

裕兴股份(300305.) 太阳能行业

新股研究

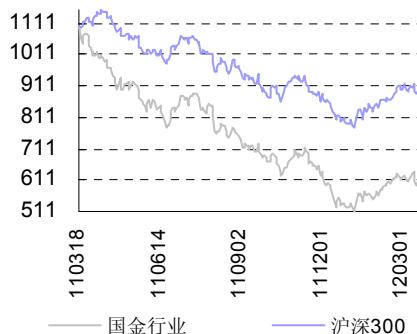
上市定价(人民币): 38.86-42.39元

特种功能性聚酯薄膜领先供应商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	42.00
发行A股数量(百万股)	20.00
总股本(百万股)	60.00
国金太阳能指数	613.20
沪深300指数	2623.52



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	3.440	1.856	1.766	2.392	2.749
每股净资产(元)	6.78	5.05	15.26	17.02	19.77
每股经营性现金流(元)	3.99	1.77	2.13	2.80	3.35
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	73.76	56.88	56.88	56.88	56.88
净利润增长率(%)	172.37%	7.93%	26.87%	35.45%	14.91%
净资产收益率(%)	50.71%	36.77%	11.57%	14.06%	13.91%
总股本(百万股)	30.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司主营中厚型特种功能性聚酯薄膜产品, 2011年底产能2.2万吨, 是国内规模最大的同类产品生产企业之一。公司产品广泛应用于太阳能组件背板、电气绝缘、液晶面板背光模块以及纺织机械等领域。
- 公司募投项目1.5万吨3号生产线和自建1万吨4号生产线将分别于今年2季度和明年1季度投产, 2013年总产能达到4.7万吨。
- 公司注重技术研发, 在生产线设计改造及工艺改进等方面较同类企业具有一定优势。近年来公司通过不断推出新产品改善产品结构, 较好地规避了国内低端通用型聚酯薄膜行业产能过剩的风险, 综合毛利率逐年提高, 且未来仍将通过持续推出功能性聚酯薄膜的新产品保障企业竞争力。
- 公司是国内首家也是目前仅有的两家实现量产光伏背材基膜的企业之一; 是目前国内能够量产光学基膜为数不多的国内企业之一; 是目前国内唯一一家能够生产厚度达400μm聚酯薄膜的企业。
- 随着公司新建的3、4号生产线的投产, 公司未来2~3年内计划推出涂布型高透光光学基膜、光学反射膜/扩散膜、耐热/耐水解聚酯薄膜、500μm超厚聚酯薄膜等新产品, 从而保障公司盈利能力。
- 光学基膜等高端聚酯薄膜进口替代空间广阔, 中长期仍存产能过剩风险。
 - 目前光学基膜的全球/国内年需求量分别为10万吨和4万吨左右, 国产化率不足10%, 未来2~3年, 国内的光学基膜市场有望享受进口替代以及液晶背光模块产能向国内转移所带来的双重需求增长, 但由于终端应用市场的增速有限、且国内产能增长较快, 先发企业虽具有一定优势, 但中长期仍面临激烈竞争导致毛利率被大幅压缩的风险。
 - 光伏背材基膜产品虽然受下游景气波动影响, 盈利能力被大幅压缩, 但光伏行业未来的广阔成长空间仍意味着巨大的背材基膜需求。

盈利预测与估值

- 光学基膜销量的快速增加将是公司未来两年的主要利润增长点, 我们预测公司2012~2014年摊薄后EPS分别为1.77, 2.39, 2.75元, 三年内净利润复合增速26%。
- 参考可比公司估值及公司自身情况, 我们给予公司2012年的22~24倍PE, 对应合理股价区间38.86~42.39元。

张帅

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

姚遥

联系人
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：特种功能性聚酯薄膜领先供应商	3
公司主营特种功能性聚酯薄膜，产能规模及产品技术水平国内领先	3
募投项目扩建产能，2013年产能将达到4.7万吨，产品结构高端化	3
盈利预测与估值：未来增长主要来自光学膜领域的进口替代	4
2012~2014年EPS分别为1.77, 2.39, 2.75元，净利润复合增速26%	4
合理价值区间38.86~42.39元，对应22~24倍2012年PE	4
公司产品线丰富且偏高端，具有一定技术优势	6
产品线丰富，产品结构持续向高端化改善	6
较强的生产线设计改造能力是公司与同类企业相比的重要竞争优势	7
高端聚酯薄膜进口替代空间广阔，但中长期仍存产能过剩风险	8
光学（基）膜处于进口替代初期，将是未来两年需求增长最快的市场	8
太阳能背材基膜未来需求仍大，且存在差异化竞争机会	9
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

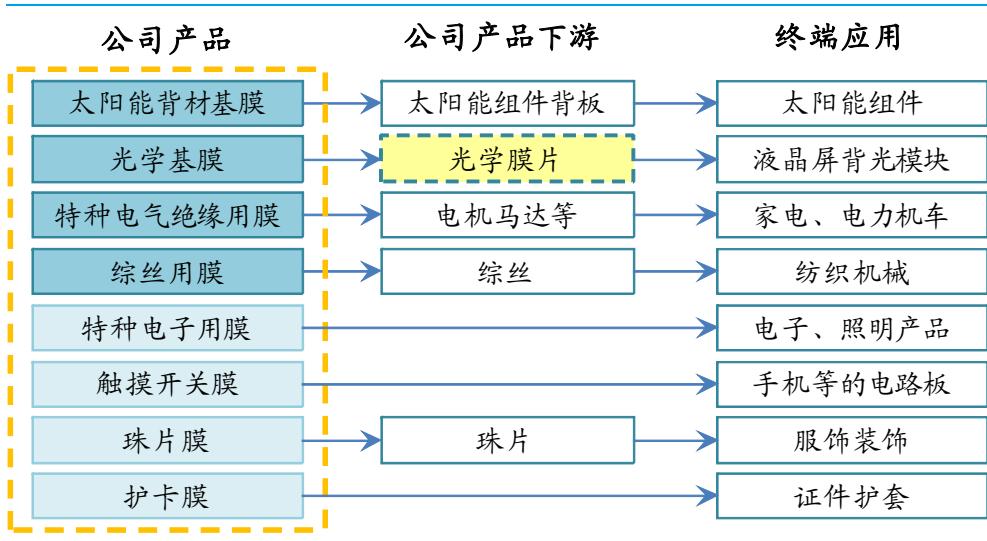
图表1：公司主要产品及下游应用领域	3
图表2：公司历年总产能及各项产品销量及预测（单位：吨）	4
图表3：可比公司估值情况（2012年3月16日收盘价）	4
图表4：公司分产品销售预测	5
图表5：公司主要产品毛利率变化及预测	6
图表6：主要产品生产工艺流程图（生产线构成）	7
图表7：公司2号生产线设备采购清单	8
图表8：液晶背光模组主要元件结构	9
图表9：全球光伏组件产量及背板基膜需求量预测	10
图表10：晶硅光伏组件的层压结构	10
图表11：光伏背板的典型三层结构	10
图表12：几种典型的光伏背板结构	11

公司概况：特种功能性聚酯薄膜领先供应商

公司主营特种功能性聚酯薄膜，产能规模及产品技术水平国内领先

- 公司主营中厚型特种功能性聚酯薄膜产品，2011年底产能2.2万吨，是国内规模最大的同类产品生产企业之一。公司产品厚度在50-400μm之间，广泛应用于太阳能组件背板、电气绝缘、液晶面板背光模块以及纺织机械等领域。公司产品结构偏高端，属于高性能膜材料，即属于国家七大战略性新兴产业中的新材料产业。
- 公司是国内首家成功研发太阳能背材基膜并实现量产的企业，也是目前国内仅有的两家能够大批量出货的企业之一，公司是奥地利ISOVOLTAIC、日本东洋铝业等国际太阳能背板龙头的主要供应商；
- 公司2007年开始研发光学基膜（用于加工成液晶背光组件用反射膜、扩散膜等光学膜片的原材料），并于2010年实现批量生产，也是能够量产该类产品的为数不多的国内企业之一；
- 公司也是目前国内唯一一家能够生产厚度达400μm聚酯薄膜的企业，此类厚度聚酯薄膜主要用于高压电气绝缘、纺织机械综丝等领域。

图表1：公司主要产品及下游应用领域

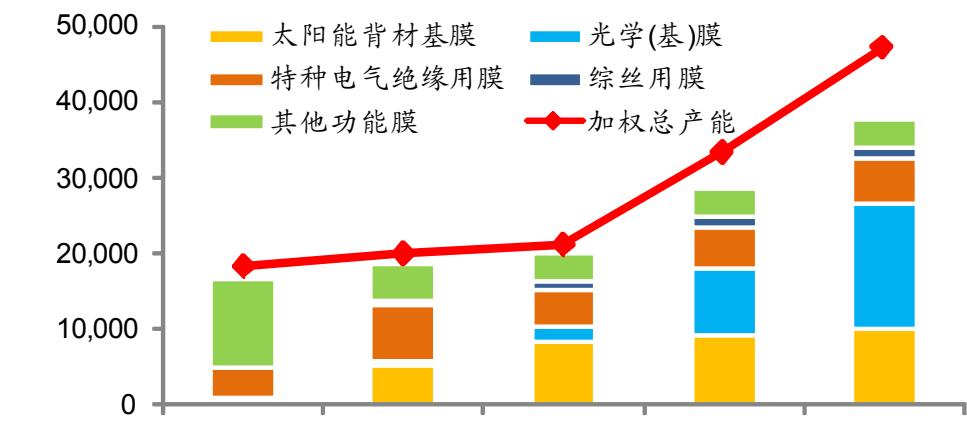


来源：国金证券研究所

募投项目扩建产能，2013年产能将达到4.7万吨，产品结构高端化

- 公司募投项目为“年产1.5万吨高端中厚规格BOPET薄膜生产线建设项目”，计划总投资1.9亿元，该项目公司2010年已自筹资金开始投建，预计2012年3月底即可投产。
 - 项目规划的各产品产能分配为：太阳能背材基膜4,600吨、光学基膜3,800吨，特种电气绝缘用膜3,800吨以及特种电子用膜2,800吨，但由于生产上的差别主要在于原材料配制和工艺控制，因此不同产品间具有较大的产能调整空间。
- 此外，公司于2011年8月决定投资建设“年产1万吨高端特种电子专用聚酯薄膜生产线项目”，计划总投资1.8亿元；该项目预计最快2012年底建成，届时除公司总产能将提升至4.7万吨外，光学功能膜片的加入也将使公司产品结构进一步高端化。
 - 项目建成后形成1万吨新产能将包括：光学基膜0.2万吨，反射膜0.1万吨，扩散膜0.2万吨，特种电子用膜0.2万吨，特种太阳能背材膜0.2万吨，综丝膜0.1万吨。

图表2：公司历年总产能及各项产品销量及预测（单位：吨）



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值：未来增长主要来自光学膜领域的进口替代

2012~2014年 EPS 分别为 1.77, 2.39, 2.75 元，净利润复合增速 26%

- **产能：**截止 2011 年底，公司产能为 2.2 万吨（1、2 号生产线），募投项目 1.5 万吨新增产能（3 号生产线）预计今年二季度开始投放，另外，设计产能 1 万吨的 4 号生产线预计最快 2012 年底建成。以目前的生产计划，公司 2012~2014 年的加权产能分别达到约 3.3、4.5、4.7 万吨。
- **销量：**随着新生产线的投产，公司未来产品结构将进一步得到改善，除处于进口替代初期的光学（基）膜销量快速增长外，太阳能背材基膜、特种电气绝缘用膜和综丝用膜也将随下游行业的增长及进口/出口替代的推进而保持增长；触摸开关膜、珠片膜、护卡膜等偏低端产品则将维持原有销量或进一步减少产销。
- **价格与毛利率：**由于公司生产原材料为石油制品，因此成本及产品售价在一定程度上随原油价格波动而变化；我们假设高端产品随着国内产能的增加，产品售价和原先的高毛利率将逐年下滑，而公司依靠技术研发和新生产线投产所带来的产品结构改善和规模效应将在一定程度上缓解产品降价的压力，使总体毛利率维持缓慢下滑的趋势。
- **综上，我们预测公司 2012~2014 年摊薄后 EPS 分别为 1.77, 2.39, 2.75 元，三年内净利润复合增速 26%。**

合理价值区间 38.86~42.39 元，对应 22~24 倍 2012 年 PE

- 从业务类型、技术水平、产能规模等因素考虑，目前 A 股市场上的可比公司主要有东材料科技、佛塑科技、南洋科技等，参考可比公司估值及公司自身情况，我们给予公司 2012 年的 22~24 倍 PE，对应合理股价区间 38.86~42.39 元。

图表3：可比公司估值情况（2012 年 3 月 16 日收盘价）

代码	公司简称	现价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
601208.SH	东材料科技	21.35	65.73	0.80	0.95	1.38	26.7	22.5	15.5
000973.SZ	佛塑科技	9.56	58.56	0.82	0.39	0.60	11.7	24.5	15.9
002389.SZ	南洋科技	18.60	37.39	0.76	1.08	1.50	24.5	17.2	12.4
均 值							20.9	21.4	14.6

来源：国金证券研究所

图表4：公司分产品销售预测

产品	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年底总产能(吨)	20,000	20,000	22,000	37,000	47,000	47,000
时间加权产能(吨)	18,333	20,000	21,167	33,250	45,333	47,000
总销量(吨)	16,429	18,535	19,938	28,500	37,850	47,300
太阳能背材基膜						
销量(吨)	951	5,192	8,366	9,000	10,000	12,000
单价(万元/吨)	1.97	2.00	2.37	2.13	2.03	1.93
总收入(万元)	1,871	10,371	19,828	19,198	20,265	23,102
毛利率	45.04%	31.20%	36.04%	29.68%	28.45%	24.68%
毛利占比	16.73%	27.76%	42.98%	25.71%	20.53%	17.59%
特种电气绝缘用膜						
销量(吨)	3,966	7,640	5,122	5,500	6,000	6,500
单价(万元/吨)	1.34	1.78	2.05	1.95	1.89	1.83
总收入(万元)	5,303	13,570	10,498	10,710	11,334	11,910
毛利率	30.96%	33.19%	33.70%	30.67%	31.18%	29.05%
毛利占比	32.60%	38.64%	21.28%	14.82%	12.58%	10.68%
光学(基)膜						
销量(吨)	26	383	1,786	9,000	16,500	23,000
单价(万元/吨)	1.61	1.68	2.22	2.33	2.21	2.10
总收入(万元)	42	644	3,963	20,965	36,514	48,354
毛利率	32.13%	25.80%	40.50%	42.05%	39.00%	38.16%
毛利占比	0.26%	1.43%	9.65%	39.77%	50.70%	56.94%
综丝用膜						
销量(吨)		459	994	1,300	1,600	2,000
单价(万元/吨)		3.70	3.82	3.44	3.27	3.11
总收入(万元)		1,697	3,801	4,475	5,232	6,213
毛利率		61.37%	57.30%	53.52%	52.60%	50.10%
毛利占比		8.93%	13.10%	10.80%	9.80%	9.61%
特种电子用膜						
总收入(万元)	2,172	3,033	2,873	3,065	3,023	2,979
毛利率	38.61%	38.87%	37.47%	34.25%	32.13%	29.49%
触摸开关膜						
总收入(万元)	2,124	1,893	2,435	2,100	2,004	1,920
毛利率	21.16%	30.58%	28.51%	25.71%	22.16%	21.88%
珠片膜						
总收入(万元)	5,970	1,612	570	600	600	600
毛利率	12.89%	24.55%	8.64%	10.00%	10.00%	10.00%
护卡膜						
总收入(万元)	2,916	2,019	1,440	1,400	1,400	1,400
毛利率	16.50%	27.54%	23.58%	22.86%	22.86%	22.86%
收入合计(万元)	20,396	34,838	45,408	62,513	80,372	96,477
YOY		70.8%	30.3%	37.7%	28.6%	20.0%
综合毛利率	24.69%	33.46%	36.62%	35.45%	34.94%	33.59%

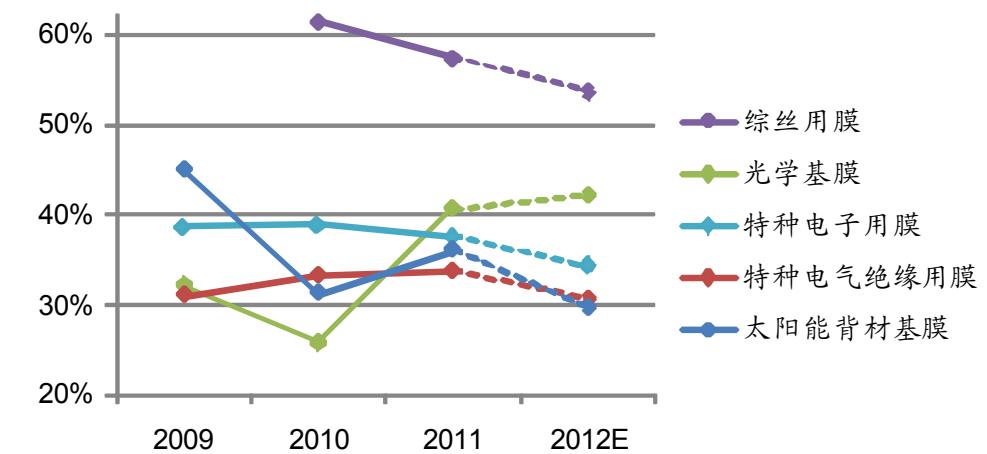
来源：国金证券研究所

公司产品线丰富且偏高端，具有一定技术优势

产品线丰富，产品结构持续向高端化改善

- 2006 年以前公司只生产珠片膜和护卡膜，产品结构偏低端，2007 年公司开始进行产品结构调整，集中精力研发、生产高附加值的高端中厚型特种功能型聚酯薄膜。随着产品结构的改善，公司较好的规避了近两年国内低端通用聚酯薄膜行业产能过剩的风险，综合毛利率逐年提高，且未来仍将推出功能性聚酯薄膜的新产品。
- 公司 2007 年推出了特种电气绝缘用膜、特种电子膜、太阳能背材基膜、触摸开关膜四大类新产品，并实现小批量生产和销售，2008 年公司推出了光学基膜，2010 年公司推出了专为生产纺织机配套综丝用的综丝用膜。
- 公司新建中的 3、4 号生产线投产后，除了将进一步扩充原有高端产品产能外，同时，由于更先进设备的使用，公司将能够将最新研发成果转化为新产品的批量生产，从而使产品结构和盈利能力进一步提高。
- 在未来 2~3 年内，公司计划推出的新产品包括：涂布型高透光光学基膜、光学反射膜/扩散膜、耐热/耐水解聚酯薄膜、500μm 超厚聚酯薄膜等。

图表5：公司主要产品毛利率变化及预测



来源：国金证券研究所

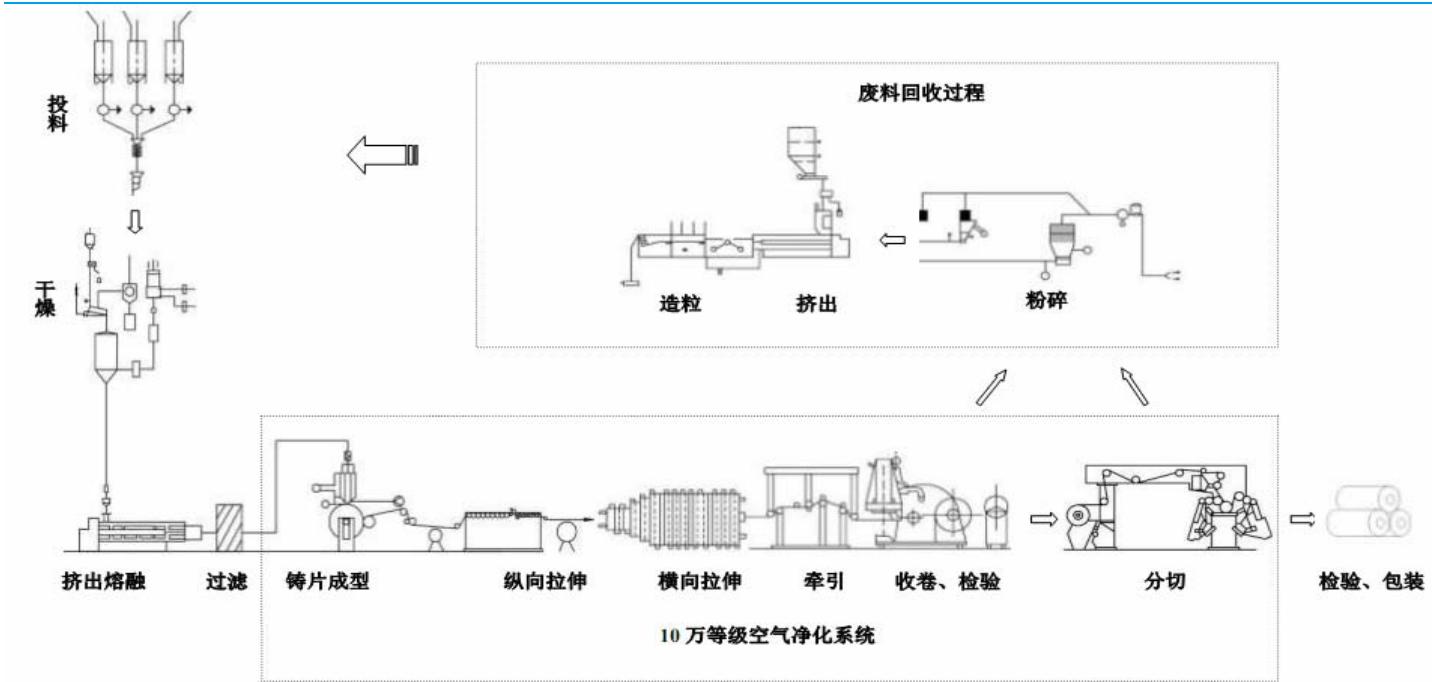
- 光学基膜：光学基膜主要用于经过涂层等供以后，制成液晶显示器背光模组的光学膜片，主要包括反射膜、扩散膜、棱镜片等。公司是国内为数不多的几家能生产光学基膜的企业，目前国内能够批量生产光学基膜的企业除公司外还有合肥乐凯科技产业有限公司。
- 公司光学基膜每月的出货量目前已经达到 200 吨，增长趋势明显；随着 3、4 号生产线的建成，还将推出反射膜、扩散膜以及涂布型高透光光学级聚酯基膜等高附加值产品，以期取代太阳能背材基膜成为未来的主要盈利增长点。
- 针对光学基膜的新增产能，公司于 2010 年 11 月与宁波激智新材料有限公司签订了《战略合作协议书》，双方同意“后续在反射膜、增光膜、复合膜等其他光学材料上面建立长期战略合作伙伴关系，共同打破光学材料长期依赖进口的格局，争取获得更大的市场份额。”
- 宁波激智是由海归博士与 2007 年创立的一家集光学薄膜和特种薄膜研发、生产、销售为一体的高科技公司，产品主要应用于光电显示、新能源和 LED 照明等领域，是目前国内唯一一家在 TFT-LCD 光学膜领域中拥有自主知识产权的民族企业。宁波激智目前有 5 条生产线，2012 年下半年将达到 12 条，2012 年全年将向裕兴科技下达订单 4000 吨。

- **太阳能背材基膜：**公司是国内最早进入太阳能背材基膜业务的生产企业之一，目前可提供厚度在 125~350μm 之间的太阳能背材基膜产品，有透明、半透明、亚光白色、黑色等多种型号。公司目前已成为全球两大太阳能背板生产商（奥地利 ISOVOLTAIC 和日本东洋铝业）的指定基膜供应商，且公司产品占其 2011 年采购总量的 1/3 左右，其余部分主要通过韩国 SKC 和美国杜邦帝人采购，但是价格较公司高 20% 左右。
- **综丝用膜：**综丝是纺织生产过程中的大宗易耗配件，传统综丝是用碳钢或不锈钢制作的，存在重量大、易氧化、噪音大、损耗多等不足，尤其在南方湿润的气候条件下，钢制综丝的上述缺点是致命的。而塑料综丝以其重量轻、损耗小、价格低、不会氧化、容易清洗等优点成了钢制综丝的理想替代品。公司 2010 年初开始批量生产综丝用聚酯薄膜并投入市场，成为国内第一家生产该产品的企业，2010 年 12 月，公司研发生产的综丝用聚酯薄膜被江苏省科技厅认定为高新技术产品。

较强的生产线设计改造能力是公司与同类企业相比的重要竞争优势

- 与通用型聚酯薄膜（主要用于产品包装）相比，特种功能性聚酯薄膜的生产在原材料配方、工艺要求、生产线设计等方面都复杂得多，公司始终高度重视设备改造、产品研发及生产技术的创新，坚持走“引进-吸收-再创新”的技术路线，实现了以不断推出新产品实现进口替代的发展战略。
- 公司的生产线均为自行设计，并从不同的供应商处采购单台设备，然后进行改装、组装及调试，与引进整条生产线的“交钥匙工程”相比，公司的模式一方面能大幅节省产能扩张的资本开支，另一方面又能摆脱对单个设备供应商的依赖，同时还能在一定程度上防止核心技术的泄密。

图表6：主要产品生产工艺流程图（生产线构成）



来源：国金证券研究所

- 公司生产线由上料干燥系统、三层共挤系统、横拉伸系统、纵拉伸系统等多个系统单元组成，以公司的 2 号生产线为例，除通用设备直接采购外，涉及生产工艺和参数调整的关键生产设备均通过公司自行改造，占到设备总投资的一半。

图表7：公司2号生产线设备采购清单

取得方式	系统单元	单机(系统单元)供应商	金额(万元)	占整线价值比例
自行设计改造	挤出铸片及三层共挤系统	意大利某公司、日本某电机株式会社	1544	20.7%
	牵引、收卷装置	广州某机械公司、广州某电子测量设备公司	1462	19.6%
	纵拉伸系统	法国某公司	519	7.0%
	造粒、回收系统	南京某装备公司	105	1.4%
	小计		3631	48.7%
直接采购	横拉伸系统	广州某机械公司	1313	17.6%
	公用系统	常州某缩机公司、某国际空调冷冻设备公司、江苏某建筑工程公司	857	11.5%
	分切系统	日本某株式会社	672	9.0%
	电器系统	上海某机电传动公司、常州某电力集团公司	429	5.8%
	自动化控制系统	北京某机械工业研究所	267	3.6%
	上料干燥系统	北京某化工技术公司	244	3.3%
	起吊运输系统	常州市某起重机械公司	19	0.3%
	电晕处理机	无锡某无线电设备厂	19	0.3%
	清洗装置	盐城市某化塑机械厂	7	0.1%
	小计		3827	51.3%
	合计		7458	100.0%

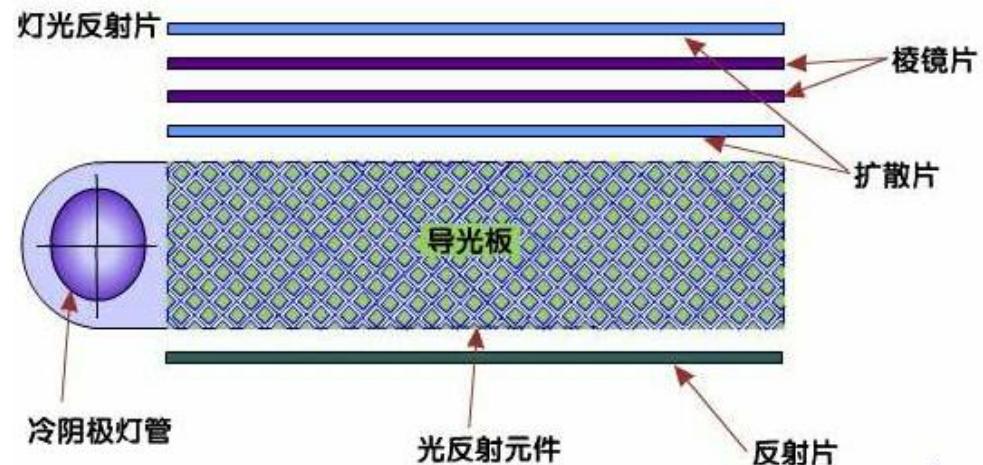
来源：国金证券研究所

高端聚酯薄膜进口替代空间广阔，但中长期仍存产能过剩风险

光学(基)膜处于进口替代初期，将是未来两年需求增长最快的市场

- 2010年全球光学基膜需求量约为10万吨，国内需求4万吨(仅考虑液晶电视和笔记本电脑需求)，90%以上从日、韩、台进口；未来2~3年将是光学基膜产品进口替代的快速增长过程，先发企业具有一定优势，但中长期仍存在产能过剩风险。
- 国内目前除裕兴科技外，仅有乐凯集团具有批量供应光学基膜的能力，但已有多家外资(日本三菱、韩国SKC)、中外合资(仪化东丽)、内资企业(南洋科技、乐凯)等正在新建或扩建光学基膜生产线。
- 未来2~3年，国内的光学基膜市场有望享受产品本身进口替代以及背光模块产能向国内转移所带来的双重需求增长，但由于电视机、笔记本电脑等终端应用市场的增速有限，未来国内产能快速增加后，仍存在竞争激烈导致目前较高的毛利率被大幅压缩的风险。
- 光学基膜主要用于制作液晶显示器的光学膜片，光学基膜经过涂层等工艺后即可以制成光学膜片，主要包括反射膜、扩散膜、棱镜片等。
- 光学膜片主要是利用各种特制材料的光学性能(例如光源的集中反射、光源的均匀扩散、光源的增亮等)起到增强光源、保证屏幕各区域显示亮度均一性等作用。
- 一张液晶显示屏一般需要7~8张具有不同功能的专用聚酯薄膜(2张光扩散膜，1张增亮膜，2张相位差膜，1张防眩光膜，1张反射膜)，光学膜片主要应用于液晶显示器的背光模组，背光模组是液晶显示器生产的核心器件之一，是液晶显示器面板的发光源。
- 目前液晶显示器的背光光源正在由CCFL灯管向LED颗粒的趋势转换，但考虑成本因素，侧入式LED背光仍是主流，因此采用LED作为光源的背光模块所需使用的光学膜片并不比使用CCFL灯管的背光模组少。

图表8：液晶背光模组主要元件结构



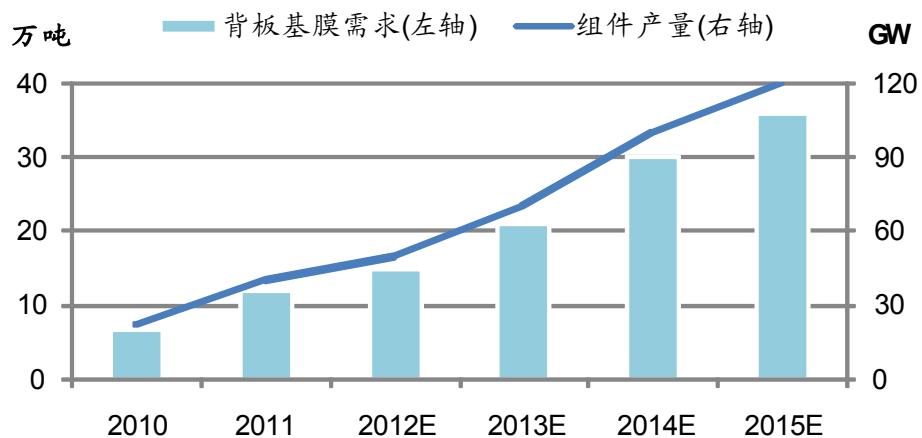
来源：国金证券研究所

- 背光模组的生产技术长期以来均掌握在以韩国、日本以及台湾地区大型电子企业手中，国内背光模组的供给完全依赖进口，这也导致了生产光学膜片所需的光学基膜在国内也是一片空白，而近年来随着国内一些光学膜片生产企业的逐步兴起（如宁波激智新材料科技有限公司），国产光学基膜开始逐步替代部分进口产品。
- 光学膜的独特技术要求：除对类似光伏背板基膜一样高的物理特性要求外（绝缘性、局放电压、水蒸汽透过率、强度等），还对透光率、色相、雾度等光学性能有较高要求。

太阳能背材基膜未来需求仍大，且存在差异化竞争机会

- 光伏行业经历了 2011 年的景气快速下滑后，2012 年面临的形势仍然严峻，光伏组件背板用 PET 基膜虽然只占到组件总成本的 1% 左右，但在整个产业链以降低成本为最大诉求的形势下，产品价格和利润率被压缩同样成为了不可避免的现实。
- 但是，光伏行业未来的广阔成长空间仍意味着巨大的背材基膜需求，且由于国内一些涂布型背板生产企业对 PET 基膜特有的技术要求，国内的优秀聚酯薄膜企业仍具有在差异化竞争中取得优势的机会。

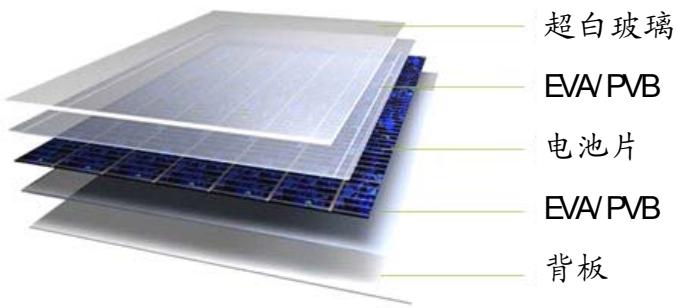
图表9：全球光伏组件产量及背板基膜需求量预测



来源：国金证券研究所

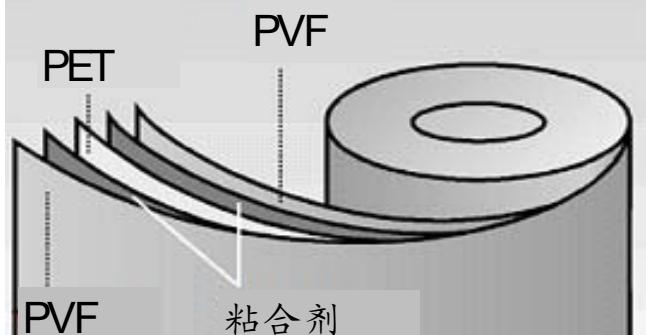
- 光伏组件背板是为光伏组件提供机械强度、保护电池片的重要部件，传统结构的背板由三层结构组成：其中最主要的是聚酯薄膜（PET）中间层，厚度一般为250微米左右，主要的作用及功能是阻隔水汽、电气绝缘、提供机械强度和尺寸稳定性；内外两层为聚氟乙烯薄膜（PVF）等薄膜（主要是杜邦 Tedlar 材料），厚度一般在25~50微米，起到耐气候、抗UV、耐老化等作用；三层薄膜之间使用粘合剂粘合。

图表10：晶硅光伏组件的层压结构



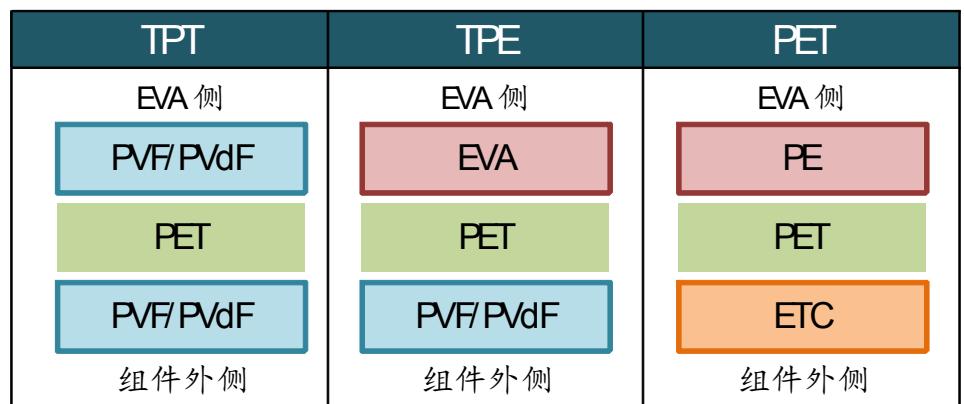
来源：国金证券研究所

图表11：光伏背板的典型三层结构



- 由于PVF材料几乎被杜邦 Tedlar 所垄断，国内部分企业开发了涂布型的光伏组件背板（如苏州中来），即在PET基膜的一面、甚至双面采用涂布工艺覆盖一层氟树脂材料，从而起到减少 Tedlar 用量的目的。这种背板对 PET 基膜的耐热、耐水解等性能提出了更高的要求。

图表12：几种典型的光伏背板结构



来源：国金证券研究所

风险提示

市场竞争加剧风险

- 随着更多通用型聚酯薄膜生产企业开始进入特种功能性聚酯薄膜领域，以及现有企业的快速扩产、外资/中外合资企业在国内设厂，目前国内处于寡头垄断格局（东材、裕兴、乐凯、佛塑等）的高端特种功能性聚酯薄膜行业未来的竞争可能日趋激烈。若下游需求增速不及供应增长导致供需失衡、或公司不能及时调整产品结构应对竞争，则可能面临盈利能力下滑的风险。

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	209	356	462	625	804	965
增长率	69.9%	30.0%	35.2%	28.6%	20.0%	
主营业务成本	-159	-239	-295	-404	-523	-641
%销售收入	75.9%	67.3%	63.8%	64.5%	65.1%	66.4%
毛利	50	116	167	222	281	324
%销售收入	24.1%	32.7%	36.2%	35.5%	34.9%	33.6%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-5
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-6	-6	-6	-13	-14	-15
%销售收入	2.7%	1.8%	1.3%	2.0%	1.8%	1.6%
管理费用	-13	-24	-32	-47	-56	-68
%销售收入	6.2%	6.7%	6.9%	7.5%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	31	84	126	159	206	236
%销售收入	14.9%	23.6%	27.3%	25.4%	25.6%	24.4%
财务费用	-5	-7	-2	2	16	19
%销售收入	2.5%	2.0%	0.4%	-0.3%	-1.9%	-2.0%
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	37	4	4	4	4
%税前利润	33.1%	32.3%	3.0%	2.4%	1.8%	1.5%
营业利润	40	113	129	164	225	259
营业利润率	18.9%	31.8%	28.0%	26.3%	28.0%	26.8%
营业外收支	2	1	0	0	0	0
税前利润	42	114	129	164	225	259
利润率	19.9%	32.0%	27.9%	26.3%	28.0%	26.8%
所得税	-4	-11	-18	-23	-34	-39
所得税率	9.2%	9.4%	13.7%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	38	103	111	141	191	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	38	103	111	141	191	220
净利率	18.1%	29.0%	24.1%	22.6%	23.8%	22.8%
						25.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	38	103	111	141	191	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	13	13	23	41	56
非经营收益	-10	-30	-1	2	-4	-4
营运资金变动	-15	34	-18	5	-4	-4
经营活动现金净流	24	120	106	171	224	268
资本开支	-1	-40	-182	-153	-49	-50
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	4	-100	74	4	4	4
投资活动现金净流	2	-140	-108	-150	-45	-46
股权募资	0	0	0	777	-50	0
债权募资	-20	84	10	-197	0	1
其他	-23	-8	-23	-7	0	0
筹资活动现金净流	-43	75	-12	573	-50	1
现金净流量	-16	55	-15	593	129	223

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	24	199	119	713	841	1,064
应收款项	22	15	28	41	53	64
存货	14	23	21	30	39	47
其他流动资产	4	13	2	6	7	8
流动资产	64	250	170	790	940	1,184
%总资产	28.5%	54.9%	31.9%	61.6%	65.2%	70.5%
长期投资	30	47	51	52	51	51
固定资产	115	144	297	425	434	429
%总资产	51.2%	31.5%	55.8%	33.1%	30.1%	25.5%
无形资产	16	15	15	14	14	14
非流动资产	160	205	362	493	501	496
%总资产	71.5%	45.1%	68.1%	38.4%	34.8%	29.5%
资产总计	224	455	532	1,283	1,442	1,680
短期借款	98	67	77	0	0	0
应付款项	24	59	44	56	72	87
其他流动负债	2	10	-13	6	8	10
流动负债	123	136	109	62	80	97
长期贷款	0	115	115	0	0	1
其他长期负债	0	0	5	0	0	0
负债	123	251	229	62	80	98
普通股股东权益	100	203	303	1,221	1,362	1,582
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	224	455	532	1,283	1,442	1,680

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.263	3.440	1.856	1.766	2.392	2.749
每股净资产	3.343	6.783	5.048	15.260	17.021	19.770
每股经营现金流	0.803	3.986	1.769	2.133	2.804	3.350
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	37.77%	50.71%	36.77%	11.57%	14.06%	13.91%
总资产收益率	16.93%	22.68%	20.94%	11.01%	13.27%	13.09%
投入资本收益率	14.30%	19.74%	22.05%	11.19%	12.84%	12.66%
增长率						
主营业务收入增长率	59.70%	69.94%	29.96%	35.18%	28.57%	20.04%
EBIT增长率	81.59%	169.05%	50.54%	25.62%	29.53%	14.63%
净利润增长率	65.54%	172.37%	7.93%	26.87%	35.45%	14.91%
总资产增长率	-0.65%	103.33%	16.91%	141.26%	12.39%	16.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.3	14.9	10.6	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	25.9	28.2	27.2	27.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	10.2	8.3	12.7	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	192.8	101.6	89.5	140.6	159.0	149.3
偿债能力						
净负债/股东权益	73.42%	-8.27%	24.11%	-58.37%	-61.79%	-67.23%
EBIT利息保障倍数	6.0	12.1	76.9	-90.3	-13.2	-12.4
资产负债率	55.17%	55.27%	43.05%	4.85%	5.57%	5.84%

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形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靠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)-61038271
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
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B