率有望下降

- 由于 LED 灯为主要原材料，价格下跌较快，因而面对产品价格下降、劳动力成本上升、以及短期新增固定折旧增加的压力，公司仍将保持较为稳定毛利率。
- 公司的三大费用主要以管理费用和营业费用为主，管理费用和销售费用增速低于应收增速，因而占比逐年下降，财务费用率低，对公司损益影响不大，预计净利率将保持稳定。

图表9: 公司的期间费用率



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 凭借在全彩显示屏上的技术优势与强大的品牌影响力以及全国营销网点的布局, 公司有望在全彩显示屏销售上继续保持快速增长。
- 公司未来毛利率将保持稳定, 管理费用率和销售费用率增速低于主营业务增速, 同时募集资金到位有望带来财务费用的减少。
- 预测 2012~2014 年公司实现净利润 71.00、99.00 和 115.00 百万元, 同比分别增长 27%、31%和 22%, EPS 分别为 0.95、1.25 和 1.52 元。

估值: 我们给予 18-23.75 元目标价, 相当于 2012 年 19-25 倍市盈率。

- 综合考虑所处行业的发展前景、公司的行业竞争地位、以及公司超 30% 的收入增长速度, 给予公司 2012 年 19-25 倍市盈率, 对应股价为 18.00-23.75 元。

图表10: 国内外同类上市公司估值情况

证券名称	收盘价 (元)	EPS一致性预测				PE				PB	总股本 (百万 股)
		2011A	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E			
300269	联建光电	19.55	0.77	1.07	1.43	1.60	18.34	13.68	12.22	1.64	73.58
002638	勤上光电	31.20	0.65	0.92	1.23	1.45	33.86	25.30	21.52	2.98	187.34
002587	奥拓电子	16.58	0.70	0.94	1.16	1.35	17.58	14.25	12.28	2.83	84.00
300232	洲明科技	17.35	0.99	1.29	1.73	2.20	13.49	10.03	7.89	2.51	77.72
002449	国星光电	18.12	0.66	0.92	0.98	1.14	19.63	18.53	15.89	1.87	215.00
300219	鸿利光电	18.71	0.62	0.83	1.08	1.21	22.62	17.29	15.46	3.26	122.73

来源: 国金证券研究所整理; 各个公司年报

图表11: 公司各产品收入和毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
全彩显示产品						
收入(百万)	165.00	264.78	374.00	499.74	673.91	887.87
增长率		60%	41%	34%	35%	32%
毛利率	24%	34%	31%	30%	30%	30%
毛利	39.74	89.80	114.08	149.92	202.17	266.36
占销售收入总额比	76%	73%	76%	77%	78%	80%
系统显示产品						
收入(百万)	37.91	65.48	72.88	88.54	105.90	125.28
增长率		73%	11%	22%	20%	18%
毛利率	29%	34%	32%	30%	29%	28%
毛利	10.81	22.34	23.57	26.56	30.71	35.08
占销售收入总额比	18%	18%	15%	14%	12%	11%
创意显示产品						
收入(百万)	7.35	28.24	43.75	52.07	61.96	73.73
增长率		284%	55%	19%	19%	19%
毛利率	40%	45%	40%	40%	39%	38%
毛利	2.93	12.71	17.59	20.83	24.16	28.02
占销售收入总额比	3%	8%	9%	8%	7%	7%
背光照明产品						
收入(百万)	6.35	2.21	3.40	6.80	11.29	15.11
增长率		-65%	54%	100%	66%	34%
毛利率	25%	24%	25%	24%	23%	23%
毛利	1.58	0.53	0.86	1.63	2.60	3.48
占销售收入总额比	2.93%	0.61%	0.69%	1.04%	1.31%	1.36%
其他业务收入(百万)				5	7	10
其他业务毛利(百万)				1.5	2.1	3
销售总收入(百万元)	216.60	360.71	494.03	652.16	860.05	1,111.99
销售总毛利(百万元)	55.06	125.38	156.10	200.45	261.74	335.93

来源: 国金证券研究所

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	247	370	502	647	853	1,102
增长率		50.1%	35.6%	28.8%	31.8%	29.2%
主营业务成本	-170	-237	-339	-448	-593	-769
%销售收入	68.8%	64.0%	67.5%	69.3%	69.6%	69.8%
毛利	77	133	163	199	260	333
%销售收入	31.2%	36.0%	32.5%	30.7%	30.4%	30.2%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-6
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-33	-44	-50	-65	-85	-110
%销售收入	13.5%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-19	-40	-48	-58	-77	-99
%销售收入	7.6%	10.7%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EIT)	23	47	62	73	93	118
%销售收入	9.5%	12.7%	12.4%	11.2%	10.9%	10.7%
财务费用	-2	-3	-5	3	8	7
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	-0.4%	-0.9%	-0.7%
资产减值损失	-4	-2	-3	-1	0	-1
公允价值变动收	1	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	-1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	19	42	55	74	101	125
营业利润率	7.5%	11.3%	10.9%	11.4%	11.8%	11.3%
营业外收支	4	9	10	10	10	10
税前利润	23	51	65	84	111	135
利润率	9.3%	13.8%	12.9%	13.0%	13.0%	12.2%
所得税	-3	-9	-9	-13	-17	-20
所得税率	14.0%	18.4%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	20	42	56	71	94	115
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司	20	42	56	71	94	115
净利率	8.0%	11.3%	11.2%	11.0%	11.0%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	20	42	56	71	94	115
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	6	8	11	20	38
非经营收益	0	2	3	-6	-10	-10
营运资金变动	-36	-40	-55	48	-35	-43
经营活动现金	-11	9	12	125	69	100
资本开支	-1	-12	-47	-107	-105	-80
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金	-2	-12	-47	-108	-105	-80
股权募资	0	67	0	375	-6	0
债权募资	14	22	29	-73	0	1
其他	-1	-4	-9	-2	-13	-13
筹资活动现金	13	86	20	300	-19	-12
现金净流量	-1	82	-16	317	-55	8

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	21	106	87	403	348	356
应收款项	63	105	125	200	264	341
存货	186	214	207	135	179	232
其他流动资产	7	6	8	47	61	79
流动资产	276	431	427	785	852	1,008
%总资产	94.8%	92.3%	84.5%	81.0%	75.3%	75.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	11	31	41	144	238	288
%总资产	3.6%	6.7%	8.1%	14.9%	21.0%	21.5%
无形资产	2	3	35	37	40	43
非流动资产	15	36	78	184	280	333
%总资产	5.2%	7.7%	15.5%	19.0%	24.7%	24.8%
资产总计	292	467	505	969	1,132	1,340
短期借款	22	44	73	0	0	0
应付款项	165	202	167	252	333	431
其他流动负债	18	26	14	33	39	47
流动负债	204	272	254	285	372	478
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	204	272	254	285	372	479
普通股股东权益	87	195	251	684	760	861
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	292	467	505	969	1,132	1,340

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.654	0.556	0.749	0.953	1.254	1.527
每股净资产	2.885	2.598	3.346	6.845	7.596	8.612
每股经营现金净流	-0.377	0.122	0.157	1.249	0.686	1.004
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.68%	21.42%	22.37%	10.44%	12.38%	13.30%
总资产收益率	6.78%	8.94%	11.11%	7.37%	8.31%	8.55%
投入资本收益率	18.49%	16.12%	16.64%	9.03%	10.44%	11.64%
增长率						
主营业务收入增长	42.06%	50.14%	35.61%	28.81%	31.81%	29.18%
EBIT增长率	173.00%	100.90%	31.81%	17.05%	28.24%	26.52%
净利润增长率	22.12%	110.94%	34.56%	27.28%	31.58%	21.81%
总资产增长率	36.74%	60.09%	8.22%	91.89%	16.76%	18.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.9	72.9	77.6	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	324.0	308.0	227.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	83.6	82.9	82.1	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	15.4	17.2	15.1	9.7	47.4	61.6
偿债能力						
净负债/股东权益	1.53%	-31.77%	-5.40%	-58.89%	-45.78%	-41.18%
EBIT利息保障倍数	15.4	15.3	13.4	-27.3	-12.0	-16.3
资产负债率	70.09%	58.27%	50.32%	29.40%	32.89%	35.74%

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)-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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,044,579	1,204,843	1,452,101	7,100	6,500	7,100
增长率		15.3%	20.5%	-99.5%	-8.5%	9.2%
主营业务成本	-880,029	-1,012,961	-1,326,783	-5,538	-5,005	-5,680
% 销售收入	84.2%	84.1%	91.4%	78.0%	77.0%	80.0%
毛利	164,550	191,882	125,318	1,562	1,495	1,420
% 销售收入	15.8%	15.9%	8.6%	22.0%	23.0%	20.0%
营业税金及附加	-28,286	-34,304	-56,799	-36	-33	-36
% 销售收入	2.7%	2.8%	3.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-24,734	-22,564	-24,967	-277	-254	-277
% 销售收入	2.4%	1.9%	1.7%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-34,474	-35,964	-40,917	-639	-585	-639
% 销售收入	3.3%	3.0%	2.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	77,056	99,050	2,635	611	624	469
% 销售收入	7.4%	8.2%	0.2%	8.6%	9.6%	6.6%
财务费用	-6,729	-4,890	-8,723	-9,265	-9,582	-8,786
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	130.5%	147.4%	123.7%
资产减值损失	0	-7,458	-16,617	-15	1	-1
公允价值变动收益	0	-3,211	3,969	0	0	0
投资收益	43	5,756	980	5	5	5
% 税前利润	0.1%	6.1%	3.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
营业利润	70,370	89,247	-17,756	-8,664	-8,951	-8,314
营业利润率	6.7%	7.4%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	2,882	4,769	50,292	3	3	3
税前利润	73,252	94,016	32,536	-8,661	-8,948	-8,311
利润率	7.0%	7.8%	2.2%	n.a	n.a	n.a
所得税	-22,519	-25,758	1,889	2,858	2,237	2,078
所得税率	30.7%	27.4%	-5.8%	n.a	n.a	n.a
净利润	50,733	68,258	34,425	-5,803	-6,711	-6,233
少数股东损益	1,323	2,206	-3,574	14	14	14
归属于母公司的净利润	49,410	66,052	37,999	-5,817	-6,725	-6,247
净利率	4.7%	5.5%	2.6%	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	50,664	54,947	26,115	-5,803	-6,711	-6,233
少数股东损益	696	0	0	0	0	0
非现金支出	35,113	50,842	62,470	30,826	30,428	30,102
非经营收益	11,305	-1,853	1,149	16,620	9,593	8,798
营运资金变动	4,659	11,735	-18,750	-29,187	25	5
经营活动现金净流	102,437	115,671	70,984	12,457	33,335	32,672
资本开支	-76,352	-110,192	-107,973	-8,811	-106	-707
投资	-3,441	-7,608	-1,723	-1	0	0
其他	-20,430	3,061	446	5	5	5
投资活动现金净流	-100,223	-114,739	-109,250	-8,807	-101	-702
股权募资	-752,724	1,255	1,137	0	0	0
债权募资	765,460	13,614	1,177,129	-1,096	-12,295	-11,893
其他	-20,757	-23,714	-23,730	-9,354	-20,872	-20,078
筹资活动现金净流	-8,021	-8,845	1,154,536	-10,450	-33,167	-31,970
现金净流量	-5,807	-7,913	1,116,270	-6,800	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	8,723	8,364	7,700	900	967	967
应收款项	34,944	47,620	37,168	2,198	2,013	2,198
存货	93,041	116,049	95,255	1,669	1,508	1,712
其他流动资产	5,392	9,502	7,884	556	503	570
流动资产	142,100	181,535	148,007	5,323	4,991	5,447
% 总资产	23.9%	25.3%	19.7%	0.9%	0.9%	1.1%
长期投资	27,483	31,335	28,705	28,706	28,705	28,705
固定资产	406,683	456,556	525,151	497,795	469,614	442,019
% 总资产	68.4%	63.7%	69.9%	86.7%	86.4%	85.9%
无形资产	11,574	36,764	36,850	42,206	40,068	38,272
非流动资产	452,450	534,847	603,216	568,709	538,389	508,998
% 总资产	76.1%	74.7%	80.3%	99.1%	99.1%	98.9%
资产总计	594,550	716,382	751,223	574,032	543,380	514,445
短期借款	46,875	50,420	83,483	83,784	71,489	59,596
应付款项	129,564	177,796	150,915	3,875	3,508	3,961
其他流动负债	19,506	31,080	18,115	11,370	11,361	11,371
流动负债	195,945	259,296	252,513	99,028	86,358	74,927
长期贷款	105,565	77,708	64,937	64,937	64,937	64,938
其他长期负债	4,295	45,147	68,839	62,207	62,207	62,207
负债	305,805	382,151	386,289	226,172	213,502	202,072
普通股股东权益	254,875	300,949	330,080	312,992	294,996	277,477
少数股东权益	21,985	25,398	20,866	20,880	20,894	20,908
负债股东权益合计	582,665	708,498	737,235	560,044	529,392	500,457

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.570	0.762	0.438	-0.067	-0.078	-0.072
每股净资产	2.940	3.471	3.807	3.610	3.402	3.200
每股经营现金净流	1.183	1.433	0.864	0.144	0.384	0.377
每股股利	0.150	0.165	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.88%	21.95%	11.51%	-1.86%	-2.28%	-2.25%
总资产收益率	8.70%	9.32%	5.15%	-1.04%	-1.27%	-1.25%
投入资本收益率	12.49%	14.42%	0.49%	0.08%	0.09%	0.07%
增长率						
主营业务收入增长率	30.72%	15.34%	20.52%	-99.51%	-8.45%	9.23%
EBIT增长率	25.60%	26.95%	-97.34%	-76.83%	2.19%	-24.90%
净利润增长率	28.08%	30.37%	-42.47%	N/A	15.62%	-7.11%
总资产增长率	14.10%	21.60%	4.06%	-23.59%	-5.34%	-5.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.3	5.8	4.5	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	37.7	37.7	29.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	21.8	26.2	20.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	125.6	109.4	101.4	19,319.0	19,508.6	16,431.2
偿债能力						
净负债/股东权益	53.17%	49.75%	57.82%	62.91%	62.57%	62.26%
EBIT利息保障倍数	11.6	20.3	0.3	0.1	0.1	0.1
资产负债率	52.48%	53.94%	52.40%	40.38%	40.33%	40.38%

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