

推荐

# 受益建筑节能市场爆发的成长性硬泡组合聚醚供应商

联创节能(300343)新股分析报告

## 投资要点：

- ◆ 公司为聚氨酯硬泡组合聚醚成长性企业。公司主营聚氨酯硬泡组合聚醚，在太阳能热水器领域市有率为30%，建筑节能领域市占率约13%。公司近两年主营收入分别增长59%和42%，近三年归属于股东净利润分别增长311%，131%和56%，成长能力突出。
- ◆ 建筑节能即将引爆行业需求。目前国内建筑节能领域需求仅占聚氨酯总需求的22%左右，而美国该占比达到55%，空间很大；聚氨酯硬泡在保温、阻燃等关键性能方面显著优于目前主流占70%市场的聚苯板，但目前前者每平米系统造价比后者约贵40-70元，性价比尚不突出。但是在政策的强力推动下，东北、北京、江苏等市场聚氨酯硬泡对聚苯板的替代已经呈现加速之势，目前我国有430亿平米存量建筑，每年新建20亿平米，如果该市场一旦全面打开，将带动聚氨酯硬泡需求呈爆发性增长。
- ◆ 公司研发和客户服务优势突出。公司具备出色的配方设计和研发能力，能够快速响应客户需求；2010年成功研制B1级聚氨酯板材，扫清了建筑节能领域应用障碍；近两年公司产品供不应求，产能利用率高达128%，客户满意度较高；公司还是建设部科技司“聚氨酯建筑节能应用推广工作组”中唯一的组合聚醚供应商。
- ◆ 募投项目盈利能力很强。主要募投项目3万吨/年组合聚醚项目经测算全部投产后年收入约4亿元，净利润约5000万元，年投资回报率高达36.6%，投资回报非常可观。
- ◆ 预计开盘价格区间位于**29.48-33.5/股**。预计2012-2014年EPS分别为1.34元、2.13元和2.47元，合理估值22-25倍PE，对应股价29.48-33.5，发行价仅为28.1元/股，给予推荐评级。

## 公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	446.19	513.12	795.33	938.49
同比%	31.59	15.00	55.00	18.00
归属母公司净利润(百万元)	50.90	53.68	85.33	98.91
同比%	56.46	5.46	58.97	15.92
毛利率%	15.02	15.00	15.00	15.00
ROE%	39.40	11.92	16.59	16.80
每股收益(元)	1.70	1.34	2.13	2.47
每股净资产(元)	4.31	11.26	12.86	14.72
市盈率(倍)	16.56	20.94	13.17	11.36
市净率(倍)	6.52	2.50	2.18	1.91

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

风险评级：较高风险

2012年7月23日

李隆海

SAC 执业证书编号：  
S0340510120006研究助理：杨柳波  
电话：0769-22110619  
邮箱：ylb1@dgzq.com.cn

## 主要数据

发行价(元)	28.1
申购日期	7月20日
发行股份(万股)	1000
IPO后总股本(万股)	4000
发行市盈率(倍)	25
申购上限(股)	5000
上限资金(万元)	14.05

## 目录

1. 公司基本情况 .....	3
2. 行业基本情况 .....	4
2.1 聚氨酯行业简介 .....	4
2.2 聚氨酯硬泡组合聚醚行业简介 .....	6
3 影响公司的行业关键因素前瞻 .....	6
3.1 行业关键因素分析之一：建筑节能需求引爆点正在到来 .....	6
3.2 行业关键因素分析之二：太阳能热水器看政策和出口 .....	8
4. 发行人竞争优势 .....	8
4.1 技术优势：出色的配方设计和研制能力 .....	8
4.2 服务优势：快速响应需求和个性化服务能力 .....	8
4.3 人均效率优势：人均收入和净利润远高于创业板平均水平 .....	8
5、募投项目分析 .....	9
6、盈利预测与估值 .....	9
7、风险因素 .....	9

## 插图目录

图 1：本次发行前公司股权结构 .....	3
图 2：2011 年主营收入来源分行业 .....	3
图 3：2011 年主营收入来源分地区 .....	3
图 4：近两年主营收入保持高速增长 .....	4
图 5：近三年净利润保持高速增长 .....	4
图 6：近三年盈利能力稳步提升 .....	4
图 7：营运资产保持高速周转 .....	4
图 8：聚氨酯产业链概览 .....	5
图 9 中国聚氨酯硬泡消费结构 .....	7
图 10 美国聚氨酯硬泡消费结构 .....	7

## 表格目录

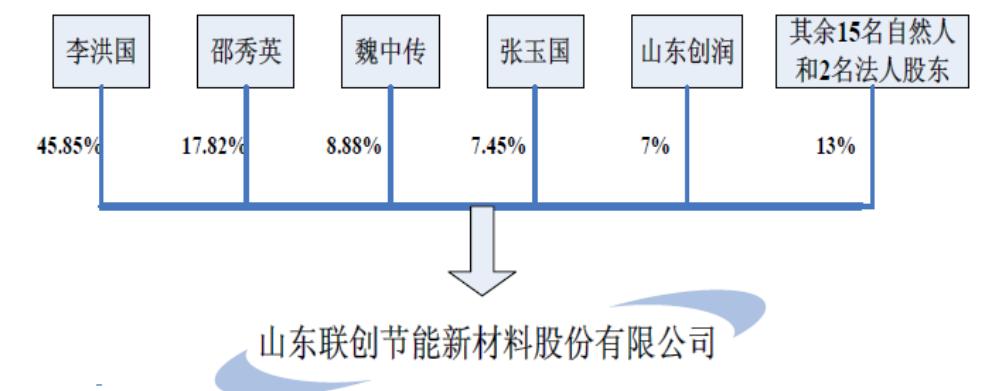
表 1：聚氨酯制品及其用途 .....	4
表 2：聚氨酯硬泡组合聚醚主要供应商一览（2011 年） .....	6
表 3：主要保温材料导热系数一览 .....	7

## 1. 公司基本情况：高成长硬泡组合聚醚供应商

公司由原淄博联创聚氨酯有限公司于 2010 年改制成立，核心团队控股，本次发行前董事长兼总经理李洪国持股 45.85%，为实际控制人。公司主营聚氨酯硬泡组合聚醚，另少量经销聚合 MDI 以满足客户需要，产品主要用于太阳能热水器（41.66%）、建筑节能（47.7%）和冰箱冰柜（10%）行业。公司目前产能约 2 万吨，2011 年和 2010 年开工率分别达到 128.86% 和 103.1%，产销率近 100%，市场表现出供不应求的局面。公司在太阳能热水器市场占有率达 30%，居国内第一，在建筑节能领域市场占有率约 13%，处于起步较早的第一阵营。公司近两年主营业务收入同比增速分别达 59% 和 42%，近三年归属于股东净利润同比增速分别达 311%，131% 和 56%，毛利率稳定在 18% 左右，销售净利率随费用率下降稳步提升，公司毛利率水平高于同类上市公司红宝丽，后者 2011 年毛利率仅为 13.67%，主要原因是红宝丽主攻的冰箱冷柜市场增速放缓，客户压价严重。公司主要生产成本来源于单体聚醚，其占比近 70%；其次为发泡剂，占比近 17%。

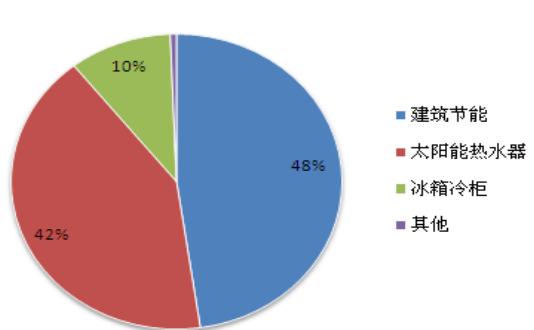
公司主要经营模式可简单描述如下：外购单体聚醚、发泡剂、稳定剂、阻燃剂、催化剂等原材料，通过自研配方对原材料进行不同的组合以满足客户对聚氨酯材料不同的需求，另外外购部分聚合 MDI，一方面用于研发配方，另一方面配合硬泡组合聚醚销售。公司经营模式的特点为轻资产高周转，核心竞争力和价值创造来源于高性价比的配方和优质的客户服务，销售定价模式主要为成本加成，由于客户需求的多样性和定制性，客户粘性较强，在目前的行业竞争强度下，毛利水平虽不高但能够基本保持稳定。

图 1：本次发行前公司股权结构



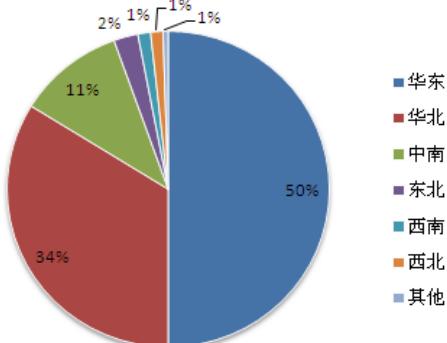
资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

图 2：2011 年主营收入来源分行业

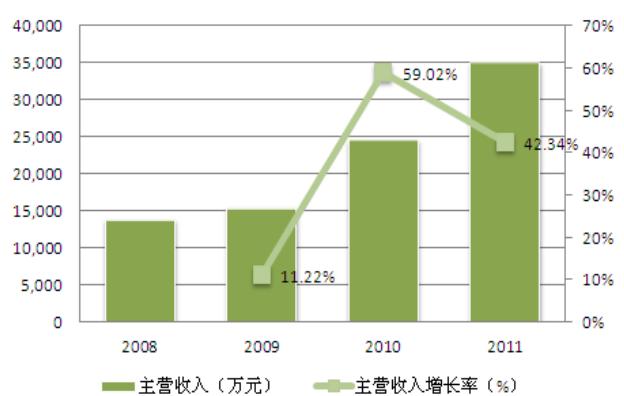


资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

图 3：2011 年主营收入来源分地区



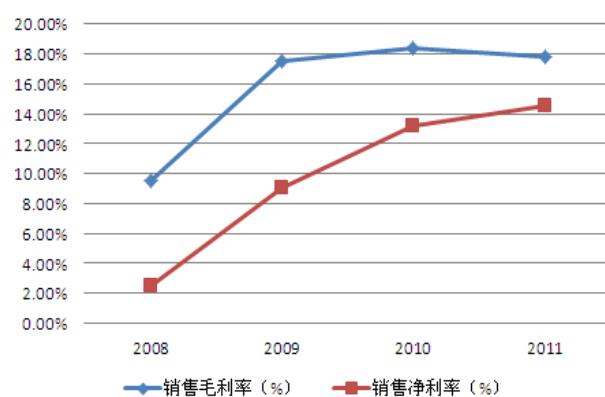
资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

**图 4：近两年主营收入保持高速增长**


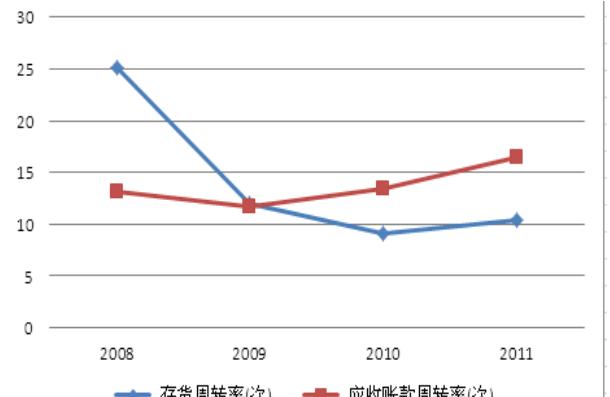
资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

**图 5：近三年净利润保持高速增长**


资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

**图 6：近三年盈利能力稳步提升**


资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

**图 7：营运资产保持高速周转**


资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

## 2. 行业基本情况：关键在需求分析

### 2.1 聚氨酯行业简介

聚氨酯材料具有有低温柔顺性好、导热系数低、抗冲击性高、耐辐射、回弹范围广、粘结性好等诸多优良性能，兼具高分子塑料和合成橡胶的优点，用途广泛，是一种性能优良的化工新材料。

**表 1：聚氨酯制品及其用途**

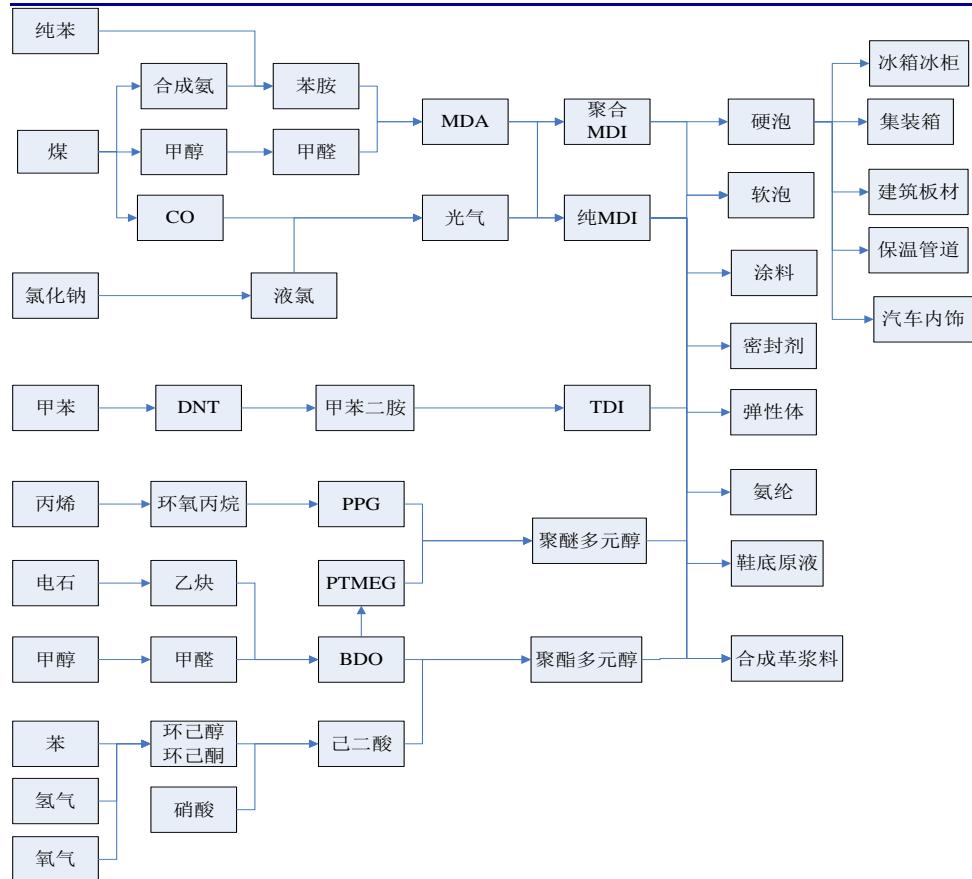
聚氨酯制品		主要用途
泡 沫 材 料	硬泡（公司所处行业）	主要应用于电器（冰箱、冰柜、电热水器、太阳能热水器）、建筑（建筑墙体保温、屋面防水保温、建筑管道保温、房屋装修、夹层板材、冷库等）、工业（工业管道及输送管道保温、热力管网保温、设备保温等）、运输（冷藏车、冷藏冷冻集装箱等）、仿木装饰（家具、相框、花盆、园艺装饰）、航空航天（燃料保温）及其他方面。
	软泡：高回弹泡，半硬泡，自	主要运用于运输业（飞机、火车、汽车、摩托车仪表板、座垫、扶手、方向盘、顶棚和车厢隔音保温材料）、家具行业（沙发、座椅、床垫等）

	结皮泡	和其他行业（包装、服装鞋帽衬垫等）
非泡沫材料	弹性体	主要运用于交通工业（汽车保险杠、汽车、火车减震零部件）、建筑业（跑道、防水材料等）、油田（旋流除沙器部件、凡尔胶等）、矿山（选矿与选煤筛网、浮选机部件、砂磨机零件、矿砂输送管等）、冶金工业（冷轧厂、钢管厂及彩涂不锈钢厂的一些零部件）、纺织工业（胶辊、胶带等）、体育（轮滑、跑道等）、医药（人造血管、心脏瓣膜）等
	合成革和人造革	主要应用于服装、箱包、地板、汽车装饰、鞋面等
	鞋底原液	主要用作鞋底
	氨纶	主要运用于服装、内衣、休闲运动服、袜子及医用绷带等领域
	胶黏剂	主要应用于建筑、制鞋、复合薄膜包装和汽车等方面
	涂料	主要应用于家具、木材、运输、建筑、防腐等方面
	生态粘合剂	主要应用于农作物秸秆制备的零甲醛的家具、地板等方面

资料来源：合成树脂及塑料速查手册，东莞证券研究所

聚氨酯的合成主要用到两大类原料，一是异氰酸酯，主要包括MDI和TDI；二是组合聚酯或聚醚多元醇，涵盖范围则相当广泛。一般来讲，异腈酸酯成份比较固定，但组合聚酯或聚醚却有成千上万种变化，聚氨酯材料性能主要由组合聚酯或聚醚的配方决定。

**图 8：聚氨酯产业链概览**



资料来源：东莞证券研究所

## 2.2 聚氨酯硬泡组合聚醚行业简介

2005 到 2010 年，国内硬泡组合聚醚产量从 22 万吨/年增长到 53 万吨/年，消费量从 24.4 万吨/年增长到 56.8 万吨/年，年均复合增长 18.4%。下游需求冷藏保温占 58%，建筑节能占 22%，太阳能热水器占 5%，汽车占 7%，家具占 4%，其他占 4%。行业进入门槛较低，属完全竞争行业，主要生产厂家包括：巴斯夫、亨斯曼、拜耳、陶氏、南京红宝丽、山东联创、万华荣威、东大聚合物、绍兴恒丰、广州郎腾等，2010 年年销量 2 万吨以上的有 6 家，合计占比 39%，市场集中度偏低。冷藏保温领域中，南京红宝丽处于绝对优势，市场占有率达 28%，远高于居第二位的万华荣威 6% 的市场份额；太阳能热水器领域中，发行人以 30% 的市占率处于绝对优势地位，居第二位东大聚合物市占率为 14%；在建筑节能领域中，发行人凭借在连续性板材方面的优势夺得 13% 的市场份额，但尚不及巴斯夫、拜耳等国际巨头。

就行业特征而言，硬泡组合聚醚行业具有投资小、订单小、需求多样化、资产周转率高等特点，以发行人为例，2011 年末固定资产账面价值仅为 658 万元，占总资产比例不到 3%。由于产能闲置成本很低，相对而言不必过分担心产能过剩的问题，供给端分析居次要地位；同时由于普遍采用成本加成模式定价，成本端分析重要性也大大降低；因此，就行业而言，需求端分析最为关键；而就公司而言，配方和客户服务是核心竞争要素。

表 2：聚氨酯硬泡组合聚醚主要供应商一览（2011 年）

公司名称	销量（万吨）	市场占有率（%）
南京红宝丽	8.3	15.34%
巴斯夫	3	5.55%
万华荣威	2.8	5.18%
拜耳	2.5	4.62%
亨斯迈	2.5	4.62%
联创节能	2	3.70%
东大聚合物	1.8	3.33%
绍兴恒丰	1.5	2.77%
光阳实业	1.5	2.77%
陶氏	1.2	2.22%
广州郎腾	1.2	2.22%
天津天寰	1.2	2.22%
其他	24.6	45.47%
合计	54.1	100%

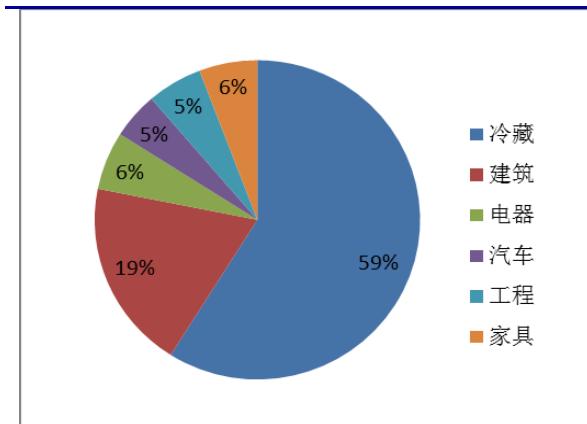
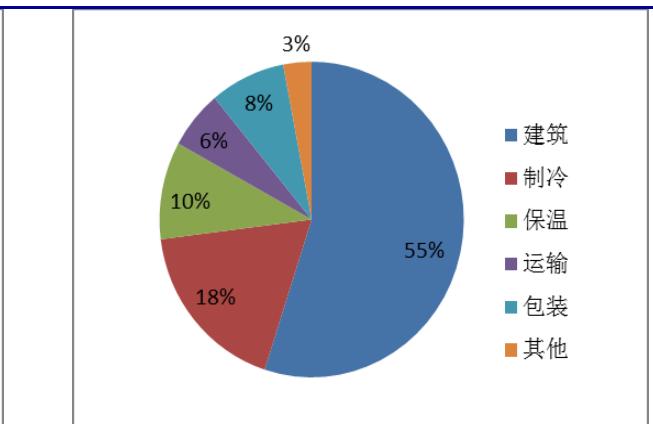
资料来源：东莞证券研究所，联创节能招股说明书

## 3 影响公司的行业关键因素前瞻

### 3.1 行业关键因素分析之一：建筑节能需求引爆点正在到来

2010 年我国建筑节能用聚氨酯硬泡消费占比仅为 22%，而同期美国为 55%，我国建筑节能用聚氨酯发展空间巨大。目前我国建筑保温材料主要采用聚苯板，其占比高达 70%，而聚氨酯占比仅为 10%。聚氨酯硬泡具有密度小、导热系数低，闭孔率高和高阻燃等优良性能，从下表可以看到，聚氨酯硬泡在下列所有主流建筑材料中导热系数最低。同时在阻燃性能方面，由于聚苯乙烯属于热塑产品，当遇火温度提高时，保温材料会软化，带火的熔滴会引燃其他易燃物，从而加速火势扩散；而聚氨酯硬泡是热固产品，在

燃烧过程中不会发生熔滴现象，表面会碳化结焦，离火自熄，从而避免引燃其他易燃物保护建筑结构。因此，从性能上讲，聚氨酯毫无疑问显著优于目前市场上大量使用的聚苯板，制约聚氨酯材料在建筑节能市场上大规模应用的唯一壁垒就是价格。以山东地区节能 65% 所需保温层厚度为依据，目前 B1 级聚苯板系统造价为 86-125 元/平米，而 B1 级聚氨酯系统造价为 155-165 元/平米，目前来讲尚不具备绝对的性价比优势。

**图 9：中国聚氨酯硬泡消费结构**

**图 10：美国聚氨酯硬泡消费结构**


资料来源：东莞证券研究所，化学工业

资料来源：东莞证券研究所，化学工业

**表 3：主要保温材料导热系数一览**

材料	导热系数(W/mK)
聚氨酯硬泡 (PU)	0.017-0.023
挤塑聚苯乙烯 (XPS)	0.03
发泡聚苯乙烯 (EPS)	0.04
矿棉	0.043
软木	0.045
椰壳纤维	0.05
胶粉聚苯颗粒砂浆	0.06
木纤维	0.065
麦秆	0.09
膨胀粘土	0.1

资料来源：东莞证券研究所，中国环氧树脂协会

但是，由于政策强力推动，建筑节能市场聚氨酯对聚苯板的替代有加速的趋势。主要表现在：（1）2011 年 12 月 30 日，国务院颁布《关于加强和改进消防工作的意见》即 46 号文，其中“新建、改建、扩建工程的外保温材料一律不得使用易燃材料（B3 级），严格限制使用可燃材料。”（即有条件使用 B2 级保温材料，鼓励使用 B1 级保温材料）；（2）2012 年 4 月 11 日，北京市出台政策要求使用燃烧性能为 A 级以及符合 A 级热固性外保温材料，几乎限定了使用聚氨酯材料；（3）江苏省 4 月 1 日出台的《关于加快保障性安居工程建设的意见》中规定，从 2011 年起，各地新建的廉租房、公共租赁房一律按成品房标准建设，并按国家和省居住建筑节能标准设计建造，引导鼓励保障房创建绿色建筑；（4）为加快建筑保温材料的革新，建设部科技司召开了硬质聚氨酯泡沫在建筑节能领域推广应用研讨会，确定成立“聚氨酯建筑节能应用推广工作组”，公司作为唯一的专业组合聚醚生产商成为工作组成员单位。

目前据公司反映，全国部分地区如东北、北京、江苏等地聚氨酯材料对聚苯板的替代已经呈现加速之势，正因为上述地区建筑用聚氨酯需求快速增加，公司产能吃紧，2011 年产能利用率高达 128%，且 2011 建筑节能用聚氨酯组合聚醚销售收入占比首次超过太

阳能热水器居第一位。我们判断建筑节能用聚氨酯材料需求引爆点正在到来，目前我国既有建筑存量达 430 多亿平方米，95% 属于高耗能建筑，每年新建建筑达 20 亿平方米，该市场一旦打开，前途不可限量。公司 2010 年已经研发成功 B1 级建筑板材，并成为建设部科技司聚氨酯建筑节能应用推广工作组中唯一的组合聚醚生产商，公司在供给上不存在技术瓶颈，一旦行业需求爆发，公司能够迅速把握机会。

### 3.2 行业关键因素分析之二：太阳能热水器看政策和出口

太阳能热水器的优点是环保和节能，因而也是政策重点支持的对象，根据中国节能协会披露的数据，每平方米太阳能热水器年可替代标准煤 150 千克，相当于 417 度电；但太阳能热水器缺点也比较明显，比如一次性投资大，安装维护难度大，占地面积大，阴天和冬天加热效果差等。因此，太阳能热水器比较适合需要大规模供热的学校、工厂等单位和人口稀疏的农村地区。2000-2010 年，国内太阳能热水器年产量由 640 万平方米增至 4900 万平方米，年均复合增长 22.6%，同时我国太阳能热水器出口保持高速增长，2001-2009 年年均复合增速达 50%。目前我国已经成为世界上最大的太阳能热水器生产国和消费国，未来主要看点在政策推动和出口。普华咨询预计，未来三年太阳能热水器用硬泡组合聚醚需求年均增速仍将超过 20%。

## 4. 发行人竞争优势

### 4.1 技术优势：出色的配方设计和研制能力

(1) 在太阳能热水器领域，公司为客户解决了太阳能热水器泡沫存在的泡沫收缩、开裂、粘结、挤扁内胆等技术难题，针对太阳能热水器发泡工艺的特殊要求，在国内首创并推广了“一枪注料太阳能热水器专用组合聚醚”，通过一次发泡成型大幅提升了太阳能热水器的产品质量和生产效率，推动了太阳能行业的技术升级。(2) 在聚氨酯板材领域，公司打破了巴斯夫、亨斯曼、拜耳等跨国公司对国内市场的长期垄断，并创造了 20 米/分钟的连续性板材生产速度记录；是国内较早将“低密度 100% 水基板材专用组合聚醚”批量应用到聚氨酯板材行业的企业。在聚氨酯硬泡阻燃性方面，公司研制出了氧指数 $\geq 32$  的 B1 级高阻燃喷涂用硬泡组合聚醚，该产品可以确保聚氨酯外墙保温材料达到更高的阻燃要求，技术水平国内领先。(3) 公司积累了 500 多个具有实用价值的配方，形成了丰富的产品系列，在 HCFC-141b 替代技术方面处于行业领先地位。(4) 通过出色的配方设计和研制能力，公司产品获得了较高的性价比和一定的成本优势。

### 4.2 服务优势：快速响应需求和个性化服务能力

第一，公司建立了“以客户需求为导向，以技术服务为支撑”的价值导向型营销模式，公司建立了完善、专业的客户服务体系。产品研发、销售方面：公司通过制度建设加强了技术部、市场部和其他部门的衔接和配合，有效实现了研发能力向实际服务能力的转换，建立了客户需求的快速响应机制；在售后服务方面：公司设立了“全天候恒温服务”的技术服务热线，与客户建立了更多的沟通渠道，形成了更加牢固的合作关系。第二，公司能够为客户提供个性化的解决方案。公司会根据客户对聚氨酯硬泡的性能要求，为其提供包括聚合 MDI 代购、技术指导以及客户生产工艺改进在内的个性化整体解决方案。

### 4.3 人均效率优势：人均收入和净利润远高于创业板平均水平

2011 年公司员工共 89 名，主营业务收入 3.5 亿元，净利润 5090 万元，人均收入和利润分别为 393 万元和 57 万元，是创业板所有制造业公司平均水平的 500 倍和 4.8 倍，公司运营效率非常之高。

## 5、募投项目分析：投资回报率很高

公司计划发行 1000 股，计划募集 1.85 亿元用于 3 万吨/年组合聚醚及配套聚醚多元醇项目、研发中心及中式车间项目以及补充流动资金，其中组合聚醚和研发中心项目已经获得环评和淄博市发改委备案。组合聚醚项目建成后，公司组合聚醚产能将由 2 万吨/年增至 5 万吨/年，增幅达 150%，目前该项目基建工程正在建设中，预计 9 月份进行设备调试，10 月份投产，公司预计该项目产能 2012 年释放 15%，2013 年释放 75%，2014 年全部释放。我们预计该项目全部释放后可实现年收入 4 亿元，净利润约 5000 万，而该项目总投资仅为 1.36 亿元，年投资回报率高达 36%，非常可观。

## 6、盈利预测与估值：给予“推荐”评级。

我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别增长 15%、55% 和 18%，归属于上市公司股东的净利润分别增长 5.5%、58.97% 和 15.92%，EPS 分别为 1.34 元、2.13 元和 2.47 元，根据公司成长性和业绩确定性，给予 2012 年业绩 22-25 倍估值，合理股价区间 29.48-33.5 元/股，公司发行价 28.1 元/股，存在估值修复机会，给予“推荐”评级。

## 7、风险因素

- (1) 建筑节能市场销售不及预期；
- (2) 太阳能热水器市场销售大幅萎缩；

## 附表：财务报表预测与比例分析

利润表				现金流量表					
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>446.19</b>	<b>513.12</b>	<b>795.33</b>	<b>938.49</b>	<b>净利润</b>	<b>50.90</b>	<b>53.68</b>	<b>85.33</b>	<b>98.91</b>
营业成本	379.17	436.15	676.03	797.72	折旧与摊销	1.59	3.03	7.49	9.27
营业税金及附加	1.39	1.60	2.48	2.93	财务支出	0.92	-3.76	-8.33	-7.73
销售费用	7.28	8.37	12.98	15.32	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	6.61	7.60	11.78	13.90	净营运资本变动	-17.56	-2.35	-5.13	-2.86
财务费用	0.37	-3.76	-8.33	-7.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>35.85</b>	<b>50.60</b>	<b>79.36</b>	<b>97.59</b>
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-22.98	-92.07	1.51	1.76
<b>其他经营收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	其它投资	26.50	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>51.53</b>	<b>63.15</b>	<b>100.39</b>	<b>116.36</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>3.52</b>	<b>-92.07</b>	<b>1.51</b>	<b>1.76</b>
<b>利润总额</b>	<b>58.54</b>	<b>63.15</b>	<b>100.39</b>	<b>116.36</b>	股权融资	0.00	281.00	0.00	0.00
减 所得税	7.64	9.47	15.06	17.45	债券融资	20.00	-84.97	37.20	39.77
<b>净利润</b>	<b>50.90</b>	<b>53.68</b>	<b>85.33</b>	<b>98.91</b>	股利分配及其它	-0.94	-9.66	-13.01	-16.99
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流</b>	<b>19.06</b>	<b>186.37</b>	<b>24.20</b>	<b>22.77</b>
<b>归母公司净利润</b>	<b>50.90</b>	<b>53.68</b>	<b>85.33</b>	<b>98.91</b>	货币资金净变动	58.43	144.90	105.06	122.12

资产负债表				主要财务比率					
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	科目	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	67.12	212.02	317.08	439.20	<b>成长能力(YOY)</b>				
应收账款	27.35	31.45	48.74	57.52	营业收入	31.59%	15.00%	55.00%	18.00%
预付账款	12.64	14.54	22.54	26.60	营业利润	38.47%	22.55%	58.97%	15.92%
存货	33.73	40.03	61.82	73.13	归母公司净利润	56.46%	5.46%	58.97%	15.92%
其它	32.35	32.39	32.56	32.65	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>173.19</b>	<b>330.43</b>	<b>482.75</b>	<b>629.10</b>	销售毛利率	15.02%	15.00%	15.00%	15.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	11.41%	10.46%	10.73%	10.54%
固定资产合计	6.58	43.11	58.24	61.32	ROE	39.40%	11.92%	16.59%	16.80%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	33.78%	32.78%	13.52%	16.49%
其它	44.52	97.02	72.90	58.79	<b>偿债能力</b>				
<b>非流动资产合计</b>	<b>51.10</b>	<b>140.14</b>	<b>131.14</b>	<b>120.11</b>	资产负债率	32.78%	13.52%	16.49%	15.69%
<b>资产总计</b>	<b>224.28</b>	<b>470.57</b>	<b>613.89</b>	<b>749.21</b>	流动比率	2.32	-909.49	6.11	4.49
短期借款	8.00	-76.97	-39.77	0.00	速动比率	1.87	-799.32	5.33	3.97
应付账款	26.17	30.10	46.65	55.05	<b>营运能力</b>				
预收款项	12.41	14.27	22.12	26.11	资产周转率	2.17	1.48	1.47	1.38
其它	28.04	32.23	49.95	58.94	存货周转率	10.45	11.83	13.28	11.82
<b>流动负债合计</b>	<b>74.61</b>	<b>-0.36</b>	<b>78.96</b>	<b>140.10</b>	应收账款周转率	16.48	17.46	19.84	17.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标</b>				
其它	0.00	20.50	20.50	20.50	每股收益	1.70	1.34	2.13	2.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>20.50</b>	<b>20.50</b>	<b>20.50</b>	每股经营现金流	119.49	126.51	198.39	243.97
<b>负债合计</b>	<b>95.11</b>	<b>20.13</b>	<b>99.46</b>	<b>160.60</b>	每股净资产	4.31	11.26	12.86	14.72
实收资本	30.00	40.00	40.00	40.00	每股股利	0.00	0.34	0.53	0.62
资本公积	23.16	294.16	294.16	294.16	<b>估值指标</b>				
留存收益及其它	76.02	116.27	180.27	254.45	PE	16.56	20.94	13.17	11.36
<b>所有者权益合计</b>	<b>129.17</b>	<b>450.43</b>	<b>514.43</b>	<b>588.61</b>	PB	6.52	2.50	2.18	1.91
<b>负债和权益总计</b>	<b>224.28</b>	<b>470.57</b>	<b>613.89</b>	<b>749.21</b>	EV/EBITDA	14.70	12.56	7.87	6.65

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn