

PVC手套行业龙头高速成长

——蓝帆股份（002382）新股定价报告

2010年03月31日

蓝帆股份	新股定价
------	------

摘要:

- **公司定位于成为 PVC 手套研发、生产的专家。**公司是世界主要的医疗级 PVC 手套制造商之一,主要从事一次性 PVC 手套的研发、生产和销售。公司是能够高比例持续稳定生产医疗级手套的极少数企业之一, PVC 手套的产能是 41 亿支/年, 广泛应用于医疗卫生、日常清洁、精密器件加工、家庭保洁、化学试验以及食品加工等领域, 与美国、德国、法国、英国、意大利、日本等几十个国家和地区的客户建立了良好的合作关系。公司产品的医疗级品率已超过 90%, 远高于行业平均水平, 战略定位于高端一次性 PVC 手套(医疗级手套)的生产, 已获得美国 510K 认证、美国 NSF 食品体系认证、加拿大 CMDCAS 认证、欧盟 CE 认证等准入资质认证, 产品质量达到并超过 FDA 和 ASTM 标准。
- **PVC 手套行业高速增长。**市场前景广阔, 一次性医疗级 PVC 手套市场需求刚性增长。发达国家市场需求旺盛。随着发展中国家消费水平的日益提高, PVC 手套市场地域范围也不断扩大。行业正处于快速成长期, 潜在市场规模较大。
- **募集资金项目将帮助公司突破产能瓶颈。**公司募集资金项目为年产 21 亿支 PVC 手套装置项目、年产 33 亿支 PVC 手套装置技术改造项目以及研究中心建设。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2010 年能够建成新生产线扩大产能, 未来公司原有的业绩能够保持持续增长, 我们预计 10-12 年的每股收益分别为 1.02 元、1.23 元、1.47 元, 按照目前目前公司已经公布发行价格为 35.00 元, 对应 10 年的市盈率为 35 倍, 基本符合创业板的定价, 按照首日涨幅在 30-50%, 预计首日涨幅区间为 45-52 元。

杨若木

基础化工行业分析师
010-66557316
yangrm@dxzq.net.cn

询价区间	35
上市首日定价区间	45-52

发行上市资料

总股本(万股) 6000
发行量(万股) 2000
发行日期 2010.03.24
发行方式 网下+网上申购
保荐机构: 国元证券
预计上市日期 2010.04.02

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.39
净资产收益率(%)	29.44
资产负债率(%)	46.45

主要股东和持股比例

蓝帆集团	60%
香港中轩	30%

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E
营业收入(百万元)	516.65	477.70	624.54	742.58
增长率(%)	27.56%	-7.54%	30.74%	18.90%
净利润(百万元)	61.36	59.85	81.87	98.27
增长率(%)	98.79%	-2.46%	36.78%	20.04%
每股收益(元)	1.020	1.000	1.023	1.228
净资产收益率(%)	38.73%	29.44%	8.67%	9.89%

目录

1. 公司定位于成为 PVC 手套研发、生产的专家.....	4
2. 上市前后公司的股权变化.....	4
3. 行业市场高速增长.....	5
3.1 PVC 手套近年来市场需求逐年扩张	5
3.2 PVC 手套的竞争优势	6
3.3 PVC 手套市场领域的扩张.....	7
4. 公司未来成长迅速.....	8
4.1 公司产品销售量增长迅速	8
4.2 公司战略定位于高医疗级品率保证高毛利率	9
4.3 公司拥有多项竞争优势.....	11
4.4 公司产能急需扩展.....	13
5. 募集资金项目分析.....	13
6. 盈利预测及投资建议.....	14

表格目录

表 1: 各类一次性手套分析比较.....	7
表 2: PVC 手套国内外市场需求情况表.....	8
表 3: PVC 手套医疗领域市场需求分析.....	8
表 4: PVC 手套按品级收入情况.....	9
表 5: PVC 手套按品级毛利率情况.....	9
表 6: 报告期内公司综合毛利率情况.....	10
表 7: 公司主要产品产能表.....	13
表 8: 募投项目分析.....	13

插图目录

图 1: 公司发行前股权结构分析.....	5
图 2: PVC 手套市场需求逐年扩张 (单位: 亿支)	6
图 3: 美国手套销量.....	7
图 4: 公司 PVC 手套销量 单位 (亿支)	9
图 5: 公司各产品贡献营业收入占比情况分析	10
图 6: 营业收入增长分析.....	10
图 7: 毛利率增长分析.....	11

1. 公司定位于成为 PVC 手套研发、生产的专家

公司是世界主要的医疗级 PVC 手套制造商之一,主要从事一次性 PVC 手套的研发、生产和销售。公司是能够高比例持续稳定生产医疗级手套的极少数企业之一, PVC 手套的产能是 41 亿支/年,广泛应用于医疗卫生、日常清洁、精密器件加工、家庭保洁、化学试验以及食品加工等领域,与美国、德国、法国、英国、意大利、日本等几十个国家和地区的客户建立了良好的合作关系。公司产品的医疗级品率已超过 90%,远高于行业平均水平,战略定位于高端一次性 PVC 手套(医疗级手套)的生产,已获得美国 510K 认证、美国 NSF 食品体系认证、加拿大 CDMCAS 认证、欧盟 CE 认证等准入资质认证,产品质量达到并超过 FDA 和 ASTM 标准。

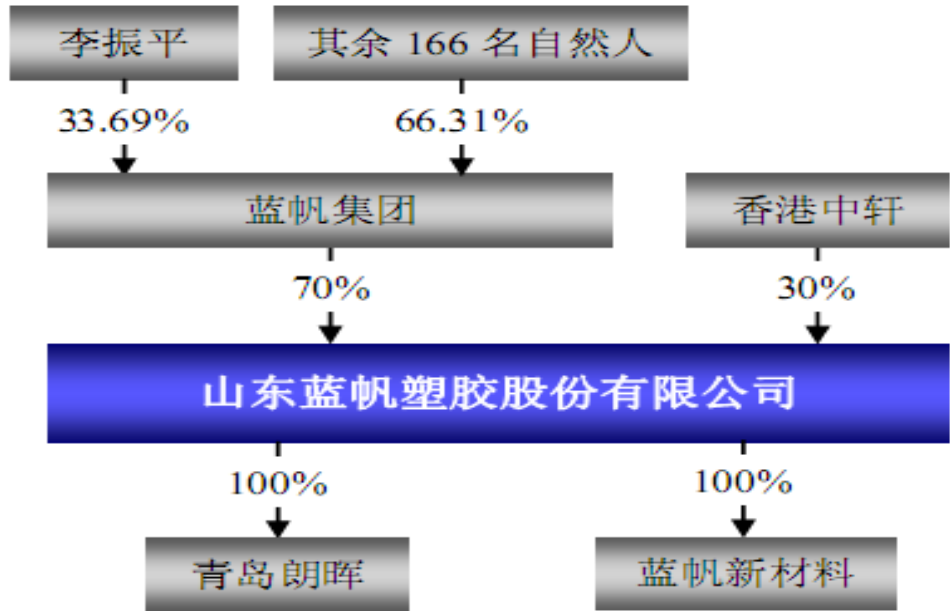
公司产品一次性 PVC 手套是一种快速消费品,广泛应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、食品加工、快餐服务等领域。与其他材质的一次性手套相比, PVC 手套具有穿戴方便、透气性好、手感舒适、耐酸碱、隔离效果好、不会引起皮肤过敏、价格便宜等优点,同时还具备抗静电的特性。目前一次性 PVC 手套的消费市场主要集中在美国、欧洲、日本、加拿大等经济发达国家和地区,上述国家和地区均已通过立法形式,要求有关行业必须配备一次性手套。

公司从发展初期就准确把握了行业的发展趋势, 战略定位于医疗级 PVC 手套的研发、生产与销售,确定了“高端化、差异化”的竞争策略,现已发展成为 PVC 手套生产行业最具成长性的龙头企业,生产总规模和医疗级手套生产规模均位居行业前列。2003 年至 2009 年,公司 PVC 手套销售量从 1.78 亿支迅速增长到 41.99 亿支,销售额从 1,665.23 万元增长到 47,770.29 万元,年复合增长率分别为 69.35%和 74.96%。

2.上市前后公司的股权变化

发行前,公司总股本为 6,000 万股,本次拟公开发行股份 2,000 万股。其中蓝帆集团发行前持有 4200 万股,占发行前总股本的 70%,发行后占有 52.50%;香港中轩发行前持有 1800 万股,占发行前总股本的 30%,发行后占有 22.50%。

图 1：公司发行前股权结构分析



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

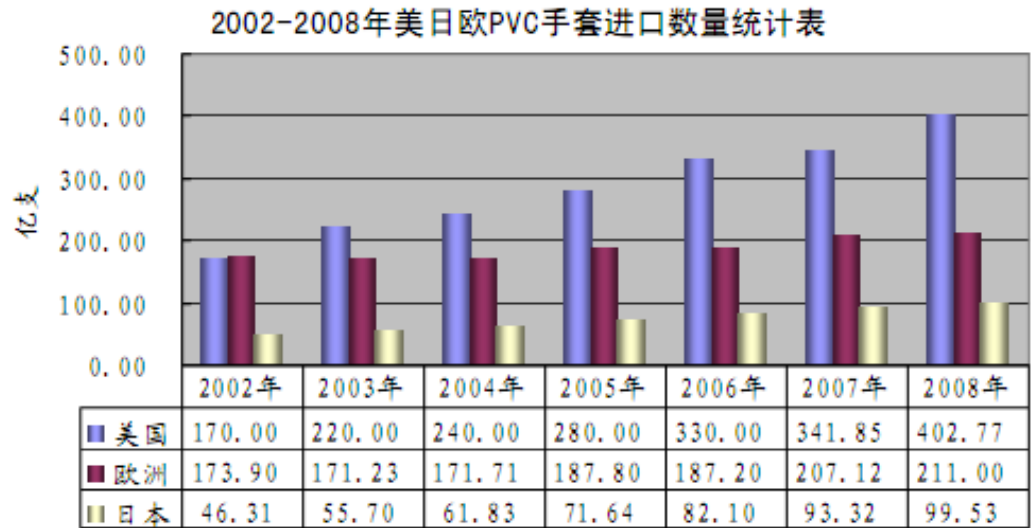
3.行业市场高速增长

3.1 PVC 手套近年来市场需求逐年扩张

PVC 手套属于一次性快速消费品，具有无毒、无味、防水、耐酸碱、耐油的优良特性，广泛地应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、食品加工、快餐服务等多个领域中。现在一次性手套的市场主要是在美国、欧洲、日本等国家和地区，其中美国占 50% 的市场份额，欧洲占 25% 的市场份额，日本占 14% 的市场份额，其他国家占 11% 市场份额。

从消费数量上看，2002 年 - 2008 年，美国市场 PVC 手套需求量从 170 亿支迅速递增至 402.77 亿支，年复合增长 15.46%；欧洲市场需求较为平稳，仅从 173.90 亿支增加到 211.00 亿支，但仍保持较高的需求量；日本市场则从 46.31 亿支增加到 99.53 亿支，年复合增长 13.60%。

图 2: PVC 手套市场需求逐年扩张 (单位: 亿支)



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

3.2 PVC 手套的竞争优势

一次性手套按材质划分主要有乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套和 PE 手套等。

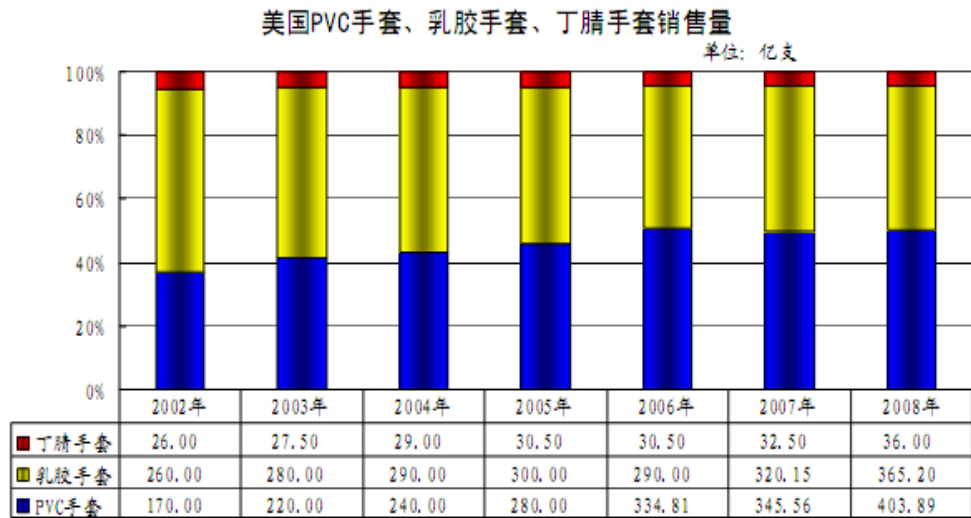
PE 手套采用聚乙烯原料, 配以其他助剂经吹塑、热合工艺加工而成。PE 手套虽然价格低廉, 但存在伸缩性差, 易破损, 穿戴后影响操作等缺点, 属于低端产品, 主要用于餐饮领域, 市场份额较小, 发展潜力不大。

丁腈手套是采用 100% 的合成丁腈橡胶, 通过浸渍工艺加工而成的手套。但其生产工艺中需添加促进剂, 也可能导致人体皮肤过敏, 此外其价格偏贵。

乳胶手套主要是由天然乳胶汁加上稳定剂和催化剂, 采用凝固剂浸渍法, 进行模具加工成型, 干燥后制成的橡胶薄膜制品。其市场开发较早, 市场成熟, 但其原材料供应不稳定, 价格波动较大, 致使成本较高, 应用受限, 市场增长缓慢。

在现有不同材质的一次性手套产品中, 乳胶手套存在容易导致人体过敏、严重者可能导致死亡的缺陷, 部分国家已呼吁减少使用, 这将极大限制乳胶手套需求的增长, 促进 PVC 手套进一步挤占乳胶手套市场; 而丁腈手套也存在一定的过敏问题, 并且价格昂贵, 未来需求增长有限, 因此未来 PVC 手套现有市场需求将不断增长。

图 3：美国手套销量



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 1：各类一次性手套分析比较

手套品种	主要应用领域	优点	缺点	未来发展趋势	生产地
乳胶手套	医疗手术	弹性及贴附性强；价格适中	天然乳胶蛋白可能导致人体皮肤过敏；橡胶属于农业产品，产品价格波动性大，并且原料质量的稳定性不可靠	市场份额逐步下降	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家
丁腈手套	医疗手术、实验室	弹性好，与乳胶手套相当；原料供应和质量更稳定	产品价格偏高；目前生产工艺中需添加促进剂，仍然可能导致人体皮肤过敏	市场份额平稳	与乳胶手套生产基地相同
PVC手套	除医疗手术外的所有领域	不会引起过敏，穿戴容易，透气性好，手感舒适，耐酸碱，隔离效果好，抗静电，价格便宜	普通的 PVC 手套在弹性上不如乳胶手套和丁腈手套，暂时无法应用于手术	市场份额快速上升	以中国大陆为主

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 PVC 手套市场领域的扩张

PVC 手套市场地域范围不断扩大。随着世界经济的不断发展，越来越多的国家正在普及使用 PVC 手套，市场对 PVC 手套的需求量将快速增加。目前，以我国为代表的发展中国家一次性 PVC 手套的消费基本属于空白，随着发展中国家经济的不断进步，国民的消费观念和消费习惯将不断成熟，未来几年对 PVC 手套的需求将从无到有，不断增长。PVC 手套这种产业规模与人口数量息息相关的一次性快速消费产品，其潜在需求一旦在我国这个人口大国得到开发，新增的市场容量将相当可观。

表 2: PVC 手套国内外市场需求情况表

单位: 亿支/年

需求地域	医疗	食品	电子加工/实验室	合计
国际需求量	469.48	341.12	20.00	830.6
国内需求量	67.8	3.60	2.16	73.56
合计	537.28	344.72	22.16	904.16

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

PVC 手套使用领域不断增加。通过手套改性技术的应用, 可以提高 PVC 手套的性能, 为其向特殊领域的扩展奠定了基础。随着科学技术的不断进步, 新型材料层出不穷, 高新技术行业不断涌现, 而新材料加工对工作条件要求非常苛刻, 对劳动保护产品品质的要求不断提高, 为 PVC 手套在新领域的发展提供了重大机遇。例如, 目前对无尘、防静电新型 PVC 手套的需求已经产生并逐步扩大, 市场日渐成熟。如下表为医疗领域的市场需求分析:

表 3: PVC 手套医疗领域市场需求分析

职位名称	美国	欧洲	日本
医生	730,801	991,313	267,943
护士	2,669,603	2,571,511	1,146,181
牙科医生	463,663	217,247	904,022
其他医护人员	11,444,289	1,796,982	223,564
合计 (除医生外)	14,577,555	4,585,740	2,273,767

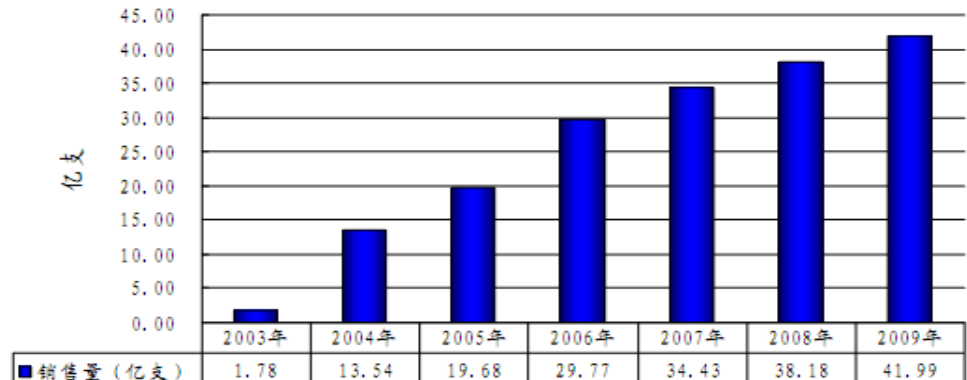
注: 其他医护人员包括: 助产士、药剂师、公共环境健康人员、社区健康工作人员、实验室、其他健康相关人员以及管理人员。欧洲只统计了主要国家 (英、德、法、意、西) 的数据, 欧洲数据来自世界卫生组织《2006 年世界健康统计》。

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

4. 公司未来成长迅速

4.1 公司产品销售量增长迅速

2003 年至 2009 年, 公司 PVC 手套销售量从 1.78 亿支迅速增长到 41.99 亿支, 销售额从 1,665.23 万元增长到 47,770.29 万元, 年复合增长率分别为 69.35% 和 74.96%。2003 年至 2009 年, 公司 PVC 手套销售量情况如下图:

图 4：公司 PVC 手套销量 单位（亿支）


资

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.2 公司战略定位于高医疗级品率保证高毛利率

医疗级 PVC 手套是一次性 PVC 手套的高端产品，本公司战略定位于医疗级 PVC 手套的生产，公司是目前国内能够高比例持续稳定生产医疗级 PVC 手套的少数企业之一。报告期内公司产品的医疗级品率均超过 90%，居行业领先水平。

医疗级手套具有准入门槛高的特点：PVC 手套生产企业首先要通过目标市场所在国家的准入资质认证，才能在相关目标市场销售；其次要通过相关分销商的产品认可，才能成为其供货商。所以其利润水平也较高。

公司的主要收入来自医疗级 PVC 手套，如下表：

表 4：PVC 手套按品级收入情况

单位：万元

项 目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
医疗级 PVC 手套	43,251.46	90.89	47,695.87	92.41	38,429.30	94.88
非医疗级 PVC 手套	4,335.49	9.11	3,919.63	7.59	2,072.70	5.12
合 计	47,586.95	100	51,615.50	100	40,502.00	100

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 5：PVC 手套按品级毛利率情况

单位：万元

产 品	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	毛利	比例%	毛利	比例%	毛利	比例%
医疗级 PVC 手套	10,294.35	96.34	9,965.24	96.63	5,776.38	98.24
非医疗级 PVC 手套	390.78	3.66	347.13	3.37	103.34	1.76
合 计	10,685.12	100	10,312.36	100	5,879.72	100

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 6: 报告期内公司综合毛利率情况

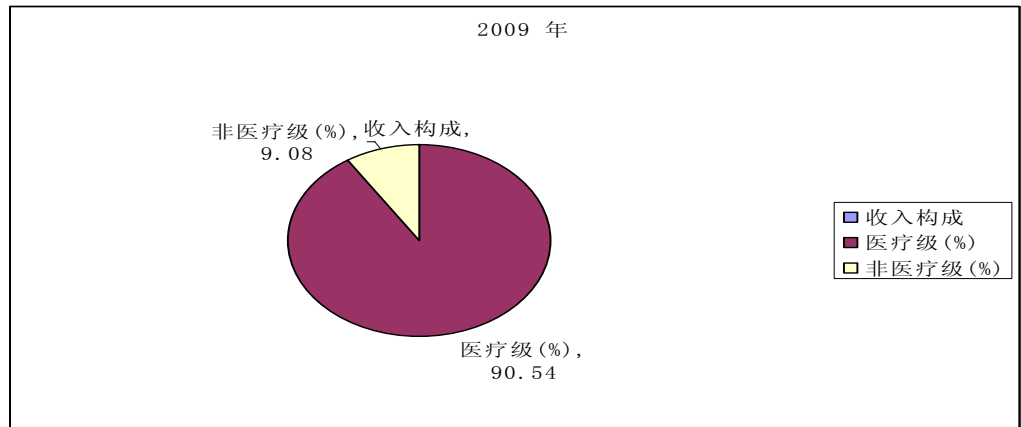
单位: 万元

项 目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
主营业务收入	47,586.95	51,615.50	40,502.00
主营业务成本	36,901.83	41,303.14	34,622.28
毛利	10,685.12	10,312.36	5,879.72
综合毛利率 (%)	22.45	19.98	14.52

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

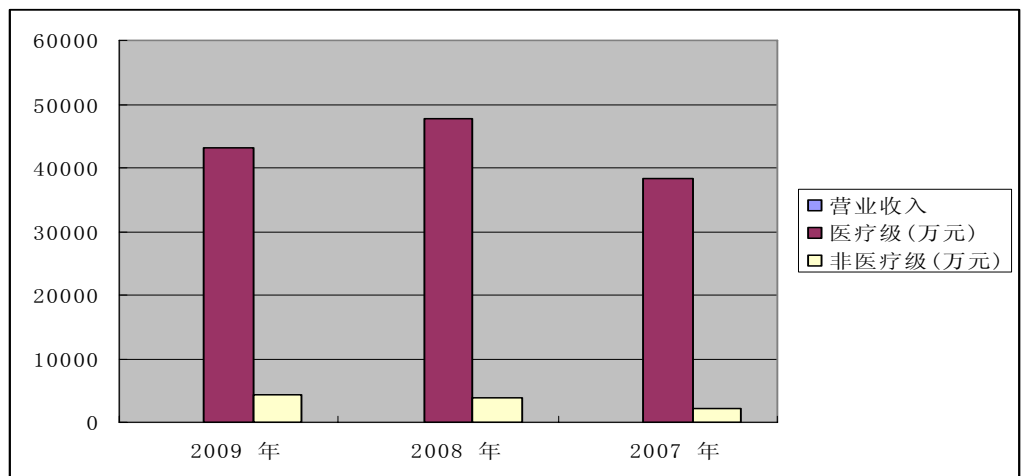
公司经营业绩持续增长, 营业收入由 2007 年度的 40502 万元增至 2009 年度的 47770.29 万元, 增幅 18%; 净利润由 2007 年度的 3086.52 万元增至 2009 年度的 5984.97 万元, 增幅达 94%。

图 5: 公司各产品贡献营业收入占比情况分析



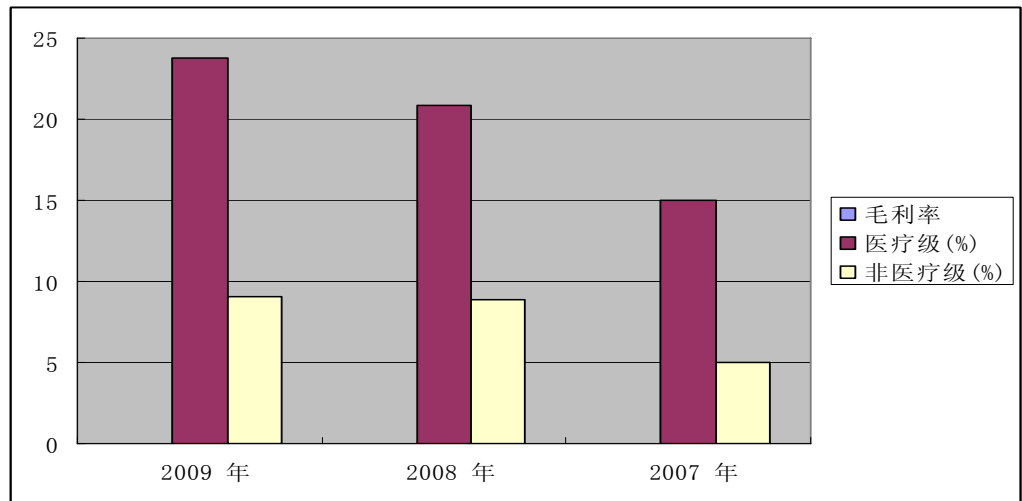
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 6: 营业收入增长分析



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 7：毛利率增长分析



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.3 公司拥有多项竞争优势

(1) 公司的核心竞争力是保证高医疗级品率。这主要得益于以下优势：

① 技术优势

本公司通过长期摸索，优化了工艺控制，建立了医疗级产品生产最佳工艺参数和工艺条件；配方方面优化了原材料规格型号，并根据不同厂家的原材料使用条件，研究专门的配方方案；配料方面使用大容量配料釜投料的配料系统，使糊料稳定性有了很大提高，并采用多层过滤和脱泡技术，严格控制糊料杂质和气泡，确保了糊料的质量；工艺流程方面加大了糊料槽，加长垂滴段，缩短二层烘箱，将导热油路细分成多段且可控；检测方面建立了与美国 FDA 检测相一致的检验方法，降低了出货风险；生产控制方面采用 DCS 控制系统，使 PVC 料槽和 PU 料槽实现了自动温度控制和液面控制，对塑化工序采用温度梯度控制技术。通过应用上述技术，公司能够持续稳定地生产医疗级产品，并在同业中保持较高的医疗级品率。

② 先进的生产设备

行业内的许多生产线大部分是上世纪 80-90 年代建成，技术设备比较陈旧老化，生产效率低下，产品质量不稳定，原料消耗相对本世纪初建成的生产线的消耗要多很多。公司原有 33 条生产线均为本世纪初建成投产，具有较高的先进性，2008 年 10 月公司又新建成 8 条生产线，并在其中 4 条生产线装配了自动脱模等当前最为先进的装备，有效保障了公司产品的医疗级品率以及生产效率。

③ 严格的质量控制体系

公司非常重视质量管理，针对产品设计、研发、生产、销售和服务的全过程建立了严格的质量保证体系，并根据医疗器械生产行业特点将 ISO13485 和 ISO9001 整合起来，形成了以 ISO13485 和 ISO9001 为框架、以全面质量管理和质量总经理负责制为核心的质量管理体系。公司按照医疗器械生产 GMP 规范的要求对关键的生产工序进行规范，在员工培训、环境卫生、操作指导等方面获得了极大的提高。在检测方面，公司建立了与美国 FDA 检测相一致的检验方法，保证了产品的质量，有效地降低了出货风险。

④产品的环保特性

主要目标市场对医疗级产品的环保性有较高的要求，特别是欧洲市场。公司一直注重产品的环保性，率先在行业内采用新型环保增塑剂 DINP 来取代传统增塑剂 DOP，是目前同行业中唯一主要采用 DINP 增塑剂的企业。

⑤适宜的气候条件

本公司所在地淄博市，气候干燥，气温适中，是生产 PVC 手套的适宜位置。适宜的气候条件有力地保障了公司产品的医疗级品率。

（2）区位优势

公司是国家级化学专业经济开发区 - 齐鲁化学工业区的首家入区企业，毗邻国家大型石化企业 - 齐鲁石化公司，石油化工产业配套设施齐全，产业链比较完备，所需的生产助剂采购方便。区域内拥有众多的化工专业科研机构，能够及时掌握石油化工领域的最新科研成果，充分共享化工区丰富的产业信息。化工区聚集了大量的化工专业技术人才，为公司提供了丰富的人才储备。

陶瓷手套模具，是 PVC 生产的易耗品。淄博市是全国两大瓷都之一，陶瓷产业历史悠久，是全国 PVC 手套陶瓷模具的生产中心之一，具有丰富的陶瓷手套模具资源。

公司位于胶济铁路干线和济青高速公路中段，距离青岛港仅 260 公里，进出口物流方便；同时公司距离青岛机场仅需两个小时车程，距离济南机场只需要一个小时的车程，客户往来十分便利。

（3）客户管理优势

虽然公司主要为中间商做 ODM，不直接向终端用户销售，但是公司常常要配合进口商通过主要分销商的供货认可。公司始终重视和保持同分销商甚至是终端客户的接触和沟通，充分了解客户的需求，妥善处理客户的批评，认真对待客户的建议，把客户的需求信息及时传递给研发、生产、销售部门，以便研发和生产客户满意的产品，为客户提供优质的服务。目前，公司产品销往包括美国、欧洲、日本、加拿大在内的全球 45 个国家和地区，是全世界最大的医疗器械经销商 Mckesson 公司的主力供应商。

（4）规模优势

本公司目前拥有 41 条生产线，设计产能是 41 亿支/年，生产规模位居行业前列。规模上的优势，一方面增加了公司与上游供应商的议价能力，另一方面使得公司具备持续供货的能力，深得客户特别是大客户的青睐。

规模上的优势使得公司能够提供差异化的服务。公司能够安排一定的生产线专门生产非标准手套，如加长手套、细腕手套、无尘手套及彩色手套等，以满足客户的个性化需求。

(5) 团队优势

公司拥有一支年轻、富有创造力的生产、销售、管理团队，有合理的知识结构和水平，许多骨干成员拥有十多年的化工生产、技术与开发、生产管理经验。公司通过企业文化和共同的价值取向，将团队凝聚在一起，形成了具有战斗力的团体。

4.4 公司产能急需扩展

公司目前拥有 PVC 手套产能 41 亿支/年，2006 年开始产能利用率就已达到 100% 以上。公司在全球 PVC 手套市场已占据稳固地位，具备了一定品牌影响力，公司有继续扩大市场占有率的能力。根据公司目前已签订的未来两年出口框架合同统计，2010 年境外采购意向达 41.54 亿支，2011 年达 54.33 亿支，可见需求旺盛。因此，为使公司做大做强，扩大产能已成为公司的当务之急。

表 7：公司主要产品产能表

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
产能（亿支）	41	35	33
产量（亿支）	40.28	38.21	34.6
销量（亿支）	41.99	38.18	34.43
销售收入（万元）	47,586.95	51,615.50	40,502.00
产能利用率（%）	98.24	109.17	104.85
产销率（%）	104.25	99.92	99.51

注：1、2008 年新建的 8 条生产线于 2008 年 10 月开始试生产，2008 年产能折算增加 2 亿支；2、2009 年公司外购部分非医疗级 PVC 手套用于销售。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

5. 募集资金项目分析

公司本次公开发行股票所募集的资金，按轻重缓急顺序投资于以下三个项目，项目预计总投资 20,002 万元，计划全部使用募集资金。

表 8：募投项目分析

编号	项目名称	总投资 (万元)	预计募集 资金使用 量(万元)	募集资金使用计划(万元)		
				第一年	第二年	第三年
1	年产 21 亿支 PVC 手套 装置项目	13,691	13,691	10,360	2,798	533
2	年产 33 亿支 PVC 手套 装置技术改造项目	4,634	4,634	4,590	44	0
3	研发中心建设	1,677	1,677	1,677	0	0
合计		20,002	20,002	16,627	2,842	533

注：(1) 各项目的轻重缓急依序号为准，募集资金按此顺序逐项投入；

(2) 表中所指第一年度投资额指从本次发行完成日起至其后第12个月的期间，第二年度依此类推。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

年产 21 亿支 PVC 手套项目正常年实现销售收入为 24,995.25 万元。（按年销售 21 亿支，单价 119 元/千支计算）。净利润为 2793.43 万元。

年产 33 亿支 PVC 手套技改项目总投资 4634 万元，达产后实现收益 1727.40 万元，净利润 924.93 万元。

目前公司产品供不应求，急需提高产能，公司决定自筹资金先期投资建设年产 21 亿支 PVC 手套装置项目中的 8 条生产线及其相关的配套设施，目前，上述 8 条生产线已建成并投入生产。

6. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2010 年能够建成新生产线扩大产能，未来公司原有的业绩能够保持持续增长，我们预计 10-12 年的每股收益分别为 1.02 元、1.23 元、1.47 元，按照目前目前公司已经公布发行价格为 35.00 元，对应 10 年的市盈率为 35 倍，基本符合创业板的定价，按照首日涨幅在 30-50%，预计首日涨幅区间为 45-52 元。

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	516.65	477.70	624.54	742.58	913.88
营业成本	413.03	369.19	484.02	576.98	712.83
营业费用	11.05	10.45	13.49	16.04	19.74
管理费用	12.96	12.12	15.80	18.79	23.12
财务费用	11.10	5.33	1.63	(0.71)	1.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	68.27	80.23	109.30	131.18	156.90
利润总额	68.09	80.64	109.15	131.03	156.75
所得税	6.73	20.79	27.29	32.76	39.19
净利润	61.36	59.85	81.87	98.27	117.56

归属母公司所有者的

净利润	61.36	59.85	81.87	98.27	117.56
NOPLAT	71.52	63.50	83.20	97.85	118.42
每股收益 (元)	1.020	1.000	1.023	1.228	1.469

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	88.92	127.53	707.00	415.18	365.34
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	68.32	72.09	85.55	101.72	125.19
预付款项	5.19	17.38	22.22	27.99	35.12
存货	44.50	33.27	46.41	55.33	68.35
流动资产合计	207.17	253.72	865.69	605.57	600.59
非流动资产	119.95	125.85	510.58	836.51	924.45
资产总计	327.12	379.58	1,376.27	1,442.09	1,525.04
短期借款	80.00	30.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	53.64	41.38	58.35	69.55	85.93
预收款项	1.81	2.60	3.35	4.24	5.34
流动负债合计	163.76	101.37	360.57	377.25	401.42
非流动负债	4.95	74.95	74.95	74.95	74.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	158.41	203.26	944.19	993.33	1,052.11
净营运资本	43.41	152.36	505.12	228.32	199.17
投入资本 IC	149.49	175.73	307.20	648.15	756.77

现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	61.36	59.85	81.87	98.27	117.56
折旧摊销	7.57	9.97	0.00	99.07	112.07
净营运资金增加	39.91	108.95	352.76	(276.80)	(29.15)
经营活动产生现金流	75.91	62.05	225.32	181.91	210.24
投资活动产生现金流	(38.72)	(23.99)	(273.30)	(425.30)	(200.30)
融资活动产生现金流	9.39	(0.36)	627.44	(48.43)	(59.78)
现金净增 (减)	46.58	37.69	579.46	(291.82)	(49.84)

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证

券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。