

溢多利(300381.) 饲料行业

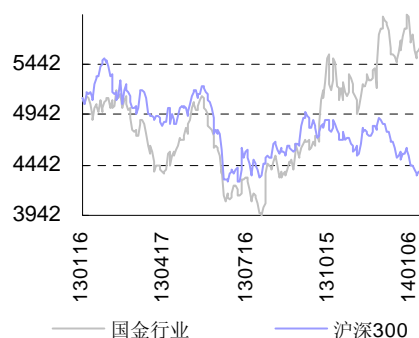
新股研究

目标价格(人民币): 19.90-26.60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)	27.88
发行A股数量(百万股)	11.45
总股本(百万股)	39.00
国金饲料指数	5617.35
沪深300指数	2211.84



专注饲用酶积累, 南北联营成本优

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.107	1.403	1.328	1.539	1.906
每股净资产(元)	4.80	6.21	7.72	11.45	13.31
每股经营性现金流(元)	1.37	1.57	1.66	1.60	1.99
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	21.88	7.38	15.18	14.55	14.55
净利润增长率(%)	53.19%	26.72%	11.16%	15.87%	23.84%
净资产收益率(%)	23.05%	22.61%	20.21%	13.43%	14.32%
总股本(百万股)	39.00	39.00	45.80	45.80	45.80

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

- 公司是国内第一家饲用酶制剂生产企业, 在饲用酶制剂行业市场占有率约为 15%, 主要产品为饲用复合酶、饲用植酸酶和饲用木聚糖酶等。
- 饲用酶制剂前景看好、成长确定, 目前呈多头竞争。作为饲料上游原料, 我们认为其景气度因素与核心竞争力, 与饲料类似。
 - 饲用酶制剂安全环保又提升饲料利用效率, 在目前粮食安全的背景具有较好的市场需求。我们测算 2010-2016 年我国市场需求复合增速 19.0%, 产值复合增速 15.6%。行业集中度将稳步提升。
 - 我们认为饲用酶制剂景气度主要与养殖盈利能力、存栏量和原料成本有关。核心竞争力包括研发与产品、技术服务与成本控制能力。
- 公司在研发、服务和成本方面具有优势, 将增强龙头的规模优势。
 - 专注于饲用酶制剂研发, 掌握自然菌种诱变和复合酶协同等酶制剂的核心技术, 自主研发的微丸剂型酶产品填补国内空白。
 - 注重对下游饲料企业的产品推介和技术服务, 二十多年来积累了丰富的服务经验, 善于为客户提供综合解决方案。
 - 在珠海和内蒙古两地生产, 内蒙古在主要原料淀粉、甲醛及电力、蒸汽方面成本优势明显。且形成南北联营阵势, 有助于在直销模式下更好的掌握全国客户。
- 募投项目缓解产能瓶颈, 有效带来 2014-2015 年增长。内蒙古新增 1.2 万吨产能, 预计于 2014 年下半年投产, 使得产能增长 86%, 有望带来销量快速增长。
- 结合公司 2012-2015 年复合增速 16.8%, 我们给予公司 2013 年 15-20 倍的 PE, 公司二级市场股价的合理区间 19.9-26.6 元。
 - 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 385、453 和 541 百万元, 同比增长 14.2%、17.5%和 19.6%。
 - 预测 2013-2015 年 EPS 分别为 1.33、1.58 和 1.99 元, 同比增长 11.2%、15.9%和 23.8%。
- 风险提示: 下游养殖不景气风险; 产品价格下行风险。

虞秀兰 分析师 SAC 执业编号: S1130512050001
(8621)60230226
yuxl@gjzq.com.cn

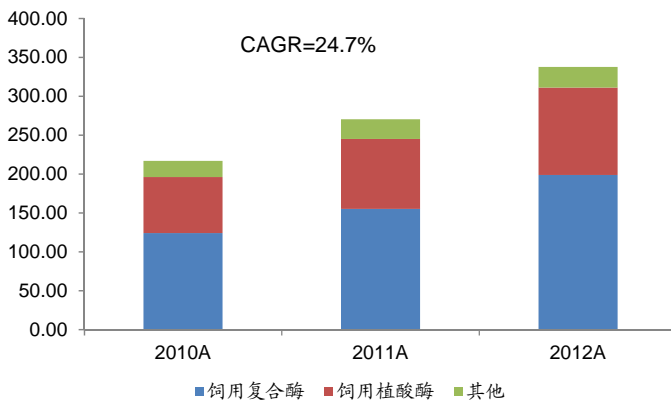
内容目录

公司概况——国内饲用酶制剂龙头	3
行业：稳步增长，竞争如饲料	3
高效又环保，渗透率稳步提升	3
未来集中度提升，竞争如饲料	5
公司产品线丰富，注重降低成本和技术服务	6
专注于饲用酶制剂，产品线丰富	6
注重技术服务，为客户增值	7
地域优势：降低成本，南北联营	8
募投突破产能瓶颈，带来今年销量增长	9
盈利预测与估值：股价合理区间 19.9-26.6	10
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	12

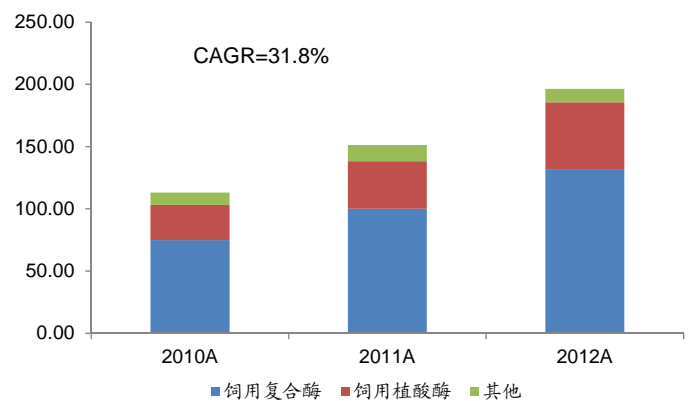
公司概况——国内饲用酶制剂龙头

- 公司位于广东珠海，主要从事饲用酶制剂的生产和销售，为我国第一家饲用酶制剂生产企业，在饲用酶制剂行业的市场占有率约为 15%-20%。主要产品为饲用复合酶、饲用植酸酶和饲用木聚糖酶等，其他产品包括其他工业酶制剂，如造纸用酶制剂、纺织酶制剂等。
- 2010-2012 年公司收入复合增速达 24.7%，2012 年公司营业收入达 3.37 亿元，净利润为 5472 万元，销售饲用复合酶 6620 吨，植酸酶 9366 吨，以上两大主营占收入比重 92.1%、占利润比重 94.4%。
- 公司实际控制人为董事长陈少美先生。募集资金主要投于扩大酶制剂生产线的产能及研发中心扩建、营销网络建设等。

图表1：公司 2012 年收入达 3.37 亿元



图表2：公司毛利率逐年提升



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表3：公司实际控制人为陈少美，持有金大地投资 90% 股权

股东名称	发行前股本结构	
	股数 (万股)	比例
金大地投资	2535	65.0%
王世忱	390	10%
态生源	390	10%
陈少武	195	5%
同冠贸易	195	5%
金丰达	195	5%
合计	3900	100.0%

来源：招股说明书、国金证券研究所

行业：稳步增长，竞争如饲料

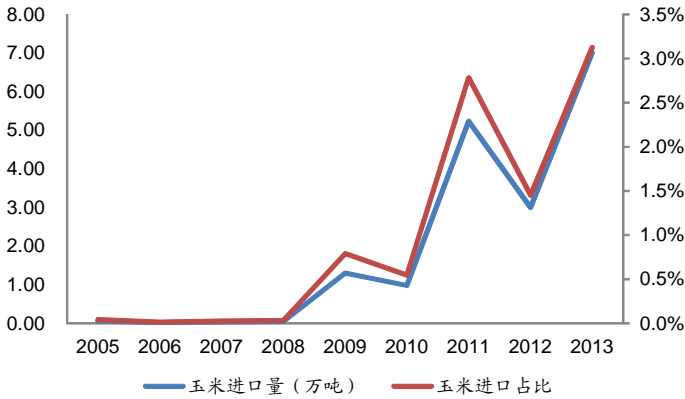
高效又环保，渗透率稳步提升

- 饲用酶提高粮食利用效率又环保，是饲料添加剂的必然趋势。
 - 饲用酶制剂可以提高饲料利用率，节约饲料用粮。这在我国当前粮食供给紧张、“人畜争粮”的背景下尤为重要。据统计复合酶制剂使得猪日增重提高 3-20%，料肉比改善 4-14%，能提高饲料转化率 5-25%；且能扩大饲料来源，用更多的杂粕代替豆粕，可以使用小麦、麸皮等替换玉米。

- 相比抗生素和化学用品，饲用酶制剂是一种安全、有效、无残留的“绿色”饲料添加剂，有利于保障食品安全。
- 此外酶制剂能够显著地提高动物对饲料养分的消化率，从而大大减少畜禽排泄物中氮、磷的排放量，减少环境污染更环保。

图表4: 我国粮食进口比例近年来增多, 供给压力高启

图表5: 酶制剂是饲料添加剂的必然趋势



来源: wind、国金证券研究所

- 我国用数十年从进口国变为最大生产国。目前我国饲用酶渗透率约四成，相比欧美仍有空间。
 - 20 世纪 70 年代，酶制剂开始应用于配合饲料中。2010 年全球饲用酶制剂总产销量约 31.8 万吨，总产值 13.1 亿美元，2006-2010 年复合增速 11.42%。目前全球大约有 70% 以上的家禽粘性麦类饲料中添加有酶制剂，欧洲约 90% 的禽料含有酶制剂，但猪饲料使用酶制剂比例较低，水产和反刍动物饲料发展潜力还很大。
 - 根据中国饲料工业协会统计，2010 年我国酶制剂产量为 8.49 万吨，2006-2010 年复合增长率 33.78%，总产值约 15 亿元。我国已经从一个完全依赖进口植酸酶的国家发展为全球最大植酸酶制造国。
 - 据统计，目前我国饲料中添加复合酶的饲料占比仅为 32%，添加植酸酶的饲料占比仅 50% 左右，我国添加比例远低于欧美 80% 以上的比例。
- 我们测算，饲用酶制剂行业 2010-2016 年产量复合增速 19.0%，产值复合增速 15.6%。
 - 我们将饲用酶产量增长因素拆分为配合料产量、添加酶的配合料比例及单吨饲料用酶量三个因素。
 - 根据全国配合料 2006-2010、2008-2012 的复合增速分别为 12.43%、11.49%，我们假设 2012-2016 配合料产量复合增速为 10.5%。
 - 假设单吨饲料用酶量从 0.2% 提升至 0.22%，主要包含复合酶和植酸酶的用量各提升 0.01%。
 - 假设添加酶的配合料比例即渗透率从 32.7% 上升至 45%。（32.7% 由当年酶产量和其他数据反推得出）
- 行业景气度主要影响因素如下：
 - 下游饲料景气度，最主要三大影响因素为养殖动物存栏量、养殖单头盈利能力及饲料成本。
 - 成本因素，主要与电力/蒸汽、玉米淀粉及甲醛价格相关。

图表6: 饲用酶总产量和产值增速测算

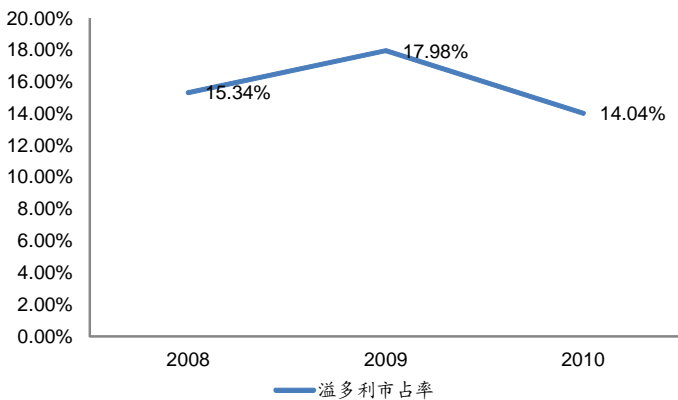
	2010	2012	2016(E)
配合料产量 (万吨)	12974	16362	24394
CAGR(4)	12.43%	11.49%	10.50%
单吨饲料用酶量	0.20%		0.22%
配合料用酶渗透率	32.72%		45%
饲料酶产量 (万吨)	8.49		24.15
CAGR	33.79%		19.0%
饲料酶均价 (万元/吨)	1.79		1.50
饲料酶总产值 (亿元)	15.20		36.23
CAGR	24.60%		15.6%

来源: 国金证券研究所 (黄色为假设数据, 蓝色为测算结果)

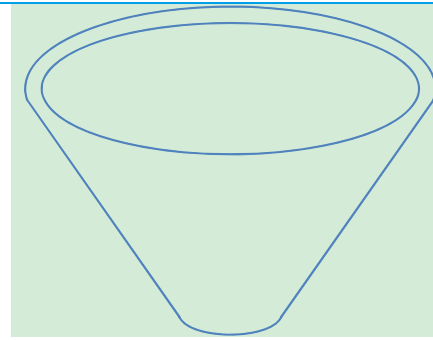
未来集中度提升, 竞争因素如饲料

- 行业呈多头竞争格局, 国产逐步替代进口。
 - 在已注册的一百多家酶制剂企业中, 目前活跃厂家约二三十家, 主要为国内厂家, 也有丹尼斯克、巴斯夫等国外著名品牌产品进口。
 - 溢多利为国内第一大龙头, 市占率约占 15%-20%。
 - 国产逐步替代进口, 目前国内产品在功能和质量方面逐步缩小与国外产品差距, 继续保持价格竞争优势。部分产品如植酸酶等实现出口。
- 我们总结行业核心竞争力为产品品质、专业服务、成本性价比三大因素。
 - 酶工程属于现代生物技术范畴, 目前我国在菌株选育等前沿方向研发投入少、相对落后, 国外产品品质领先, 而国内产品有价格优势。
 - 不少工业酶企业二次开发进入饲用酶产业。由于饲用酶仍在效果验证和普及阶段, 不能提供专业的技术服务也难以获得市场青睐, 服务关键是为饲料企业提供解决配方、设计产品方案。
 - 在成本方面, 由于下游饲料客户盈利能力相对较低, 因此客户追求高性价比产品, 这也是国外高价产品被替代的重要原因。
- 我们推测随着产品成熟和管理规范, 市场将向二三十家厂商聚集, 龙头集中度将进一步提升。
 - 目前行业问题包括产品的酶活和质量方面仍缺乏成熟的标准管理, 小厂商诱发低价恶性竞争, 而疏于对技术的研发。
 - 随着养殖集中度提升, 下游饲料客户集中度将稳步提升。
 - 龙头在品种研发能力、成本的规模化效应、以及专业化服务积累方面均比小企业竞争力更强。
- 总结来看, 我们认为饲用酶制剂行业的竞争格局、受景气影响因素、核心竞争力与饲料行业十分相近, 且不少饲用酶制剂公司也向下游预混料等饲料产品发展。

图表7: 溢多利市占率第一, 约 15%



图表8: 饲用酶制剂行业将提升集中度



集中度提升

来源: 招股说明书、国金证券研究所

公司产品线丰富, 注重降低成本和技术服务

专注于饲用酶制剂, 产品线丰富

■ 专注于饲用酶制剂。

- 公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业。自 1991 年成立以来, 一直专注于饲用酶制剂, 取得 15 项国家发明专利, 2005 年, 作为唯一一家饲用酶制剂生产企业被评为“全国三十强饲料企业”。
- 董事长陈少美从事饲用酶制剂行业超过 20 年。公司拥有 75 名研发人员, 其中硕士以上占 38.35%。公司创建了一系列诸如项目责任制、成本核算制、考评奖励制及人才成长制等多种科学的研发管理机制。
- 行业内不少公司为工业酶制剂起家, 二次开发饲用酶, 但缺乏对下游客户的专业化服务积累。

■ 公司技术领先, 产品品质位于行业前列。

- 公司掌握自然菌种诱变和复合酶协同等酶制剂的核心技术, 产品品质位于国内前列, 自主研发的微丸剂型酶产品、液体填补了国内空白, 达到国际先进水平。
- 公司和新华扬多次参与行业标准起草, 侧面反映公司在行业内的权威地位。

■ 公司产品线丰富, 有利于对客户综合提供服务。

- 已获得 111 项饲用酶制剂批准文号, 从酶谱、酶活及剂型等方面, 涵盖了复合酶和单酶、浓缩酶及粉状、颗粒、液体和微丸等不同剂型的产品, 是国内饲用酶制剂品种最齐全的供应商之一。

■ 优化产品品质, 抵抗行业产品价格下行趋势。

- 受进口替代、原料酶成本降低和众多小厂商价格战影响, 行业产品均价逐年下降。
- 公司推出具有特殊性能的耐高温植酸酶产品, 得到客户高度认可; 在复合酶方面提升产品酶活和质量, 实现一定的产品溢价。

图表9: 主要竞争对手

	公司详情
新华扬	与大学及科研院所合作较多。2012年已有产能1.8万吨，开建产能1.05万吨，2009年收入3.5亿元。国内设立20个办事处，全球用户5000多家。被评为“全国最具成长性科技型中小企业100强”
挑战集团	农科院饲料所创办，国产植酸酶龙头。兼营其他添加剂及饲料
北京昕大洋	与农科院生物所合作，是国内唯一拥有植酸酶自主菌种专利和唯一获得国家重点新产品证书的植酸酶企业。在国内设立了十七个销售分公司
湖南尤特尔	合资，涉足纺织、饲料、造纸等多个领域
夏盛	同时经营啤酒、饲料、纺织用酶超过15年

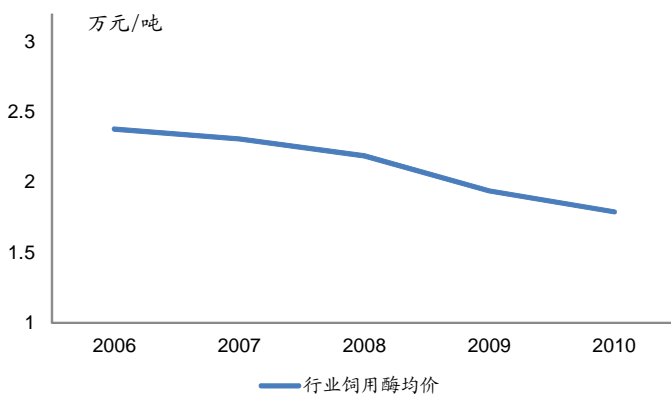
来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表10: 公司和新华扬多次参与行业标准起草

标准编号	标准名称	起草单位
GB/T 18634-2009	《饲用植酸酶活性的测定分光光度法》	国家饲料质量监督检验中心、溢多利、新华扬
GB/T 23874-2009	《饲料添加剂木聚糖酶活力的测定分光光度法》	中国农业大学农业部饲料工业中心、新华扬、溢多利
GB/T 23881-2009	《饲用纤维素酶活性的测定滤纸法》	国家饲料质量监督检验中心（武汉）
NY/T 2112-2011	《绿色食品渔业饲料及饲料添加剂使用准则》	中国绿色食品发展中心
GB/T 28715-2012	《饲料添加剂酸性、中性蛋白酶活力的测定分光光度法》	农业部农产品及转基因产品质量安全监督检测测试中心（杭州）、浙江大学饲料科学研究所、新华扬

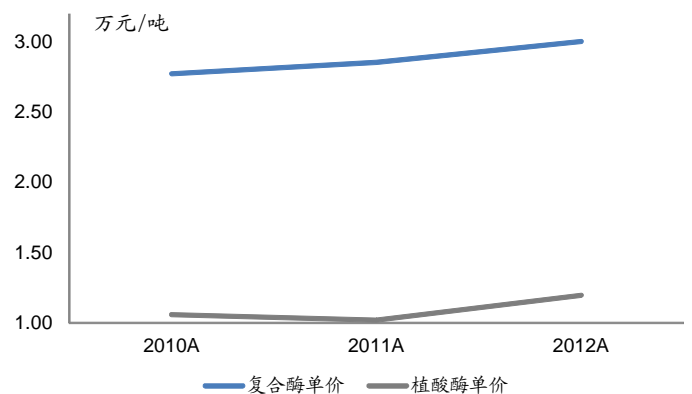
来源：招股说明书、国金证券研究所

图表11: 行业产品均价逐年下降



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表12: 公司产品价格呈上升趋势

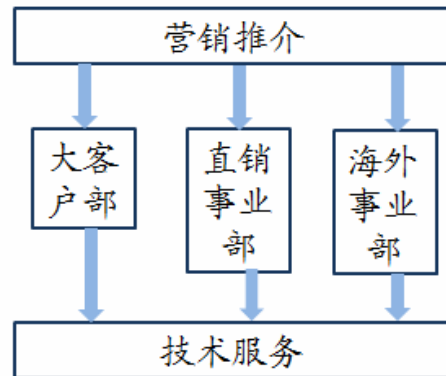


注重技术服务，为客户增值

- 营销方面，公司积极组织产品推介活动。

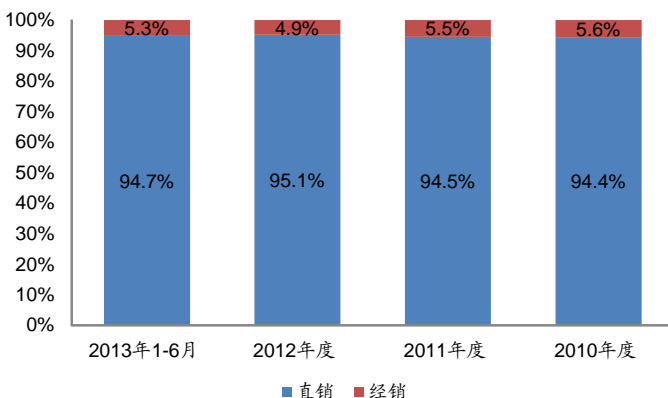
- 新技术新产品推广经验。公司营销团队每年组织数十场产品推广会，对酶制剂产品的应用及公司新产品的市场推广提供强有力的支持。
- “请进来”——实地参观全面展示公司综合实力和整体形象。公司每年组织几十批次的客户来访活动，让客户亲自体验公司在研发、生产、销售等各环节。
- 渠道方面，公司销售产品九成左右来自国内市场，95%通过直销模式完成，形成广阔的营销覆盖网络。
 - 大客户事业部负责国内饲料行业排名前35位的企业，直销事业部负责除国内饲料行业排名前35位之外的其他企业。
 - 目前，公司直销事业部已在全国建立了25个办事处，基本覆盖了除西藏外各省份，拥有超过2000家客户。
 - 我们认为直销模式有助于公司把握客户，密切跟踪客户需求和变化。有助于向客户推广酶制剂应用理念。
- 技术服务方面，公司服务团队长期深入到全国各地饲料厂和养殖场，为用户进行产品咨询和技术服务，向客户提供专业的技术服务和解决方案，有助于增加公司产品的附加值。

图表13: 公司销售部组织结构和部署



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表14: 公司销售方式几乎全为直销



来源：招股说明书、国金证券研究所

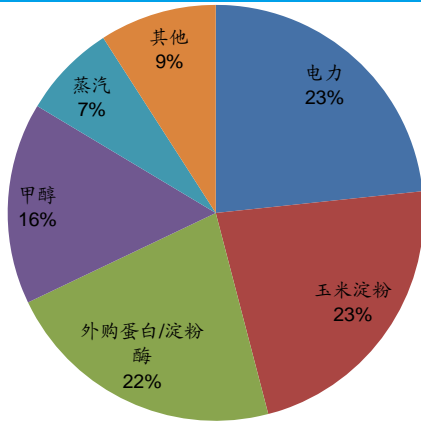
图表15: 公司前五大客户 2013H1 营业收入占比

排名	客户名称	营业收入 (万元)	占比	销售方式
1	广东温氏食品集团有限公司	1,055	6.5%	直销
2	四川特驱投资(集团)有限公司	833	5.1%	直销
3	广东恒兴集团公司	632	3.9%	直销
4	唐人神集团股份有限公司	464	2.9%	直销
5	广西扬翔股份有限公司	451	2.8%	直销
总计			21.2%	

地域优势：降低成本，南北联营

- 公司在已拥有珠海生产基地的基础上，于 2008 年投资设立内蒙古生产基地，形成南北辐射的区位优势。
- 内蒙古选址具有成本优势，甲醛与电力成本降低 15% 以上。
 - 公司主要生产成本是原材料和燃料动力，主要为玉米淀粉、甲醛、电力和蒸汽。
 - 内蒙古是全国最大甲醇基地。此外，公司在内蒙古选址靠近准格尔煤田和亚洲最大的火力发电厂之一大唐国际托克托电厂，电力和蒸汽成本相对较低。
 - 从行业报价来看，甲醛华北地区比华南地区 2013 年均价低 17%。电力价格来看，2013 年内蒙古东部、西部电网普通工业用电价格分别为 0.724、0.5379 元/千瓦时，珠海 2012 年起南方电网普通工业电价平时为 0.9 元/千万时左右，内蒙古比珠海至少低 20%。
- 此外，该布局使得南北联营，有助于更好的开展下游销售。大部分竞争对手为地方性企业，相比较公司的布局更有助于对全国范围内的直销。

图表16: 2013年1H公司饲用酶成本构成比例



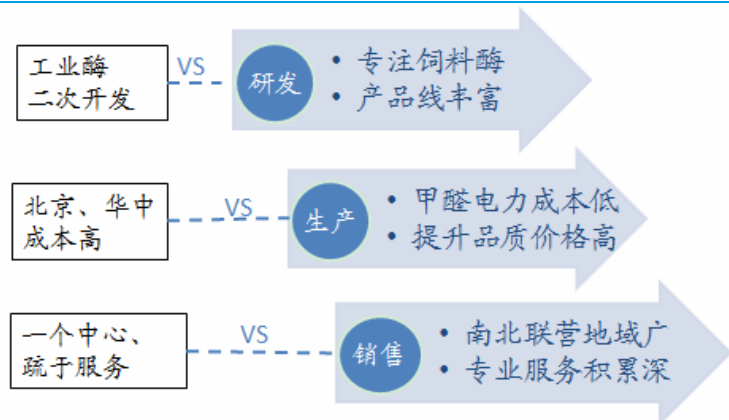
来源: 招股说明书、wind、国金证券研究所

图表17: 甲醇价格在华北地区比华南具有优势



对比其他竞争对手，我们总结公司优势如下：

图表18: 与主要竞争对手相比，公司优势解析

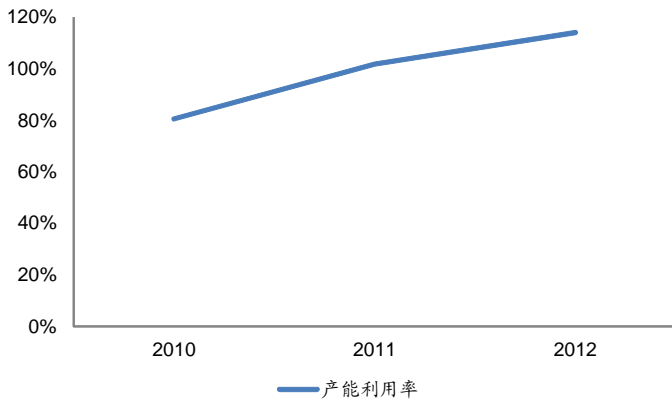


来源: 国金证券研究所

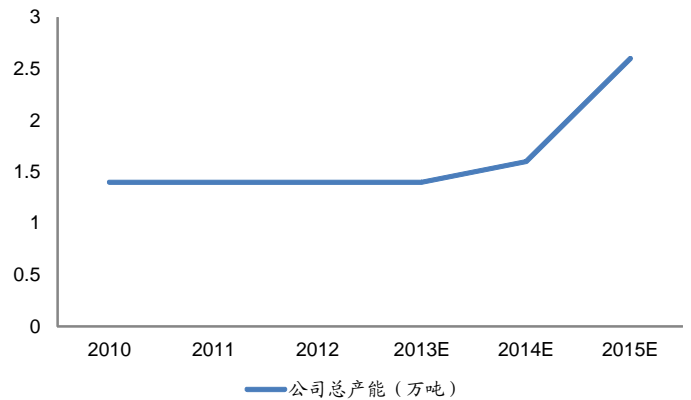
募投突破产能瓶颈，带来今年销量增长

- 目前公司产能严重不足，产能利用率超过 100%。
 - 目前公司已有产能 1.4 万吨，分别为珠海 6000 吨，和内蒙古一期 8000 吨（2009 年 7 月投产）用于生产植酸酶等单酶产品。
 - 公司 2013 年产能利用率高达 115%，产销率 95%以上，急需解决产能瓶颈。
- 2014-2015 年产能增长 86%，有望带来销量快速增长。
 - 内蒙古第二期项目（12,000 吨）是募集资金主要投资项目，建成后将可用于生产包括复合酶等各种类酶制剂。预计 2014 年下半年投产，届时总产能将达到 2.6 万吨。
- 此外，珠海老产能经过技改后将提高产品质量和卫生指标，不改变产能，但增加产品附加值。

图表19：公司产能严重不足



图表20：公司产能未来将极大提升



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表21：募投项目

	募集资金 (万元)
1 内蒙古溢多利年产200万吨酶制剂项目	9500
2 溢多利(珠海)酶制剂生产基地技改项目	2727
3 研发中心扩建项目	1920
4 营销服务网络建设项目	2500
5 其他与主营业务相关的运资金	

来源：招股说明书、国金证券研究所

盈利预测与估值：股价合理区间 19.9-26.6

- 关键假设：
 - 我们认为，虽然公司有优于行业的产品品质，但在行业均价下行的背景下仍具有较大的压力，尤其是公司市场份额提升后对销售的压力。因此我们假设复合酶 2013-2015 年价格分别增长 3%、2%、0，植酸酶 2013-2015 年价格分别增长 5%、3%、0。
 - 我们认为公司主要销量放量依托产能的释放节奏。假设复合酶、植酸酶 2013-2015 年销量均分别增长 10%、15%、20%，使得 2015 年总产量达 24.2 万吨。
- 盈利预测：2013-2015 年 EPS 分别为 1.33、1.58 和 1.99 元。

- 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 385、453 和 541 百万元，同比增长 14.2%、17.5%和 19.6%。
- 预测未来三年净利润分别为 61、70 和 87 百万元，同比增长 11.16%、15.87%和 23.84%。
- 目前 A 股饲料企业 2013 年平均估值 27 倍，2013-2015 复合增速 34%。结合公司 2012-2015 年复合增速 16.8%，我们给予公司 2013 年 15-20 倍的 PE 估值，我们给予公司二级市场股价的合理区间为 19.9-26.6 元。

图表22: 主营业务盈利预测

	11,274	14,258	15,986	17,585	20,222	24,267
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
总销量(万吨)						
饲用复合酶						
平均售价(万元/吨)	2.77	2.86	3.00	3.09	3.16	3.16
增长率(YOY)		2.99%	5.16%	3.00%	2.00%	0.00%
销售数量(吨)	4,476	5,429	6,620	7,282	8,374	10,049
增长率(YOY)		21.29%	21.94%	10.00%	15.00%	20.00%
销售收入(百万元)	124.14	155.07	198.84	225.28	264.26	317.11
增长率(YOY)		24.91%	28.23%	13.30%	17.30%	20.00%
毛利率	60.34%	64.59%	66.03%	64.00%	65.00%	64.00%
毛利润(百万元)	74.90	100.16	131.28	144.18	171.77	202.95
饲用植酸酶						
平均售价(元/吨)	1.06	1.02	1.20	1.26	1.30	1.30
增长率(YOY)		-3.71%	17.39%	5.00%	3.00%	0.00%
销售数量(吨)	6,798	8,829	9,366	10,303	11,848	14,218
增长率(YOY)		30%	6%	10.00%	15.00%	20.00%
销售收入(百万元)	72.02	90.07	112.16	129.55	153.45	184.14
增长率(YOY)		25.06%	24.53%	15.50%	18.45%	20.00%
毛利率	39.22%	42.38%	48.35%	48.00%	49.00%	45.00%
毛利润(百万元)	28.24	38.17	54.23	62.18	75.19	82.86
其他						
销售收入(百万元)	20.71	25.32	26.43	30.39	34.95	40.19
增长率(YOY)		22%	4%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	48.1%	51.3%	41.5%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利润(万元)	9.97	12.99	10.97	12.16	13.98	16.08
销售总收入(百万元)	216.86	270.45	337.43	385.2	452.7	541.4
销售总成本(百万元)	103.75	119.14	140.94	166.7	191.7	239.5
毛利(百万元)	113.11	151.32	196.48	218.5	260.9	301.9
平均毛利率	52.2%	55.9%	58.2%	56.7%	57.6%	55.8%
销售增速		25%	25%	14%	18%	20%
毛利增速		34%	30%	11%	19%	16%

来源: 国金证券研究所

图表23: 饲料相关上市公司 2013 年平均 PE 为 27 倍, 复合增速 34%

	代码	股价	2013EPS	2014EPS	2015EPS	2013PE	2014PE	2015PE	CAGR
通威股份	600438	9.2	0.34	0.45	0.56	27	21	16	29%
海大集团	002311	11.2	0.41	0.59	0.75	27	19	15	35%
唐人神	002567	8.6	0.40	0.54	0.71	22	16	12	33%
大北农	002385	16.0	0.50	0.69	0.96	32	23	17	39%
平均						27	20	16	34%

来源: wind、国金证券研究所。

风险提示

- **下游养殖和饲料行业不景气风险。**公司下游养殖和饲料行业若再次遇到事件性变化例如禽流感、漂流猪等，将受到较大影响。
- **产品价格下行风险。**随着行业竞争激烈、龙头产能扩张以及原料酶成本下降，公司产品价格面临下行风险。

附录：三张报表预测摘要

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	217	270	337	385	453	541
增长率		24.7%	24.8%	14.2%	17.5%	19.6%
主营业务成本	-104	-119	-141	-167	-192	-240
%销售收入	47.8%	44.1%	41.8%	43.3%	42.4%	44.2%
毛利	113	151	196	219	261	302
%销售收入	52.2%	55.9%	58.2%	56.7%	57.6%	55.8%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-53	-73	-95	-108	-136	-152
%销售收入	24.7%	27.0%	28.1%	28.0%	30.0%	28.0%
管理费用	-22	-27	-36	-40	-46	-54
%销售收入	10.2%	10.1%	10.7%	10.5%	10.3%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	36	49	63	67	75	92
%销售收入	16.7%	18.0%	18.7%	17.5%	16.6%	17.0%
财务费用	-2	-2	0	3	5	8
%销售收入	0.8%	0.7%	0.0%	-0.7%	-1.2%	-1.5%
资产减值损失	-3	0	-1	-1	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%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	32	48	62	69	81	100
营业利润率	14.7%	17.6%	18.5%	18.0%	17.8%	18.5%
营业外收支	2	2	2	2	2	2
税前利润	34	50	64	71	83	102
利润率	15.5%	18.5%	18.9%	18.5%	18.2%	18.9%
所得税	-5	-7	-9	-10	-12	-15
所得税率	16.2%	13.5%	14.4%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	28	43	55	61	70	87
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	28	43	55	61	70	87
净利率	13.0%	16.0%	16.2%	15.8%	15.6%	16.1%

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	28	43	55	61	70	87
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	10	10	13	15	19
非经营收益	1	2	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-7	-1	-4	-7	-10	-13
经营活动现金净流	35	54	61	65	73	91
资本开支	-6	-17	-36	-41	-47	-68
投资	-3	1	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-9	-16	-36	-42	-47	-68
股权募资	1	0	0	0	155	0
债权募资	-2	-5	-24	-15	0	1
其他	-4	-2	0	0	-2	-2
筹资活动现金净流	-6	-7	-24	-15	154	-1
现金净流量	21	31	1	7	180	22

来源：公司年报、国金证券研究所

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	51	81	81	88	268	290
应收款项	56	51	56	69	81	97
存货	22	26	31	33	38	48
其他流动资产	3	1	2	5	5	6
流动资产	132	159	171	195	392	440
%总资产	57.5%	61.5%	57.7%	55.5%	67.3%	64.5%
长期投资	2	0	0	1	0	0
固定资产	83	88	114	136	165	211
%总资产	36.3%	34.1%	38.6%	38.6%	28.2%	30.9%
无形资产	12	11	10	18	24	29
非流动资产	97	100	125	156	191	242
%总资产	42.5%	38.5%	42.3%	44.5%	32.7%	35.5%
资产总计	229	259	296	352	583	682
短期借款	29	24	0	0	0	0
应付款项	43	28	28	37	43	53
其他流动负债	8	10	10	13	15	18
流动负债	79	63	38	50	58	71
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	9	15	0	0	0
负债	84	71	54	50	58	72
普通股股东权益	144	187	242	301	525	610
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	229	259	296	352	583	682

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.723	1.107	1.403	1.328	1.539	1.906
每股净资产	3.696	4.803	6.206	7.716	11.453	13.308
每股经营现金净流	0.906	1.372	1.572	1.655	1.603	1.988
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	19.55%	23.05%	22.61%	20.21%	13.43%	14.32%
总资产收益率	12.32%	16.65%	18.46%	17.30%	12.09%	12.79%
投入资本收益率	17.41%	19.90%	22.29%	19.04%	12.24%	12.85%
增长率						
主营业务收入增长率	20.57%	24.71%	24.76%	14.16%	17.51%	19.61%
EBIT增长率	30.71%	34.82%	29.66%	6.50%	11.92%	22.21%
净利润增长率	15.10%	53.19%	26.72%	11.16%	15.87%	23.84%
总资产增长率	17.38%	13.33%	14.31%	18.65%	65.82%	17.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.6	63.4	49.6	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	71.3	74.1	74.6	73.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	73.1	76.0	64.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	132.7	116.3	90.0	79.2	74.4	73.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.90%	-30.15%	-33.55%	-29.34%	-51.10%	-47.38%
EBIT利息保障倍数	21.1	25.2	420.8	-26.4	-14.1	-11.0
资产负债率	36.70%	27.49%	18.10%	14.23%	9.92%	10.57%

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

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD