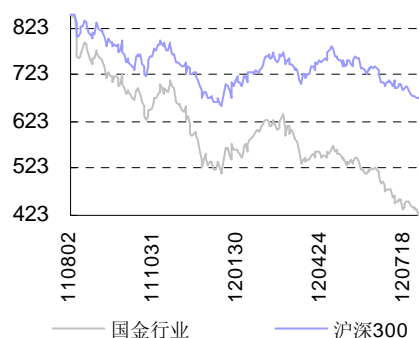


目标价格(人民币): 51.10-56.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	66.00
发行A股数量(百万股)	12.57
总股本(百万股)	50.27
国金太阳能指数	430.15
沪深300指数	2358.65



具备核心技术的MO源供应商

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.493	4.720	2.837	3.223	3.713
每股净资产(元)	2.65	7.36	24.47	27.32	31.03
每股经营性现金流(元)	2.18	3.14	3.60	3.10	3.58
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	89.02	27.51	24.44	24.44	24.44
净利润增长率(%)	691.94%	216.08%	-19.86%	13.60%	15.22%
净资产收益率(%)	56.40%	64.11%	11.59%	11.80%	11.97%
总股本(百万股)	37.70	37.70	50.27	50.27	50.27

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

- **MO源具备较高的技术壁垒,但进入者逐渐增多:** MO源是LED和聚光光伏的核心原材料,全球主要供应商包括Dow、SAFC Hitech、Akzo Nobel、南大光电4家,2010年市场占有率合计约为90%,但是目前住友化学、Albemarle、韩国Lake LED Materials和Daystar等化工巨头已经开始供货,国内厂商普耀光电也已开始送样;
- **量价齐升时代已过,MO源进入买方市场:** 过去两年MOCVD设备的投资高峰造成MO源供应短缺,TMG价格从1.28万/kg上升至3.5万/kg,随着上游供应商大幅扩产,2011年下半年MO源由卖方市场进入买方市场,目前TMG价格已经下跌过半至1.6-1.7万元/kg,降价趋势短期内仍将延续;
- **MO源需求持续增长,价格大幅下滑导致短期市场萎缩:** 我们预计2012年MO源需求量为62吨,但是由于价格大幅下跌,市场容量为15亿元,较2011年下滑20%左右。随着LED背光渗透率提升通用照明的启动,2015年全球MO源的需求量将增长至110吨左右,复合增速约为25%。
- **国内MO源唯一产业化的供应商:** 公司是目前国内唯一一家拥有自主知识产权并实现MO源产业化生产的企业,2010年公司在国内市场占据60%以上的市场份额,全球市场的市场份额约为15%;
- **受益国内LED行业投资高潮,公司业绩爆发式增长:** 受益于过去两年国内MOCVD设备的投资高峰,公司业绩呈现爆发式增长,2009-2011年营业收入和净利润分别增长了11倍和25.6倍,2011年毛利率高达79.12%,但是随着需求增速和价格的下滑,公司业绩增速将放缓。

投资建议

- 我们预计公司2012-2014年实现净利润分别为1.43亿、1.62亿和1.87亿,对应每股收益分别为2.84元、3.22元和3.71元,2012-2014年业绩增速分别为-19.86%、13.6%和15.22%;
- LED芯片和封装企业2012、2013年的平均市盈率为19倍和15倍,考虑到公司所处行业的技术壁垒和行业地位,我们认为合理估值为2012年的18-20倍,对应合理的估值区间为51.1-56.8元。

风险因素

内容目录

- 三甲基镓等MO源价格持续大幅下滑;

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

国内 MO 源唯一的产业化供应商	3
具备核心技术的 MO 源供应商	3
MO 源技术壁垒高，呈现较高的行业集中度	4
募投项目扩大产能和提升研发能力	5
盈利预测与估值	6
LED 行业发展支撑 MO 源需求持续增长	9
MOCVD 设备投资是 MO 源需求增长的关键	9
量价齐升时代已过，MO 源进入买方市场	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

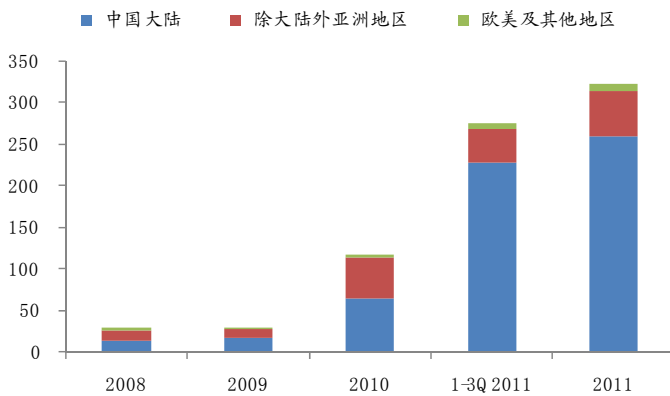
图表 1: 公司销售收入和地区分布	3
图表 2: 公司产品销售构成	3
图表 3: 化学气相沉积制备 LED 外延片	4
图表 4: GaN LED 外延片成本构成	4
图表 5: LED 外延片气体成本构成	4
图表 6: 公司客户构成	5
图表 7: 募投项目产能建设规划	6
图表 8: 高纯金属镓价格走势	6
图表 9: 盈利预测	7
图表 10: 可比公司估值	8
图表 10: MOCVD 新增订单 (百万美元)	9
图表 11: MOCVD 在手订单 (百万美元)	9
图表 12: 全球 MOCVD 保有量预测	10
图表 13: 国内 MOCVD 保有量	10
图表 14: LED 产能分布预测	11
图表 15: 三甲基镓价格走势 (万元/kg)	12
图表 16: 毛利率和净利率变化	12

国内 MO 源唯一的产业化供应商

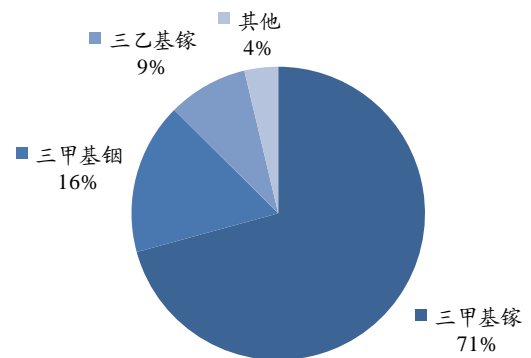
具备核心技术的 MO 源供应商

- 公司是目前国内唯一一家拥有自主知识产权并实现 MO 源产业化生产的企业，也是全球主要的 MO 源生产商，2010 年公司在国内市场占据 60% 以上的市场份额，全球市场的市场份额约为 15%；
- 公司是 LED 产业链上真正掌握核心技术和具备国际竞争力的公司，主要产品包括三甲基镓、三甲基铟、三乙基镓等 MO 源，在 MO 源合成制备、钝化技术、分析检测、封装容器等方面全面达到国际先进水平，不仅实现了产品的进口替代，还远销全球；
- 受益于 2010 年和 2011 年国内 LED 芯片环节的大幅扩容，公司业绩呈现爆发式增长，公司营业收入从 2009 年的 2832 万元上升至 2011 年的 3.23 亿元，增长了 11 倍；净利润由 2009 年的 687 万元上升至 2011 年的 1.76 亿元，增长了 25.6 倍。

图表1: 公司销售收入和地区分布



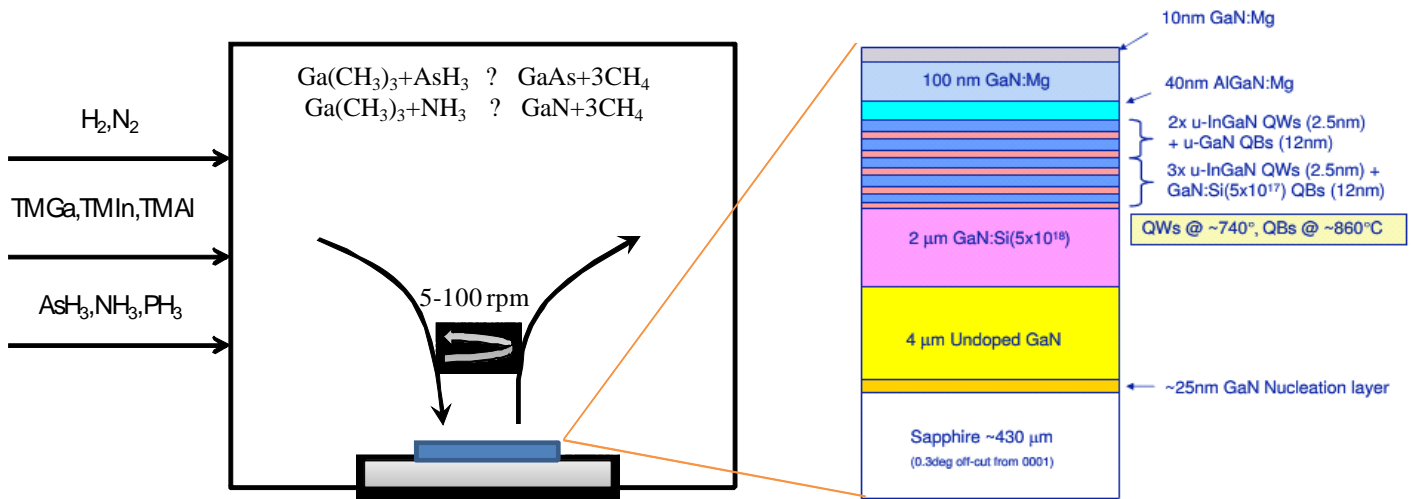
图表2: 公司产品销售构成



来源: 国金证券研究所

- **MO 源是制备 LED 的核心原材料之一:** MO 源即高纯金属有机源，是 LED 和聚光太阳能电池制备的关键支撑原材料，目前 90% 以上的 MO 源都被用来生产 LED 外延片。此外，在相变存储器、半导体激光器、射频集成电路芯片等其他高科技领域的应用也令人期待。

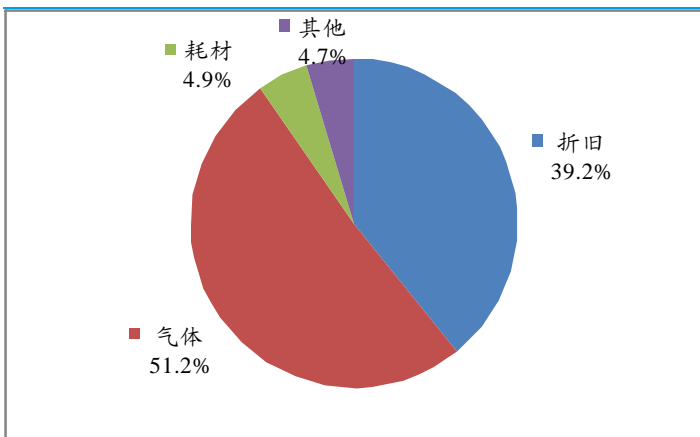
图表3: 化学气相沉积制备 LED 外延片



来源: Aixtron, 国金证券研究所

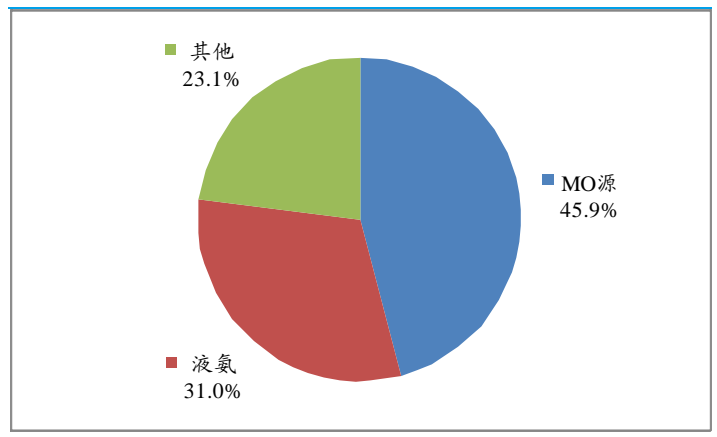
- LED 制造使用的 MO 源主要包括三甲基镓 (TMGa)、三甲基铟 (TMIIn) 和三甲基铝 (TMAI)，其中三甲基镓的用量最大，占比 80%左右；
- 在 LED 外延片生产环节中，MOCVD 设备折旧和高纯气体是最主要的成本构成，约占外延片成本的 39%和 51%，其中 MO 源占比约为 23.5%；

图表4: GaN LED 外延片成本构成



来源: 国金证券研究所

图表5: LED 外延片气体成本构成

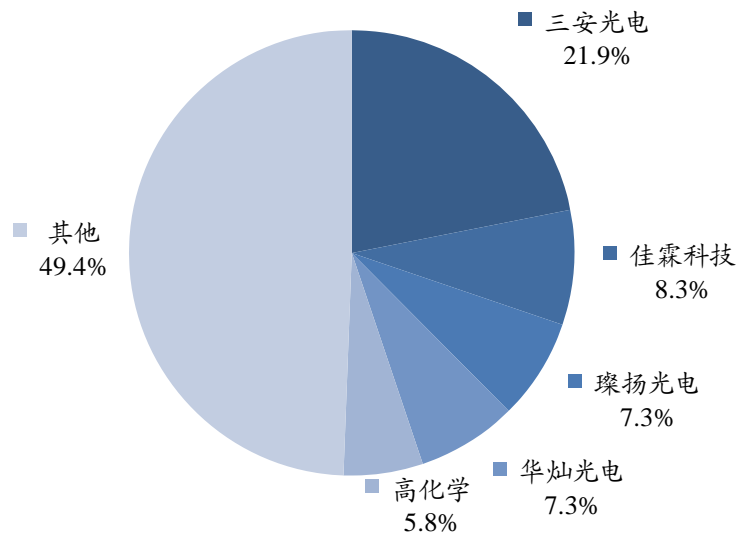


MO 源技术壁垒高，呈现较高的行业集中度

- MO 源行业具备较高的技术壁垒，从全球范围看，主要的供应商包括 Dow、SAFC Hitech、Akzo Nobel、南大光电、住友化学、Albemarle、韩国 Lake LED Materials 和 Daystar，2010 年底前四大供应商的市场占有率合计约为 90%；
- 公司合金法生产工艺具备一定的优势：目前 SAFC Hitech 和 Akzo Nobel 等企业主要采用卤化物法，该方法具有副产物较多、合成效率不高、原材料具有腐蚀性等优点，公司经过多年研发，开发出合金法生产工艺，该工艺副产物较少、合成效率相对较高，对环境基本无污染。
- MO 源制备分为合成、纯化、分析和罐装四个阶段，而纯度是衡量 MO 源质量的关键指标，MO 源的质量直接决定了器件的性能，因此 MO 源主要的技术难点在于纯化，公司采用独有的配合物纯化与精馏技术相结合，使得产品中的有机和无机杂质含量达到国际先进水平，MO 源的纯度稳定在 6.5N(99.99995%)以上。

- **品牌优势和客户粘性使得新进入者短期难以构成威胁：**由于 MO 源对 LED 外延片的质量至关重要，下游厂商对于 MO 源的质量要求较高，往往信任成功量产多年和资历较深的老牌 MO 源生产商，因此在供给没有出现短缺的情况下，新的供应商很难对原有供应体系构成威胁。公司目前在业内已具备突出的品牌优势，成为国内 LED 大厂的主力供应商，同时产品远销亚太和欧美等主流市场，成为 Osram、Toyoda Gosei、晶元光电、首尔半导体等高端客户群体的供应商。

图表6：公司客户构成



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **公司是国内 MO 源产业化的先锋，拥有很强的研发实力和创新能力：**公司作为 863 计划研究成果的产业化基地，分别承担了“十五”、“十一五”、“十二五”期间共五项 863 计划 MO 源产业化攻关项目。经过十年多的发展，公司在 MO 源合成制备、纯化技术、分析检测和封装容器方面已全面达到国际先进水平，打破了国外的垄断。公司 MO 源产品获得科技部火炬高新技术产业开发中心颁发的“国家级火炬计划项目证书”，核心产品被认定为“国家重点新产品”。

募投项目扩大产能和提升研发能力

- 公司 IPO 计划募集资金 1.93 亿元用于高纯金属有机化合物产业化项目，项目一共分 3 期进行，一期 2.5 吨生产线已于 2011 年建成投产，二期和三期项目将于 2012 年开始逐步建设投产，到 2015 年全部达产，新增三甲基镓产能 22.5 吨。
- 同时公司规划 2294 万元用于研发中心建设，用于三乙基镓、半导体相变存储材料二叔丁基砷和薄膜太阳能电池材料二乙基锌等关键材料的研发，进一步提升公司的竞争能力。

图表7: 募投项目产能建设规划

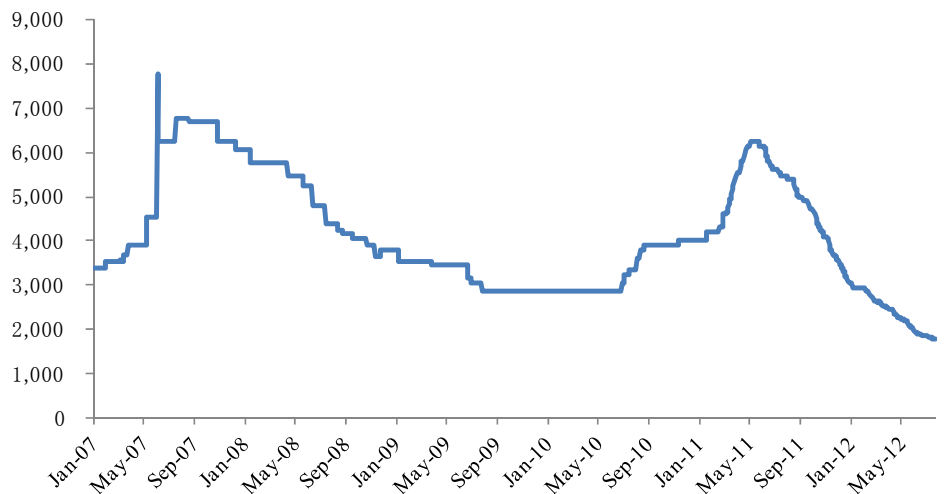
项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
一期	0.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
二期			3.5	7	10	10
三期				3.5	7	10
新增产能合计(吨)	0.4	2.5	6	13	19.5	22.5
原生产线产能(吨)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
产能合计(吨)	3.6	5.7	9.2	16.2	22.7	25.7
产能增速		58%	61%	76%	40%	13%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测与估值

- **产销量假设:** 我们预计到 2015 年 MO 源的需求量将达到 110 吨左右, 年均复合增速达到 25%, 假设公司产能建设按计划进行, 考虑到公司主要客户三安光电目前的产能扩张速度和华灿光电上市后的快速扩产, 公司 2012-2013 年的销量增速将高于市场增速。
- **产品价格假设:** 三甲基镓作为 LED 用量最大的 MO 源, 制备提纯工艺相比于三甲基铟和三乙基镓更为成熟, 2011 年平均售价达到近 3.5 万元/kg, 随着供应商产能的扩张、下游需求增速放缓以及原材料价格的下跌, 三甲基镓价格快速回落, 目前平均售价已降低至 1.6-1.7 万元/kg, 跌幅达到 50%, 我们认为供给过剩将使得三甲基镓的价格进一步下跌, 但是由于目前原材料金属镓价格处于历史低位, 未来价格回升将使得三甲基镓的价格在 2013-2014 年保持相对的平稳。我们假设 2012-2014 年三甲基镓的每公斤价格分别为 1.7 万元、1.53 万元和 1.53 万元。
- 三甲基铟和三乙基镓由于生产技术难度相对较高, 价格较三甲基镓高出 4 倍, 我们假设 2012-2014 年三甲基铟和三乙基镓的价格降幅分别为 15%、10%和 5%。

图表8: 高纯金属镓价格走势



来源: 高工 LED, 国金证券研究所

- 我们预计 2012-2014 年公司实现销售收入分别为 2.62 亿元、3.08 亿元和 3.82 亿元, 实现净利润分别为 1.43 亿元、1.62 亿元和 1.87 亿元, 2012-2014 年的业绩增速分别为 -19.86%、13.6%和 15.22%, 对应 2012-2014 年每股收益分别为 2.84 元、3.22 元和 3.71 元。
- 我们选取 A 股上市公司中从事 LED 外延芯片和封装业务的企业作为可比公司, 2012 年和 2013 年的平均市盈率为 19 倍和 15 倍, 考虑到公司作为 LED 上游最具备技术含量的企业, 以及公司所处行业的高集中度和技术壁

全，我们认为公司的合理估值为 2012 年的 18-20 倍，对应合理的估值区间为 51.1 元-56.8 元。

图表9：盈利预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
三甲基镓					
平均售价 (万元/kg)	1.93	3.44	1.70	1.53	1.53
增长率 (YOY)	51.43%	77.81%	-50.57%	-10.00%	0.00%
销售数量 (kg)	3,275.10	6,635.22	9,139.20	12,201.60	15,417.60
增长率 (YOY)	214.78%	102.60%	37.74%	33.51%	26.36%
销售收入 (百万元)	63.34	228.18	155.37	186.68	235.89
增长率 (YOY)	376.67%	260.24%	-31.91%	20.16%	26.36%
毛利率	62.86%	74.93%	60.93%	55.00%	50.00%
毛利 (百万元)	39.82	170.97	94.66	102.68	117.94
占总销售额比重	53.75%	70.75%	59.28%	60.44%	61.74%
占主营业务利润比重	44.97%	67.00%	51.92%	51.86%	52.10%
三甲基铟					
平均售价 (万元/kg)	10.34	12.33	10.48	9.43	8.96
增长率 (YOY)	6.49%	19.25%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
销售数量 (kg)	464.65	437.25	577.92	739.20	940.80
增长率 (YOY)	223.14%	-5.90%	32.17%	27.91%	27.27%
销售收入 (百万元)	48.04	53.91	60.57	69.72	84.30
增长率 (YOY)	244.11%	12.21%	12.35%	15.12%	20.91%
毛利率	89.44%	87.72%	80.00%	75.00%	70.00%
毛利 (百万元)	42.97	47.29	48.46	52.29	59.01
占总销售额比重	40.77%	16.72%	23.11%	22.57%	22.07%
占主营业务利润比重	48.53%	18.53%	26.58%	26.41%	26.07%
三乙基镓					
平均售价 (万元/kg)	6.49	11.65	9.90	8.91	8.47
增长率 (YOY)	-23.10%	79.51%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
销售数量 (kg)	26.61	244.24	360.00	450.00	550.00
增长率 (YOY)	2117.20%	817.80%	47.39%	25.00%	22.22%
销售收入 (百万元)	1.73	28.45	35.65	40.11	46.57
增长率 (YOY)	1604.94%	1547.51%	25.29%	12.50%	16.11%
毛利率	77.42%	89.91%	82.00%	78.00%	75.00%
毛利 (百万元)	1.34	25.58	29.23	31.28	34.92
占总销售额比重	1.47%	8.82%	13.60%	12.98%	12.19%
占主营业务利润比重	1.51%	10.02%	16.03%	15.80%	15.43%
其他					
销售收入 (百万元)	4.72	11.99	10.48	12.35	15.28
增长率 (YOY)	388.11%	153.69%	-12.55%	17.86%	23.69%
毛利率	93.53%	94.68%	95.00%	95.00%	95.00%
毛利 (百万元)	4.42	11.35	9.96	11.74	14.52
占总销售额比重	4.01%	3.72%	4.00%	4.00%	4.00%
占主营业务利润比重	4.99%	4.45%	5.46%	5.93%	6.41%
销售总收入 (百万元)	117.84	322.53	262.07	308.87	382.04
销售总成本 (百万元)	29.29	67.33	79.76	110.88	155.64
毛利 (百万元)	88.54	255.20	182.31	197.99	226.40
平均毛利率	75.14%	79.12%	69.57%	64.10%	59.26%

来源：国金证券研究所

图表10: 可比公司估值

上市公司	代码	2012/8/1 股价	EPS		PE	
			2012E	2013E	2012E	2013E
三安光电	600703.SH	13.20	0.70	0.91	19	15
乾照光电	300102.SZ	8.88	0.62	0.78	14	11
士兰微	600460.SH	3.91	0.22	0.27	18	14
华灿光电	300323.SZ	12.59	0.82	0.94	15	13
国星光电	002449.SZ	7.10	0.42	0.56	17	13
瑞丰光电	300241.SZ	12.32	0.42	0.57	29	22
鸿利光电	300219.SZ	7.95	0.38	0.52	21	15
平均值					19	15

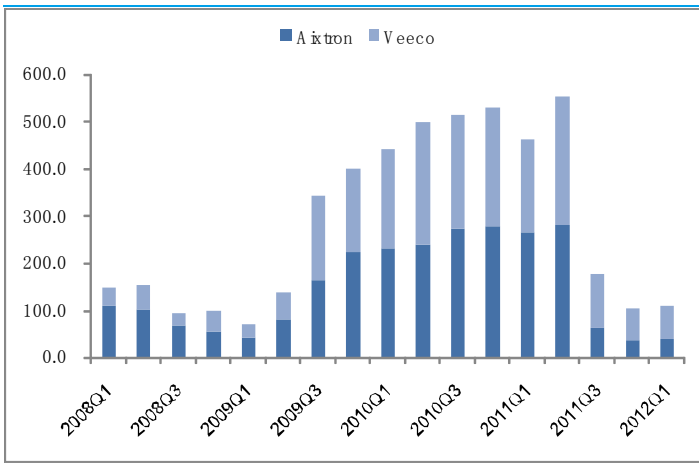
来源: Wind, 国金证券研究所

LED 行业发展支撑 MO 源需求持续增长

MOCVD 设备投资是 MO 源需求增长的关键

- **MOCVD 保有量是 MO 源需求的指标:** MOCVD 是 LED 外延片生产的关键设备, MOCVD 的保有量是 LED 外延片产能的指标, 也是 MO 源需求的关键指标。
- 2009 年下半年开始, LED 上游投资掀起了投资热潮, 根据 IMS Research 的统计数据, 2009 年全球用于 LED 生产的 MOCVD 出货量为 228 台, 全球 MOCVD 的存量为 760 台, 2010 年出货量达到了 798 台, 增长了 2.5 倍, 而随着 2011 年下半年产能过剩局面的出现, MOCVD 出货量下滑至 654 台;
- 从 Veeco 和 Aixtron 的营收数据和在手订单来看, 2012 年一季度的出货量约为 70 台左右, 在手订单约为 200 台, 我们预计 2012 年 MOCVD 设备的出货量将减半至 300~350 台;

图表11: MOCVD 新增订单 (百万美元)



来源: Veeco, Aixtron, 国金证券研究所

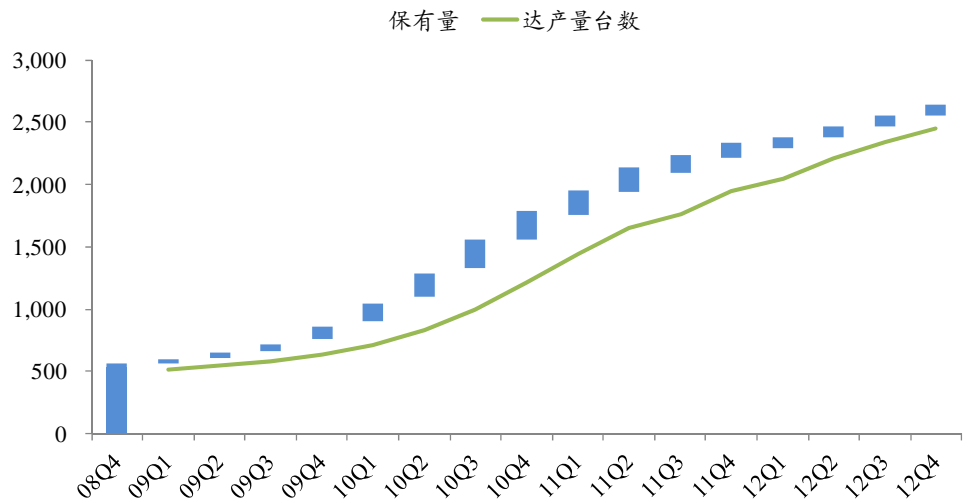
图表12: MOCVD 在手订单 (百万美元)



来源: Veeco, Aixtron, 国金证券研究所

- 我们预测截至 2011 年底全球 MOCVD 的保有量约为 2300 台, 由于 MOCVD 达产前需要 3-6 个月的调试期, 考虑到 2011 年下半年开始厂商产能建设放缓, 我们预计达产台数在 1950 台左右;
- 假设 2010 年前安装的 MOCVD 每台设备容量为 $24 \times 2''$, 每天生产 2.5 炉, 2010 年以后出货设备容量为 $31 \times 2''$, 每天生产 2.7 炉, 2011 年以后出货的设备容量为 $45 \times 2''$, 每天生产 2.7 炉, 考虑每月停机修整, 一年按照 330 天计, 我们估算截至 2011 年底全球 LED 外延片产能 (以 2 寸片计算) 约为 5500 万片, 预计到 2012 年底将达到 6800 万片。

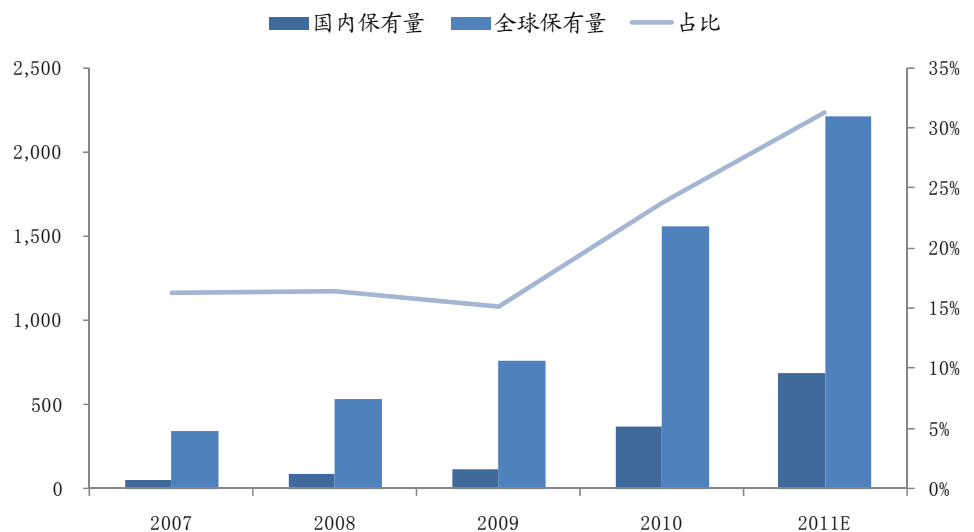
图表13: 全球 MOCVD 保有量预测



来源: 国金证券研究所

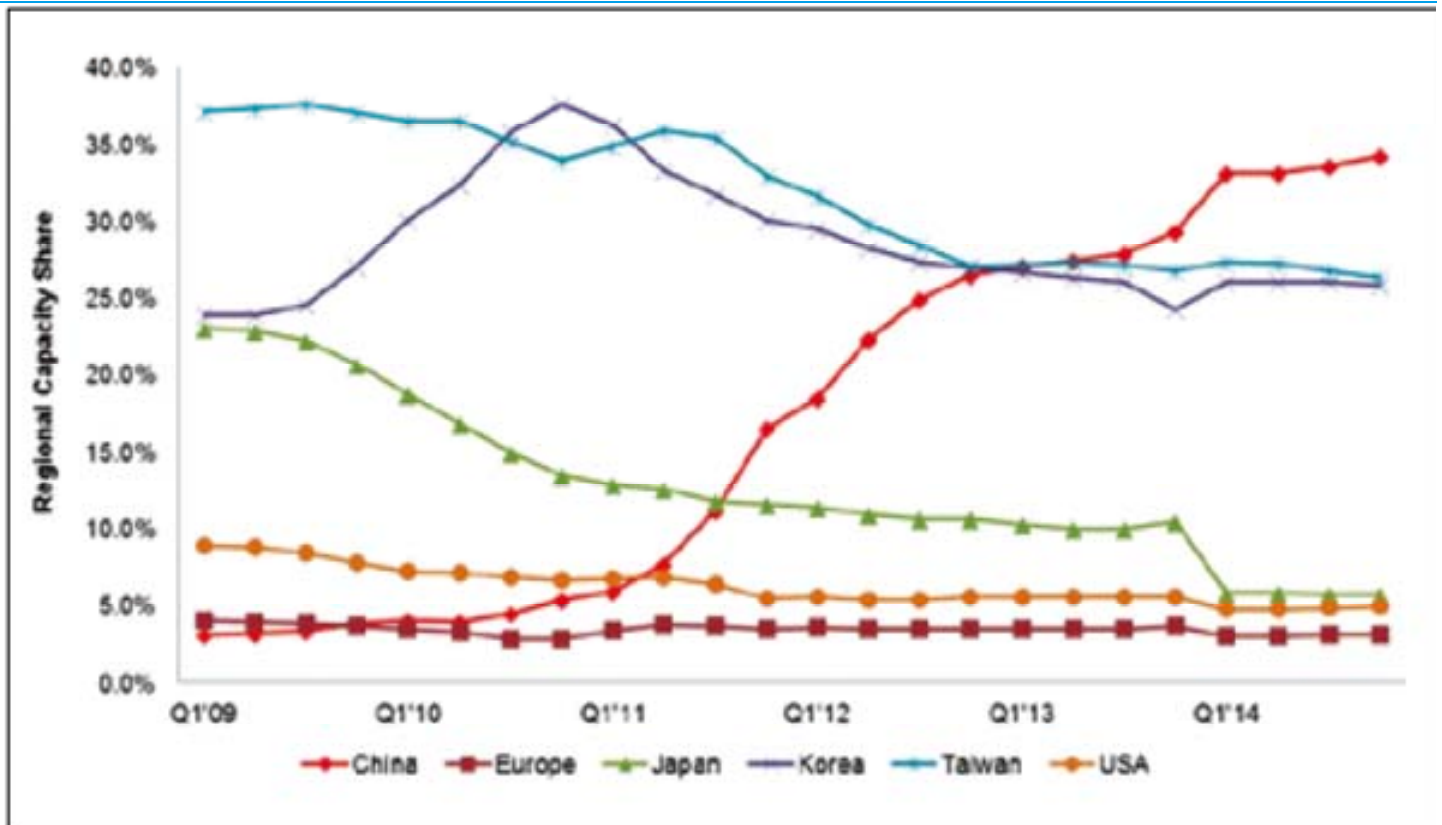
- 一般来说, 一台 Veeco 45 片机满产时每月对三甲基镓和三甲基铟 MO 源的消耗量约为 3kg, 按照目前每天 2.7 炉计算, 每月的产能约为 3400 片, 对应每片 2 寸外延片消耗 MO 源为 0.9 g 左右。
- 我们估算 2011 年 LED 行业对 MO 源的需求约为 50 吨, 到 2012 年底需求将上升至 62 吨, 增长约 20%, 假设三甲基镓和三甲基铟的平均使用比例是 90: 10, 按照目前三甲基镓和三甲基铟的 1.6 万/kg 和 10 万/kg 的平均售价计算, 全球市场容量约为 15 亿元。
- 国内 LED 外延芯片行业在此前补贴政策的刺激下快速扩容, 根据 IMS Research 的预测, 到 2013 年国内 LED 芯片的产能将超过韩国和台湾地区, 成为全球最大的 LED 产地。我们估算截至 2011 年底, 国内 MOCVD 的保有量已达到 690 台, 按照 60% 的开工率计算, 达产台数在 415 台左右, 对应 MO 源的需求量约为 15 吨, 按照 2011 年三甲基镓和三甲基铟的 3.44 万元和 12.33 万元的平均售价计算, 市场容量约为 6.5 亿元。假设 2012 年底国内所有 MOCVD 设备都能达产, 按照目前三甲基镓和三甲基铟的 1.6 万/kg 和 10 万/kg 的平均售价计算, 我们预计市场容量约为 6 亿元左右, 价格的大幅下降导致整体市场容量有所萎缩。

图表14: 国内 MOCVD 保有量



来源: 高工 LED, 国金证券研究所

图表15: LED 产能分布预测



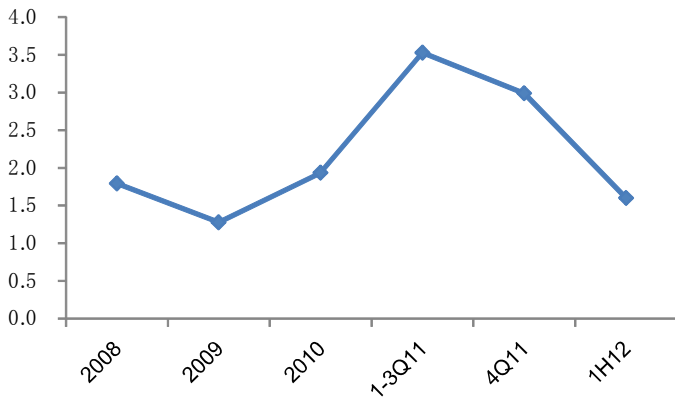
来源: IMS Research, 国金证券研究所

量价齐升时代已过, MO 源进入买方市场

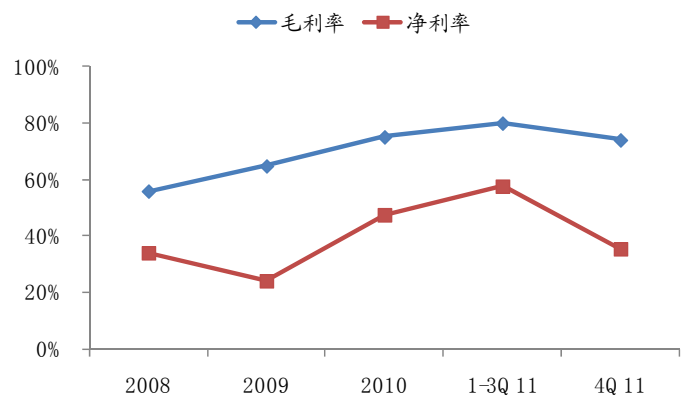
- **LED 照明带动 MO 源需求持续增长:** 随着 LED 照明价格的下滑, 我们预计 2013 年开始 LED 通用照明的启动将带动 LED 行业的快速发展和 MOCVD 出货量的回升, 使得 MO 源的需求得到支撑。我们预计, 到 2015 年全球 LED 外延片的需求量 (2 寸) 将达到 108.8 亿片, 按照 0.9g/片的 MO 源需求计算, 对 MO 源的需求将达到 98 吨, 考虑聚光太阳能等领域的应用, 到 2015 年 MO 源的需求量将达到 110 吨左右, 年均复合增速达到 25%。
- **2010 和 2011 年 MOCVD 设备过热的投资以及 Rohm&Haas 应扩产而停止供货使得 MO 源供应处于短缺状态, 随着 2011 年下半年需求增速的下滑以及各公司产能逐步释放, MO 源的供求关系已经扭转。**
 - SAFC Hitech 于 2010 年 3 月英国布朗巴勒进行了 TMG 产能扩张, 产能规模达到 6 吨, 2012 年 3 月在台湾高雄设立新厂已开始供货, 预计 MO 源产能翻番至 15 吨以上。
 - Akzo Nobel 经过 2010 和 2011 年两次扩产, 目前 MO 源的产能已经达到 25 吨, 2011 年 4 月 Akzo Nobel 计划新建 3 倍产能的三甲基镓工厂, 产能建设完成后将达到 100 吨以上。
 - 陶氏化学 2009 年收购了 Rohm&Haas, 2010 年底开始计划从 2011 年开始的 5 年内扩张韩国天安工厂的产能, 计划在长期内其韩国工厂的三甲基镓产能达到 60 吨。
 - 2011 年 2 月美国化工企业 Chemtura(科聚亚集团)和韩国 Up Chemical 合资成立 DayStar Materials 进入 LED 用 MO 源领域, 该公司已于 2011 年第二季度开始供货。

- 2010 年美国先进材料公司入股韩国 Lake LED materials 建设年产能 24 吨的三甲基镓生产线，目前 Lake LED materials 已在国内供货。
- **产品价格降幅超过 50%:** 2009-2011 年国内 MOCVD 设备的大幅扩容使得公司享受了产品量价齐升带来的业绩爆发式增长，公司主要产品三甲基镓的价格从 2009 年的 1.28 万元/kg 上升至 2011 年的 3.5 万元/kg，但是随着 2011 年末需求低迷导致 MOCVD 利用率的下滑，产品价格已经下滑至 2.97 万元/kg，尽管 2012 年 LED 下游需求开始复苏，LED 照明逐步兴起也给行业带来了新的驱动力，但是 LED 照明爆发式增长的可能性很小，上游 MOCVD 设备的新增开机速度明显放缓，同时上游原材料金属镓的价格从 2011 年中开始直线下滑，我们认为三甲基镓等 MO 源产品价格将呈现下滑的趋势，目前三甲基镓的产品价格已近降至 1.6-1.7 万元/kg 的水平。

图表16: 三甲基镓价格走势 (万元/kg)



图表17: 毛利率和净利率变化



来源: 招股说明书, 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	29	118	323	262	309	382
增长率		310.9%	173.8%	-18.8%	17.9%	23.7%
主营业务成本	-10	-29	-67	-80	-111	-156
%销售收入	35.9%	24.8%	20.9%	30.4%	35.9%	40.7%
毛利	18	89	256	182	198	226
%销售收入	64.1%	75.2%	79.1%	69.6%	64.1%	59.3%
营业税金及附加	0	-1	-4	-2	-2	-3
%销售收入	0.8%	0.8%	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-2	-4	-5	-5	-6	-7
%销售收入	7.2%	3.5%	1.7%	2.0%	2.0%	1.8%
管理费用	-7	-18	-40	-39	-40	-42
%销售收入	26.1%	15.0%	12.5%	15.0%	13.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	9	66	206	136	149	175
%销售收入	30.0%	55.8%	63.8%	51.9%	48.4%	45.8%
财务费用	0	-1	4	29	39	42
%销售收入	0.9%	0.5%	-1.2%	-11.2%	-12.5%	-11.1%
资产减值损失	0	0	-3	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	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8	65	207	165	188	217
营业利润率	27.7%	55.5%	64.1%	63.1%	60.9%	56.8%
营业外收支	0	0	2	2	2	2
税前利润	8	66	209	167	190	219
利润率	28.4%	55.8%	64.7%	63.9%	61.6%	57.3%
所得税	-1	-10	-31	-25	-28	-32
所得税率	12.7%	14.5%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	7	56	178	143	162	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	7	56	178	143	162	187
净利率	24.8%	47.7%	55.1%	54.4%	52.5%	48.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	7	56	178	143	162	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	8	8	14	21
非经营收益	0	2	-3	1	-2	-2
营运资金变动	-8	20	-65	29	-18	-26
经营活动现金净流	2	82	118	181	156	180
资本开支	-5	-17	-45	-50	-62	-47
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-5	-17	-45	-51	-62	-47
股权募资	0	0	0	810	-19	0
债权募资	1	-1	-5	-8	0	1
其他	0	-1	5	0	0	0
筹资活动现金净流	1	-2	0	802	-19	1
现金净流量	-2	63	73	932	75	134

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2	62	136	1,067	1,143	1,277
应收款项	18	7	22	15	20	26
存货	9	45	101	83	115	162
其他流动资产	0	0	4	6	6	7
流动资产	29	114	263	1,172	1,284	1,472
%总资产	47.0%	68.9%	72.3%	89.2%	87.0%	87.0%
长期投资	2	5	2	3	2	2
固定资产	25	43	92	133	183	210
%总资产	41.2%	25.9%	25.2%	10.1%	12.4%	12.4%
无形资产	4	3	3	4	4	5
非流动资产	32	51	101	142	192	220
%总资产	53.0%	31.1%	27.7%	10.8%	13.0%	13.0%
资产总计	61	165	365	1,314	1,476	1,691
短期借款	2	5	0	0	0	0
应付款项	10	45	47	51	59	70
其他流动负债	5	15	32	33	44	60
流动负债	17	65	79	84	103	130
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	8	0	0	0
负债	17	66	87	84	103	131
普通股股东权益	44	100	278	1,230	1,373	1,560
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	61	165	365	1,314	1,476	1,691

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.189	1.493	4.720	2.837	3.223	3.713
每股净资产	1.159	2.648	7.362	24.472	27.319	31.033
每股经营现金净流	0.057	2.175	3.138	3.598	3.104	3.582
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	16.27%	56.40%	64.11%	11.59%	11.80%	11.97%
总资产收益率	11.71%	34.05%	48.82%	10.85%	10.98%	11.04%
投入资本收益率	16.44%	53.66%	63.18%	9.41%	9.27%	9.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.67%	310.86%	173.81%	-18.83%	17.86%	23.69%
EBIT增长率	15.36%	664.23%	212.93%	-33.98%	9.98%	16.94%
净利润增长率	-25.98%	691.94%	216.08%	-19.86%	13.60%	15.22%
总资产增长率	17.18%	172.28%	120.50%	260.45%	12.33%	14.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	161.4	30.2	6.9	10.0	12.0	14.0
存货周转天数	277.3	332.3	395.9	380.0	380.0	380.0
应付账款周转天数	91.1	125.1	88.0	106.5	106.5	106.5
固定资产周转天数	315.8	81.0	43.9	110.4	152.5	149.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.13%	-57.28%	-48.87%	-86.76%	-83.20%	-81.77%
EBIT利息保障倍数	32.0	113.8	-54.2	-4.6	-3.9	-4.1
资产负债率	28.03%	39.62%	23.86%	6.38%	6.96%	7.77%

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:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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作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