

明星电缆 (603333.SH) 输配电及控制行业

新股研究

上市定价 (人民币): 8.60-9.56 元

专注高附加值领域的特种电缆生产商

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据 (人民币)

发行 A 股上限(百万股)	86.67
总股本(百万股)	260.00
国金输配电及控制指数	27130.21
沪深 300 指数	2626.84
上证指数	2406.86

公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.404	0.511	0.478	0.593	0.701
每股净资产(元)	2.27	2.78	4.57	4.97	5.57
每股经营性现金流(元)	0.56	0.35	0.65	0.42	0.43
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	66.89	47.88	47.88	47.88	47.88
净利润增长率(%)	6.59%	26.55%	24.72%	24.04%	18.24%
净资产收益率(%)	17.82%	18.40%	10.45%	11.92%	12.57%
总股本(百万股)	260.00	260.00	346.67	346.67	346.67

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

- **专注高附加值产品的特种电缆生产商:** 公司是西南地区最大的特种电缆生产企业, 2011 年实现营收 13.2 亿元, 主要产品为特种电力电缆和特种仪表电缆, 特种电缆占比公司营收的 85% 以上;
- **差异化竞争享受高毛利率:** 不同于一般的电缆公司专注于电网市场, 公司特种电缆主要应用于石化领域, 2011 年对石化领域的销售收入占比达到 57%, 公司 2011 年综合毛利率为 29.02%, 远高于 16.3% 行业平均的毛利率水平;
- **公司行业资质齐全:** 公司是中石油、中石化、中海油的一级供货商, 2010-2011 连续两年成为中石油能源一号网电线电缆类采购量第一的供应商; 公司拥有包括中国、美国、日本、韩国船级社在内的 9 个船级社的船用电缆认可证书, 也是目前行业内十一家获得民用核安全设备设计制造许可证的企业之一;
- **募投项目提升特种电缆制造能力:** 公司 IPO 募资用于新能源及光电复合海洋工程用特种电缆项目, 规划建设 7450 km 核电、风电、太阳能等新能源用特种电缆和海洋工程特种电缆产能, 投产后将拓展公司特种电缆产品的种类和应用领域, 避免红海竞争;

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2012-2014 年实现净利润分别为 1.66 亿元、2.05 亿元和 2.43 亿元, 对应全面摊薄后的 EPS 分别为 0.48 元、0.59 元和 0.70 元, 三年净利润复合增速 22%;
- A 股上市电缆企业的平均估值对应 2012 年的 17 倍, 中值为 2012 年的 14 倍, 考虑公司特种电缆产品盈利能力明显高于同行业平均水平, 我们认为合理估值区间为 2012 年的 18~20 倍, 对应股价区间为 8.60 元~9.56 元;

风险提示

- **大客户依赖风险:** 单一大客户收入占比高达 47%, 业绩受大客户影响显著;
- **铜价剧烈波动风险:** 铜杆占公司产品成本的 80% 以上, 在铜价短期大幅波动的情况下会给公司带来存货跌价的风险。

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

内容目录

盈利预测	3
基本假设	3
盈利预测和估值	3
专注高附加值产品的特种电缆生产商	5
差异化竞争享受高盈利能力	5
公司行业资质齐全	6
募投项目提升公司特种电缆制造能力	6
新能源产业和海上油气开发推动特种电缆市场发展	8
石化行业需求稳定，海上油气开发打开新的市场空间	8
新能源领域市场空间巨大	9
风险提示	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：可比公司估值	3
图表 2：盈利预测	4
图表 3：2008-2011 年公司收入情况	5
图表 4：公司主营业务收入构成	5
图表 5：公司收入行业划分	5
图表 6：公司主要客户构成	5
图表 7：公司大客户营收占比	6
图表 8：公司毛利率变化水平	6
图表 9：同行业公司毛利率水平	6
图表 10：同行业公司净利率水平	6
图表 11：募投项目	7
图表 12：近期电缆企业募资方向	7
图表 13：石化行业固定资产投资	8

盈利预测

基本假设

- **募投项目产销假设：**公司募投项目新增 7450 km 新能源及光电复合海洋工程用特种电缆产能，项目建设期为 1.5 年，达产期 2 年，投产第 1 年实现设计产能的 60%，第 2 年实现设计产能的 80%；
 - 我们假设公司新能源用特种电缆项目 2013 年下半年开始投产，2013 年实现平均产能 20%，2014 年实现平均产能 50%，产销率 80%；
 - 海洋工程电缆和海底电缆目前国产化比例还比较低，我们认为国产化的过程需要一定的时间，假设 2012 年实现平均产能 20%，产销率 50%，2014 年实现平均产能 50%，产销率 70%；
- **销售收入假设：**公司在石化领域的收入增速保持较快的增长，成为中石油的第一大供应商，我们预计未来的收入增速将逐渐下滑，假设 2012-2014 年的增速分别为 25%、20%和 15%；发电领域发电装机增速放缓，但是随着水电建设的放开，我们认为公司发电领域的收入将保持一定幅度的增长，假设公司收入增速为 5%；
- **毛利率假设：**公司产品主要应用于石油化工、电力、新能源、海洋工程等领域，不同的领域毛利率差别较大；
 - 石化领域应用环境恶劣，对于电缆安全性要求高，公司毛利率始终保持 35%以上的水平，但呈现逐年下滑的趋势，假设毛利率逐年下滑 1.5 个百分点；
 - 电力领域竞争更为激烈，目前公司的毛利保持在 25%左右的水平，我们假设毛利率每年下滑 2 个百分点；
 - 新能源领域对于价格较为敏感，我们假设新能源电缆毛利率水平维持在 20%左右；
 - 海洋工程电缆主要应用于石油钻井平台和船舶，具备较高的毛利率水平，假设毛利率维持在 25%左右；

盈利预测和估值

- 我们预计公司 2012-2014 年分别实现营业收入 1.53 亿元、1.91 亿元和 2.41 亿元，实现净利润分别为 1.66 亿元、2.05 亿元和 2.43 亿元，对应全面摊薄后的 EPS 分别为 0.48 元、0.59 元和 0.70 元，三年净利润复合增速 22%；
- A 股上市电缆企业的平均估值对应 2012 年的 17 倍，中值为 2012 年的 14 倍，考虑公司特种电缆产品盈利能力明显高于同行业平均水平，我们认为公司的合理估值区间为 2012 年的 18~20 倍，对应股价区间为 8.60 元~9.56 元；

图表1：可比公司估值

公司	代码	2012/4/20 股价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
三普药业	600869.sh	22.64	1.13	1.52	2.12	19	14	10
太阳电缆	002300.sz	10.36	0.41	0.55	0.69	25	19	15
万马电缆	002276.sz	6.78	0.25	0.29	0.35	26	23	19
金杯电工	002533.sz	7.17	0.41	0.63	0.97	17	11	7
南洋股份	002212.sz	6.01	0.34	0.47	0.70	18	13	9
汉缆股份	002498.sz	13.89	0.43	0.53	0.66	33	26	21
中利科技	002309.sz	20.08	0.86	1.35	1.84	23	14	11
平均值						23	17	13
中值						23	14	11

来源：同花顺，国金证券研究所

图表2：盈利预测

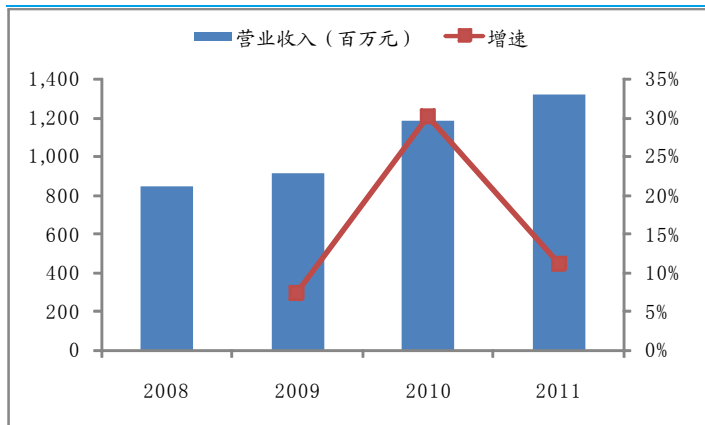
项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
石油石化					
销售收入（百万元）	514.62	749.31	936.64	1,123.97	1,292.56
增长率（YOY）	70.88%	45.60%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	36.17%	35.24%	33.74%	32.24%	30.74%
毛利（百万元）	186.14	264.06	316.02	362.37	397.33
占总销售额比重	43.21%	56.60%	61.34%	58.96%	53.72%
占主营业务利润比重	51.06%	68.38%	74.01%	71.26%	64.93%
发电					
销售收入（百万元）	366.57	248.55	260.98	274.02	287.73
增长率（YOY）	-0.50%	-32.20%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	26.17%	25.60%	23.60%	21.60%	19.60%
毛利（百万元）	95.93	63.63	61.59	59.19	56.39
占总销售额比重	30.78%	18.77%	17.09%	14.37%	11.96%
占主营业务利润比重	26.31%	16.48%	14.42%	11.64%	9.22%
新能源					
销售收入（百万元）				70.95	159.63
增长率（YOY）					125.00%
毛利率				20.00%	20.00%
毛利（百万元）				14.19	31.93
占总销售额比重				3.72%	6.63%
占主营业务利润比重				2.79%	5.22%
海洋工程					
销售收入（百万元）				104.90	330.43
增长率（YOY）					215.00%
毛利率				25.00%	25.00%
毛利（百万元）				26.22	82.61
占总销售额比重				5.50%	13.73%
占主营业务利润比重				5.16%	13.50%
其他					
销售收入（百万元）	309.88	326.05	329.31	332.60	335.93
增长率（YOY）	26.14%	5.22%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	26.62%	17.93%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利（百万元）	82.49	58.46	49.40	46.56	43.67
占总销售额比重	26.02%	24.63%	21.57%	17.45%	13.96%
占主营业务利润比重	22.63%	15.14%	11.57%	9.16%	7.14%
销售总收入（百万元）	1191.06	1323.91	1526.92	1906.44	2406.27
销售总成本（百万元）	826.51	937.76	1099.91	1397.90	1794.34
毛利（百万元）	364.56	386.15	427.01	508.53	611.93
平均毛利率	30.61%	29.17%	27.97%	26.67%	25.43%

来源：国金证券研究所

专注高附加值产品的特种电缆生产商

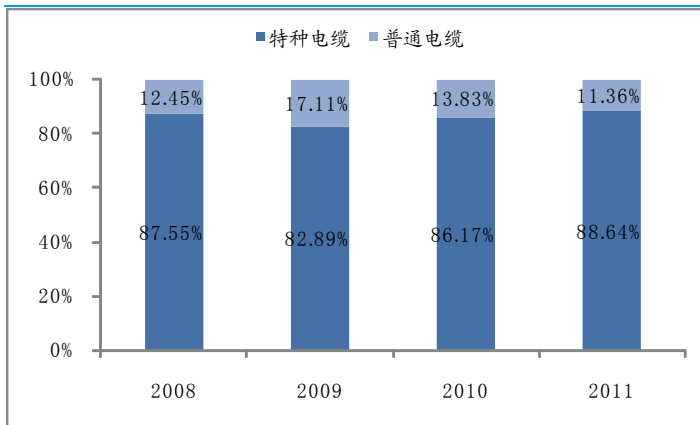
- 公司是西南地区最大的特种电缆生产企业，主要产品为特种电力电缆和特种仪表电缆，2009-2011 年公司特种电缆销售占比分别为 82.89%，86.17%和 88.64%；
- 近几年公司主营业务收入保持较为稳定的增长，2008-2011 年实现营业收入复合增速 15.8%，净利润复合增速 18.5%；

图表 3: 2008-2011 年公司收入情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4: 公司主营业务收入构成

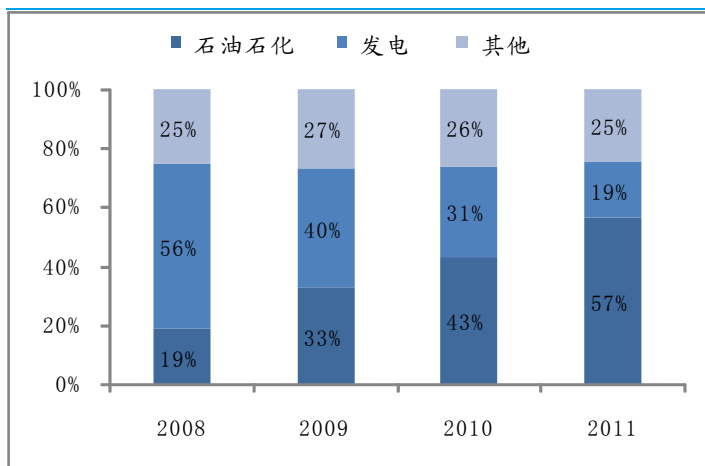


来源：招股说明书，国金证券研究所

差异化竞争享受高盈利能力

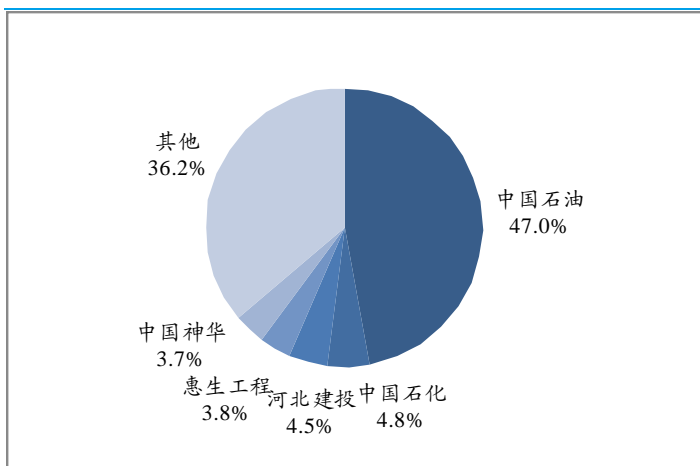
- 公司定位于为石油石化、发电、新能源、冶金等目标行业提供高阻燃、耐火、抗干扰、低烟无卤、耐油、耐紫外线、耐腐、耐高温、耐低温、防鼠防蚁、防火、变频、耐酸碱等一系列特种电缆。
- 不同于传统的电缆企业主要专注于电网应用，公司特种电缆主要应用于石油石化和发电领域，公司产品在石油石化领域的推广卓见成效，2008-2011 年公司在石油石化领域收入占比逐年提升，从 2008 年的 19% 上升至 2011 年的 57%，其中中石油的收入占比达到 47%，公司 2010 年和 2011 年连续两年成为中石油能源一号网电线电缆类产品 2010 年度采购量排名第一的供货商。

图表 5: 公司收入行业划分



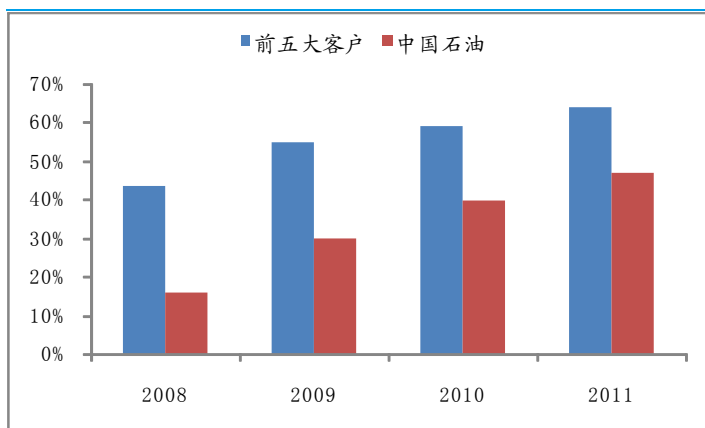
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6: 公司主要客户构成



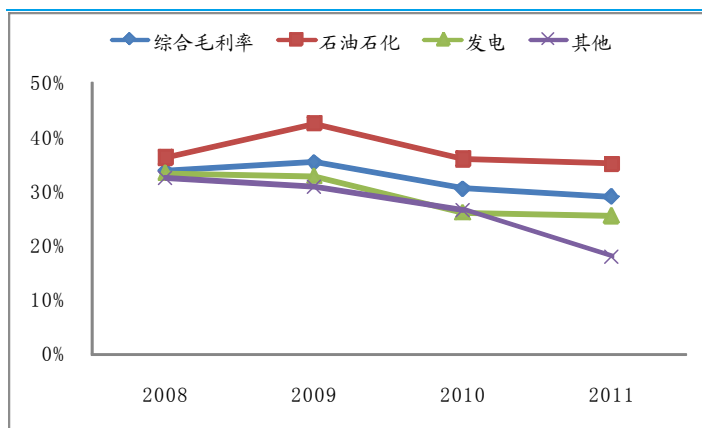
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表7: 公司大客户营收占比



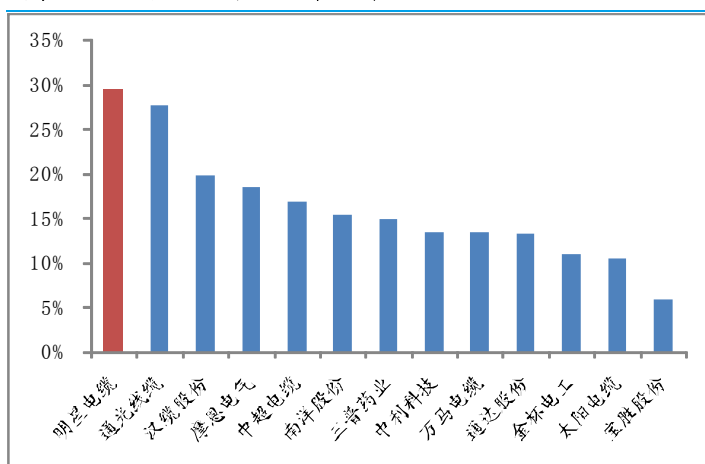
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表8: 公司毛利率变化水平



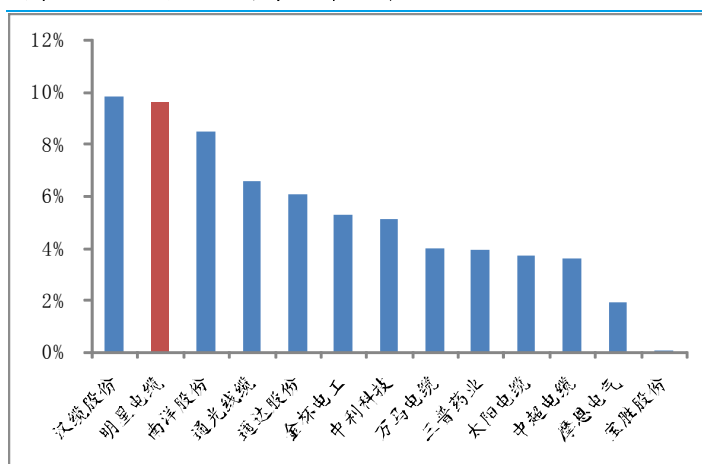
- **公司盈利能力高于同行:** 石油石化企业对电缆产品安全性的敏感程度远高于对于价格的敏感性, 公司定位高附加值的特种电缆领域使得公司的毛利率水平远高于行业平均水平, 2008-2011 年公司毛利率始终保持在 30% 左右的水平, 2011 年公司毛利率略为下滑 1.5 个百分点至 29.02%, 相比于电缆上市企业 16.3% 的平均毛利率, 公司毛利率高出 12.7 个百分点;

图表9: 同行业公司毛利率水平



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表10: 同行业公司净利率水平



公司行业资质齐全

- 公司是中石油一级物资供货商, 也是中国石化一级网络供应商、中海油总公司一级供货商、中国神华国华电力公司供应商、中国大唐集团公司供应商网络成员、中国华电集团公司招标与采购网集团级供应商会员、国家电网公司国网招投标网会员单位;
- 公司船用电缆获得包括中国船级社、美国船级社、日本船级社、韩国船级社在内的 9 个船级社的船用电缆认可证书, 可以向世界主要造船和永川国家的船舶提供船用电缆;
- 公司核电电缆获得国家核安全局颁发许可证, 是目前行业内十一家获得民用核安全设备设计制造许可证的企业之一;

募投项目提升公司特种电缆制造能力

- 公司 IPO 发行 8,667 万股计划募集资金 5.53 亿元用于核能、风能、太阳能等新能源及光电复合海洋工程用特种电缆项目, 拟生产核电站用电缆 1,800 km, 风力发电用电缆 2,700 km, 太阳能发电用电缆 1,650 km, 海

洋工程用特种电缆 700 km 及特种光电复合海底电缆 600 km，募投项目投产后公司特种电缆产品线将进一步增加，提升公司的制造能力；

图表11：募投项目

序号	产品名称	电压等级 (kV)	代表规格 (mm ²)	年产量 (km)
一	核电站用电线			1,800
1	核电站用1E级低压电力电缆	0.6/1	4×50	250
2	核电站用1E级中压电力电缆	8.7/10	3×120	150
3	核电站用1E级控制电缆	0.6/1	16×1.5	700
4	核电站用1E级仪表电缆	0.3/0.5	8×2×1.0	700
二	风力发电用电线			2,700
1	风力发电用电力电缆	0.6/1	4×95	300
2	风力发电用电源电缆	0.6/1	4×16	1200
3	风力发电用控制电缆	0.45/0.75	19×2.5	1200
三	太阳能发电用电线			1,650
1	太阳能光伏组件用电线		1×6	1500
2	太阳能光伏发电用电线		1×120	100
			2×95	50
四	海洋工程用电线			700
1	海洋工程用乙丙橡胶绝缘无卤阻中压电力电缆	18/30kV	3×95	50
2	海洋工程用乙丙橡胶绝缘无卤阻燃低压电力电缆	0.6/1kV	3×120	150
3	海洋工程用交联聚乙烯绝缘无卤阻燃低压电力电缆	0.6/1kV	12×1.5	200
4	海洋工程用交联聚乙烯绝缘无卤阻燃中压电力电缆	8.7/15kV	3×70	60
5	海洋工程用乙丙橡胶绝缘无卤阻燃仪表控制电缆	0.25kV	7×2×1.5	240
五	光电复合海底电缆			600
1	铜芯高压交联聚乙烯绝缘铅包海底光电复合电缆	220	1×1000+24B1	60
		110	3×300+24B1	60
		110	1×500+12B1	120
2	铜芯中压交联聚乙烯绝缘铅包海底光电复合电缆	35	3×300+24B1	180
		180	3×120+12B1	180
	合计			7,450

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 从近期电缆企业上市或增发募资投向来看，新能源用电线和海洋工程电缆成为新的发展方向，公司募投项目投产后有望进一步规避在红海领域的竞争，保证盈利能力的持续性；

图表12：近期电缆企业募资方向

募投项目	募投项目产能 (km)	主要应用领域
新能源用特种电缆项目	风电电缆4000km， 核电电缆2000km， 太阳能电缆1500km	风电、核电、太阳能
三普药业 智能电网超高压电缆项目	1850km	城市电网
高强度节能环保型特种导线项目	40000吨	高压输电网
海洋工程及船舶用特种电缆项目	海洋工程电缆 730km 船用电缆 23400km	海上石油平台、船舶
快速铁路用铜合金接触线项目	6800吨	电气化铁路
摩恩电气 铁路机车车辆、风力发电及海上石油平台特种电缆项目	铁路车辆电缆12200km， 风力发电电缆1950km， 海上石油平台电缆450km	铁路机车、风电、 海上石油平台
交流变频调速节能电机电缆项目	2100 km	节能电机
汉缆股份 超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆	460 km	城市电网
海洋电缆项目	1500 km	海上石油平台
特种导线项目	22500 吨	高压输电网
新远程电缆 超高压环保智能型交联电缆项目	820 km	城市电网
矿物绝缘特种电缆项目	4800km	大型建筑
中利科技 阻燃耐火软电缆项目	15000吨	通信电源
万马电缆 交联聚乙烯环保电缆投资项目	2610 km	城市电网

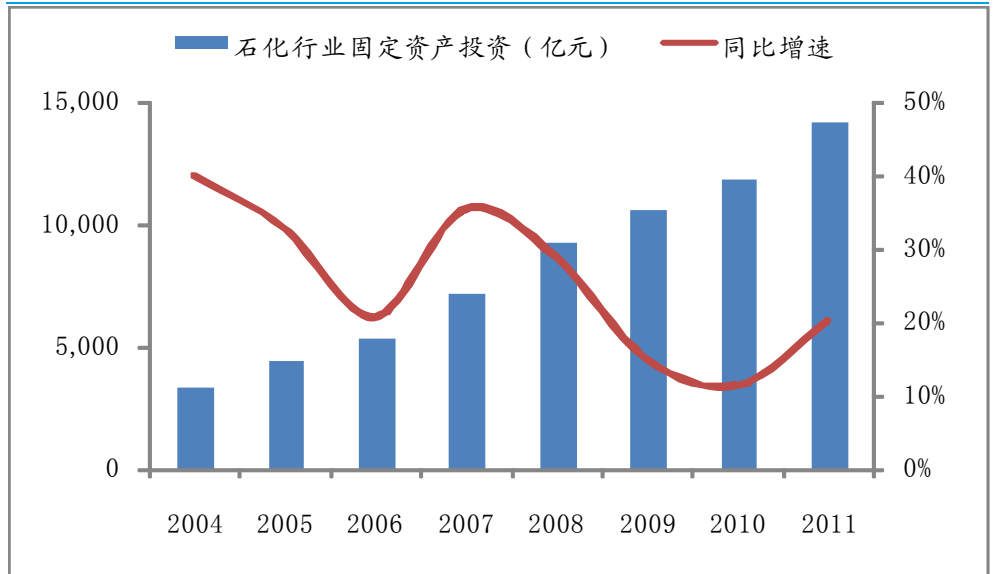
来源：公开资料，国金证券研究所

新能源产业和海上油气开发推动特种电缆市场发展

石化行业需求稳定，海上油气开发打开新的市场空间

- **石化行业对电缆需求将保持 15% 的增长：**在过去 10 年中我国石化工业产值年均增长 20.6%，根据《石化和化学工业“十二五”发展规划》，十二五期间全行业总产值年均增长 13% 左右，到 2015 年达到 14 万亿元左右，从固定资产投资来看，经过金融危机后一年时间的缓冲，石化行业的固定资产投资增速回升至 20% 左右的水平，我们预计十二五期间石化行业对电缆的需求将保持在 15% 左右的增长；

图表13：石化行业固定资产投资



来源：wind，国金证券研究所

- **海上油气开发带动海洋工程和海底电缆巨大市场：**我国海洋石油和天然气资源量分别为 240 亿吨和 16 万亿立方米，开发空间巨大，“十二五”期间我国油气开采将由路上为主转向陆地和海洋并举，据了解，“十二五”期间我国海上油气开发工程建设投资预计将达到 2500-3000 亿元，年均 500-600 亿元，较十一五期间增长 60% 左右；
- **我国新建海洋工程所需电缆的年需求量约为 5370~6140 km，加上每年维修所需的电缆，我国海洋工程用电缆的年需求量约为 7000~8000 km；**
 - 据预测，未来 10 年海洋石油钻井平台年均更新和新增量在 50 座左右，其中自升式钻井平台 25 座、半潜式 13 座、钻井船 12 座，假设我国自升式钻井平台占全球 30% 份额，每座平台需用电缆 315km；半潜式占全球 10% 的份额，每座需用电缆 600km；钻井船占 10% 份额，每座需用电缆 350 km 计算，海洋石油钻井平台用电缆需求约为 3560 km；
 - 浮式设施未来 10 年的需求量约为 150~200 艘，按照我国占比 10% 的市场份额，每艘需用电缆 500km 计算，每年对电缆的需求量约为 750~1000km；
 - 海洋平台辅助船舶和施工船舶未来 10 年需求按照 400~600 艘计算，按照我国占全球市场 24% 份额，每艘船需用电缆 55km 计算，海洋平台辅助及施工船用电缆的需求量约为 530~790 km；
- 海底电缆的需求主要源自于海上石油平台的增长，一般来说，每个新增平台需要海底电缆约为 40 km，每个既有平台每年需要维修用的海底电缆约为 10 km，我国 2008 年海上石油平台数量为 250 个，假设按照每年新增 50 个平台，目前存量 400 个计算，每年海上石油平台对海底电缆的需求

量约为 6,000 km，考虑海岛的开发以及海上风电的兴起，海底电缆的需求将进一步增长；

新能源领域市场空间巨大

- **核电：**截至 2009 年底，我国核电装机容量为 9.08GW，根据新能源发展规划，到 2020 年核电装机容量将接近 75-80GW，以 100MW 核电站对于核电用电线电缆产品需求 1 亿人民币计算，未来 10 年每年核电用电缆的市场容量达到 65~70 亿元，受日本核危机的影响，我国核电的审批停滞了一年，使得核电建设放缓，目前核电审批即将重启，我们认为核电的重启将带动核电用电缆市场快速增长；
- **风电：**根据中国风力发电行业路线图，我国风电装机容量到 2020 年将达到 200 GW，经过过去 5 年的高速增长，截至 2011 年底，我国风电装机容量已经达到 62.7 GW，风电行业进入平稳发展阶段，未来每年的新增装机容量约为 15 GW，一般来说 1MW 风机需要点电力电缆 500 m，控制电缆 2 km，电源电缆 2 km，由此估算，未来几年风电电缆的年均需求约为 6.75 万 km；
- **太阳能用电缆前景广阔：**截至 2011 年底，我国太阳能累积装机容量约为 3 GW，消息显示即将出台的《“十二五”可再生能源发展规划》将“十二五”光伏装机总量目标上调至 10 GW，意味着国内光伏行业将进入快速增长的轨道，按照每 MW 光伏发电装机容量约需用光伏发电用电缆 19 km 计算，未来几年的需求将达到 13.3 万 km，每年的市场容量达到 3.3 万 km；

风险提示

- **大客户依赖风险：**公司对单一大客户中国石油的收入占比达到 47%，受石化行业固定资产投资和中国石油采购影响巨大；
- **铜价剧烈波动的风险：**铜杆占公司产品成本的 80%以上，虽然公司采用远期订单点价锁铜和近期订单现货采购等手段规避风险，但是在铜价短期大幅波动的情况下仍会给公司带来存货跌价的风险。

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	917	1,192	1,331	1,527	1,906	2,406
增长率		30.0%	11.7%	14.7%	24.9%	26.2%
主营业务成本	-592	-827	-945	-1,100	-1,398	-1,794
%销售收入	64.6%	69.4%	71.0%	72.0%	73.3%	74.6%
毛利	325	365	386	427	509	612
%销售收入	35.4%	30.6%	29.0%	28.0%	26.7%	25.4%
营业税金及附加	-9	-6	-11	-12	-15	-19
%销售收入	1.0%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-108	-105	-92	-104	-130	-164
%销售收入	11.8%	8.8%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%
管理费用	-64	-87	-66	-79	-97	-120
%销售收入	7.0%	7.3%	5.0%	5.2%	5.1%	5.0%
息税前利润（EBIT）	144	166	217	232	266	309
%销售收入	15.7%	13.9%	16.3%	15.2%	14.0%	12.8%
财务费用	-24	-47	-54	-29	-17	-14
%销售收入	2.6%	3.9%	4.1%	1.9%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-1	3	-7	-6	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	119	120	155	196	243	288
营业利润率	13.0%	10.1%	11.7%	12.8%	12.8%	11.9%
营业外收支	4	7	1	0	0	0
税前利润	123	127	156	196	243	288
利润率	13.4%	10.7%	11.7%	12.8%	12.8%	11.9%
所得税	-25	-22	-24	-30	-38	-45
所得税率	20.0%	17.6%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	98	105	133	166	205	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	98	105	133	166	205	243
净利率	10.7%	8.8%	10.0%	10.8%	10.8%	10.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	0	166	205	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	36	57	74
非经营收益	0	0	0	44	29	24
营运资金变动	0	0	0	-21	-145	-191
经营活动现金净流	0	0	0	225	146	150
资本开支	-67	-144	-152	-327	-104	-85
投资	-2	-18	0	-1	0	0
其他	0	0	-53	0	0	0
投资活动现金净流	-69	-163	-205	-328	-104	-85
股权募资	0	55	0	731	-31	0
债权募资	129	249	42	-197	-149	-6
其他	-30	-111	-13	-38	-64	-59
筹资活动现金净流	99	194	29	496	-245	-65
现金净流量	29	31	-175	393	-202	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）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	98	348	309	702	500	500
应收款项	512	561	689	709	880	1,107
存货	94	142	103	151	191	246
其他流动资产	4	8	37	46	58	74
流动资产	708	1,060	1,138	1,608	1,630	1,927
%总资产	71.1%	71.6%	67.4%	65.6%	64.5%	67.8%
长期投资	5	21	21	22	21	21
固定资产	249	315	448	743	797	814
%总资产	25.0%	21.3%	26.5%	30.3%	31.5%	28.6%
无形资产	30	78	75	75	76	77
非流动资产	288	421	551	842	896	914
%总资产	28.9%	28.4%	32.6%	34.4%	35.5%	32.2%
资产总计	996	1,481	1,689	2,450	2,526	2,841
短期借款	291	495	472	317	168	161
应付款项	158	223	203	270	343	439
其他流动负债	27	25	54	84	96	113
流动负债	475	742	730	671	607	713
长期贷款	85	130	195	195	195	196
其他长期负债	0	19	42	0	0	0
负债	560	892	967	866	802	909
普通股股东权益	436	589	722	1,584	1,724	1,932
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	996	1,481	1,689	2,450	2,526	2,841

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.492	0.404	0.511	0.478	0.593	0.701
每股净资产	2.179	2.266	2.777	4.570	4.973	5.574
每股经营现金净流	0.051	0.556	0.354	0.648	0.422	0.432
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	22.60%	17.82%	18.40%	10.45%	11.92%	12.57%
总资产收益率	9.88%	7.09%	7.86%	6.76%	8.14%	8.55%
投入资本收益率	14.19%	11.25%	13.25%	9.33%	10.79%	11.40%
增长率						
主营业务收入增长率	7.51%	30.00%	11.71%	14.68%	24.85%	26.22%
EBIT增长率	5.43%	15.12%	30.70%	6.90%	15.05%	15.89%
净利润增长率	23.29%	6.59%	26.55%	24.72%	24.04%	18.24%
总资产增长率	28.26%	48.64%	14.06%	45.08%	3.07%	12.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	156.3	144.0	151.5	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	51.1	52.0	47.3	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	48.1	32.4	26.2	29.3	29.3	29.3
固定资产周转天数	88.7	68.7	58.6	97.5	126.6	105.9
偿债能力						
净负债/股东权益	63.64%	46.90%	49.58%	-12.02%	-7.97%	-7.42%
EBIT利息保障倍数	5.9	3.6	4.0	7.9	15.7	22.1
资产负债率	56.26%	60.21%	57.26%	35.34%	31.74%	31.98%

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

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