

新华锦 (600735)

# 小锡球即将粉墨登场

买入 / 首次评级

股价: RMB17.5

## 分析师

叶洮  
SAC 执业证书编号:S1000206110083  
+755-82492171 yetao@lhqz.com

## 联系人

王茜  
+755-82364392 wangqianyjs@lhqz.com

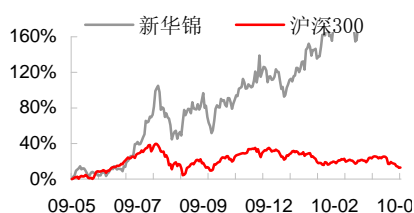
## 相关研究

《新业务能否开启新天地?》(2010/02/03)

## 基础数据

总股本(百万股)	155
流通 A 股(百万股)	83
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1461

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司已脱胎换骨, 由贸易为主转向锡材深加工。现主要产品有: 半导体和贴片封装锡球用有铅及无铅锡球 (BGA、CSP 锡球), SMT 插件表面粘着用的锡膏、锡丝、锡条, 电镀锡球等; 产能情况: 拥有喷射和切割两种 BGA 锡球生产线, 设计总产能约 100 万 kk/年 (即约 10000 亿粒/年) (其中两条线在建), 另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球产能合计 4300 吨/年。
- BGA 锡球和无铅锡膏产品附加值较高, 毛利率接近 50%, 锡条、锡丝、电镀锡球等产品的毛利率约 15-20% (参照台湾可比公司数据), 盈利能力强。若公司锡材加工产品顺利通过下游客户的认证一生产一小批量订单, 并于 2010 年上半年开始大批量生产, 该业务有望为公司 2010-2012 年贡献 EPS (权益) 0.30、0.63、0.76 元/股, 未来三年复合增长率有望达到 40%; 而同期传统业务预计贡献: 0.17、0.11、0.09 元/股。
- 下游产业处于高速发展期。随着全球半导体封装产能逐步向中国转移, 同时在终端电子应用领域快速成长的推动下, 中国半导体封装业在近几年保持了稳定、高增的态势, 年均复合增长率保持在 20% 左右。目前中国在全球半导体封装市场中的重要性日益突出, 而全球金融危机反而成为发展契机。我们预计国内市场高增速未来有望保持, 甚至进一步提升。
- 目前 BGA 锡球产品 90% 以上依赖进口, 进口替代潜力巨大。公司凭借国际领先的技术、价格、地域等诸多优势, 已占得先机, 随着下游厂商认证的顺利推进, 有望逐步实现进口替代, 并快速提升市场占有率 (目前已获日月光、华硕等知名企业认证, Amkor 等企业的认证工作也在有序推进)。
- 分业务“PB+PE”估值, 传统业务 (地产+贸易) 按照 1.5 倍 PB, 价值 2.10 元/股, 锡材新业务按照 2011 年 32 倍 PE, 估值 20.16 元/股, 合计价值 22.26 元/股; 按 WACC 9.12%, 永续增长率 1% 的假设, DCF 估值为 26.72 元/股。我们认为, 公司内在合理价值区间: 22.26-26.72 元/股。公司发展即将驶入快车道, 前景乐观, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示: 未来市场推广及订单情况仍有不确定性, 经营前景和业绩预测存在一定难度; 大型电子设备商对现有材料供应商的依赖特性不容忽视。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2201.8	437.1	2533.5	3111.5	3441.0
(+/-%)	-1.1	21.2	15.1	22.8	10.6
归属母公司净利润(百万元)	25.1	0.3	57.6	111.9	132.0
(+/-%)	436.9	105.9	129.5	94.2	18.0
EPS(元)	0.16	0.00	0.46	0.74	0.85
P/E(倍)	109.8	9672.7	38.0	23.5	20.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

公司主营出现重大转向 .....	3
新业务有望开启新天地 .....	4
主要深加工产品用途 .....	4
全球 BGA 锡球市场容量不断扩大 .....	5
中国封装产业即将驶入快车道 .....	6
BGA 锡球进口替代潜力巨大 .....	7
突破之一：技术有所突破 .....	7
突破之二：下游认证反馈良好 .....	7
其他竞争优势 .....	8
集团其他资产 .....	8
房地产开发 .....	8
老年颐养服务 .....	8
发制品业务 .....	8
盈利预测与投资评级 .....	9
分业务盈利预测 .....	9
传统国际贸易业务 .....	9
房地产业务 .....	9
锡材深加工业务 .....	10
公司估值与投资分析 .....	10
分业务“PB+PE”估值 .....	10
DCF 估值 .....	10
风险提示 .....	12

## 公司主营出现重大转向

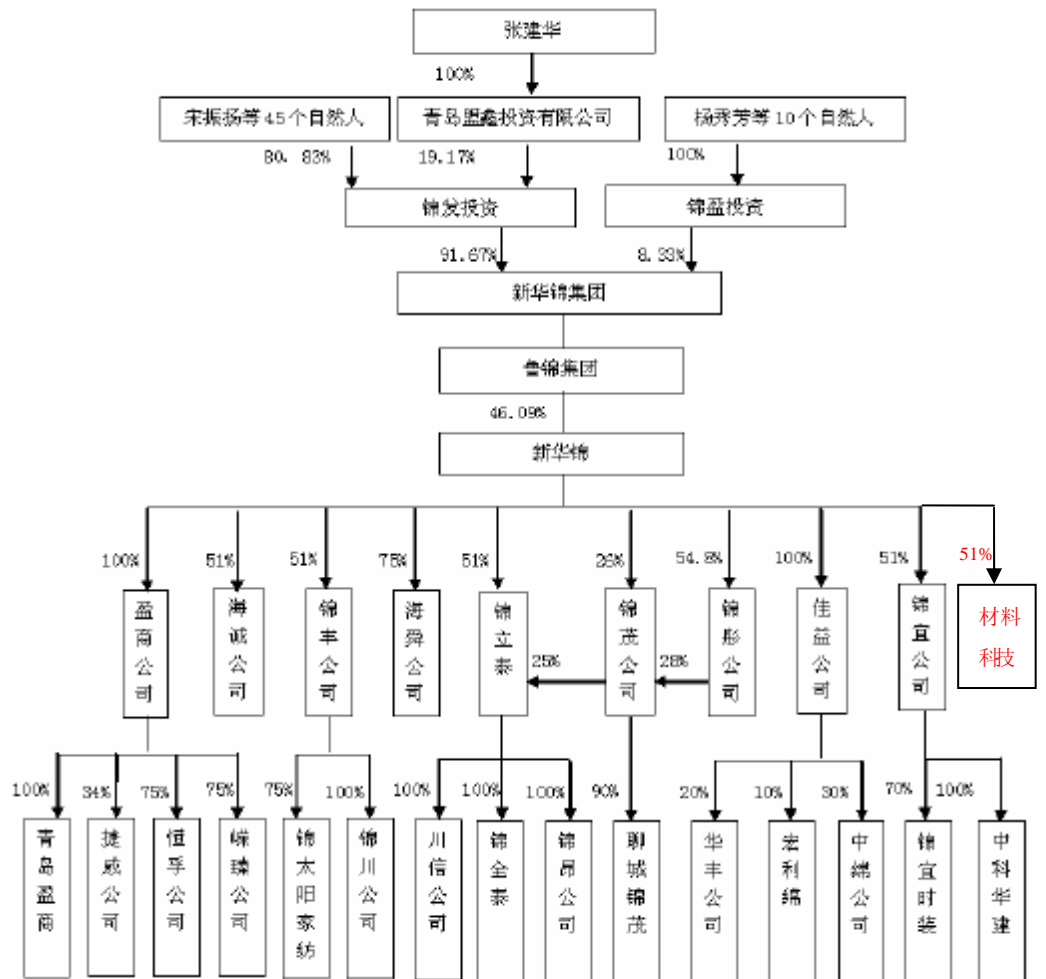
公司原主营业务为饮料酒、酒精生产与销售等。后由鲁锦集团入主公司，并对公司实施资产重组，主业变更为纺织制品、服装等产品的生产、销售和进出口贸易等类业务。

2009年9月，公司与王晶晶和刘忆平共同出资设立了新华锦“青岛”材料科技有限公司（以下简称“材料科技公司”），该公司注册资本为500万元，其中公司出资51%。材料科技公司主营产品为：半导体和贴片封装锡球用有铅及无铅锡球（BGA、CSP锡球），SMT插件表面粘着用的锡膏、锡丝、锡条，电镀锡球等。

材料科技公司的前身为肯麦特（上海）材料科技有限公司（以下简称“肯麦特”）为外商独资企业，其与台湾肯麦特精密科技股份有限公司同属新加坡中国科技发展（集团）有限公司控股的二个锡制品专业制造企业。

目前公司锡材产品产能情况：公司拥有喷射和切割两种BGA锡球生产线，设计总产能约100万kk/年（即约10000亿粒/年）（其中两条线在建），另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球共4300吨。

图1、公司股权结构图



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 新业务有望开启新天地

公司初涉的锡材加工业务主要产品为电子信息产品及半导体封装的关键性材料，所有电子电脑、网络通讯及消费性电子产品等均为其下游需求产业。

### 主要深加工产品用途

#### 1、焊锡丝、锡条、锡膏

锡丝、锡条、锡膏最主要的下游应用为印刷电路板厂商，PCB 的功能在于电气连接及承载元件，提供电子零件在安装与互连时的主要支撑体，是电子产品不可或缺的基础零件，其品质直接影响到各项电子产品的可靠度及效能。

其中锡膏用于熔焊（以 SMT（表面粘着技术）自动插件制程为主），因 SMT 对精密程度要求日益提升，故对其重要连接材料锡膏的纯度及稳定度要求也日益增加，因此该产品的附加值最高，毛利率将近 50%；而锡条、锡丝等产品毛利率约 15-20%（参照台湾可比公司数据，公司产品综合毛利率水平约 18%）。

#### 2、电镀锡球

电镀属于基础工业，须使用稳定且高纯度锡球才能保证优良的电镀效果。电镀锡球应用范围非常广泛，普遍供应印刷电路板厂商、被动元器件及一般电镀厂商，其中在 PCB 板中用于制作多层 PCB 板，每一层板子在粘合前必须先钻孔与电镀，使各层板电路相互连接。

电镀锡球产品技术门槛相对锡膏较低，但应用广泛，市场空间巨大，毛利率水平约 15-20%（参照台湾可比公司数据）。

#### 3、BGA 锡球

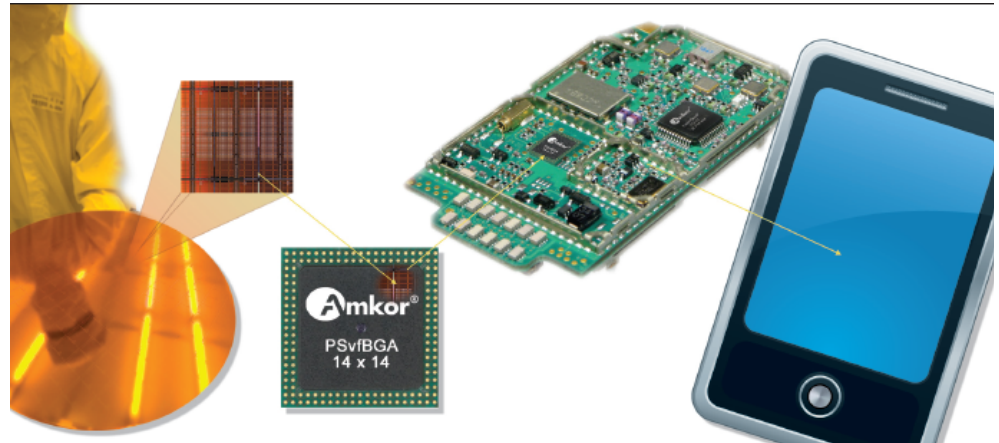
BGA 锡球的下游为封装产业，著名企业如台湾的日月光、矽品，韩资的 Amkor 等。BGA 锡球是公司未来几年的重点推进项目。

封装技术是 IC 设计的后段制程，其功用在于保护电路、固定线路与散热，大量使用于笔记本电脑、手机、PDA、DSC、LCD 及 3C 产品等。随着电子产品向多功能、多元化以及“轻、薄、短、小”方向发展，IC 设计主流也逐渐往高复杂度、高速度及高频宽要求、体积缩减等诸多特性发展，在封装型态上，即体现为高脚数、高效能、小型化等特征。BGA(Ball Grid Array)以及 CSP(ChipScale Package)等高端 IC 封装技术便应运而生。

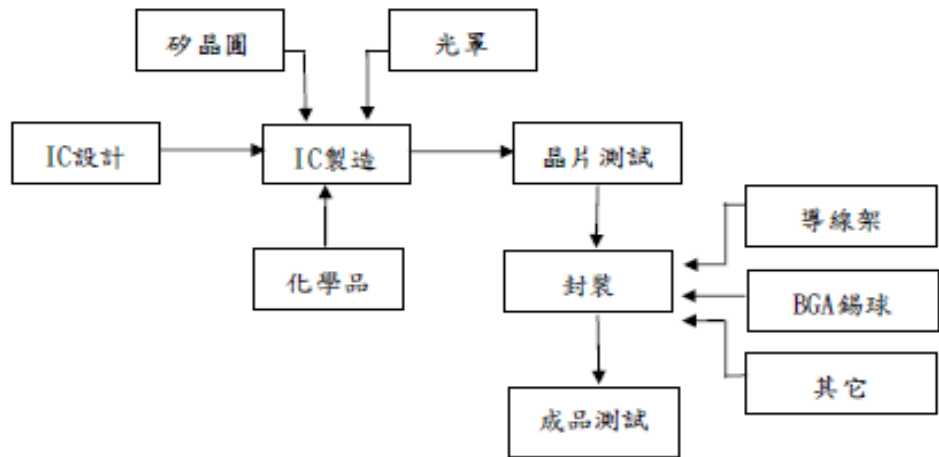
业内一般将满足 BGA、CSP 封装要求的锡球统称为 BGA 锡球，其中 BGA 封装要求锡球球径介于 0.30-0.76mm 之间，平均每平方英寸约植 200-500 颗锡球；CSP 封装要求的锡球球径介于 0.15-0.50mm 之间，平均每平方英寸约植 300-500 颗。配合线路的密集型逐渐提升，锡球的粒径呈现逐步缩小的趋势。

锡球生产对其真圆度和成品率要求高，生产技术难度大、工艺控制要求高，存在明显技术壁垒。产品拥有较高的附加值，毛利率达 50%左右，且市场潜力巨大。

图 2、IC 封装产业链图示



上 游                      中 游                      下 游



资料来源：华泰联合证券研究所

### 全球 BGA 锡球市场容量不断扩大

根据日本富士总研所统计，2004 年全球锡球市场规模约 9609 亿粒/月（BGA 锡球 + CSP 锡球），较 1999 年的 2309 亿粒/月，复合增长率达 33%。受 2008、2009 年全球经济危机影响，估计致近 6 年全球复合增长率有所下降，若按 15% 增速计算，则目前全球市场规模已达 14000 亿粒/月（约合 17 万亿粒/年）。

全球 BGA 约 30% 以上用于封装测试产业，另 30% 以上用于半导体连接组件等。2009 年，全球中高端集成电路封装测试产业市场规模约 660 亿美元，其中 BGA（BGA+CSP）及锡材料占比约 10%，即产值约 66 亿美元。再加上半导体连接件等需求规模约 150 亿美元。

随着全球经济企稳复苏、电子产品市场的不断扩大、以及大型芯片小型化，未来锡球产品仍拥有较大的市场空间，高增速有望保持，我们预计增速在 20% 左右，高于封装行业增速。

### 中国封装产业即将驶入快车道

随着全球半导体产业、集成电路封装产业向大陆转移进程逐步加快，国内 BGA 锡球市场空间巨大。假设未来（3-5 年内）中国大陆封装产能占全球 30%，BGA 锡球市场占全球 20%，估计国内对 BGA 锡球的需求规模将达到 6 万亿粒/年以上。

据中国半导体行业协会统计，2007 年中国大陆的集成电路封装测试业产值约 92 亿美元（但多为中低端产品），已接近台湾水平。

随着近几年全球集成电路封装测试产业产能向中国的不断转移，同时在终端电子应用市场快速成长的推动下，大陆封装测试业实现了高速增长（2004-2011 年的年均复合成长率约为 20% 以上）。估计目前已远超台湾，成为全球最大的封装测试产业基地。

2008-2009 年，全球经济危机对半导体行业造成明显冲击，但危机也是转机，以此为契机，中国在全球半导体封装市场中的重要性正日益突出，即将驶入快车道。

目前全球前 20 大半导体厂商，如英特尔、意法半导体、瑞萨等，均已在大陆进行了封装测试项目的投资。专业的封装测试企业，如国安、日月光等也在逐步扩展在大陆的投资。

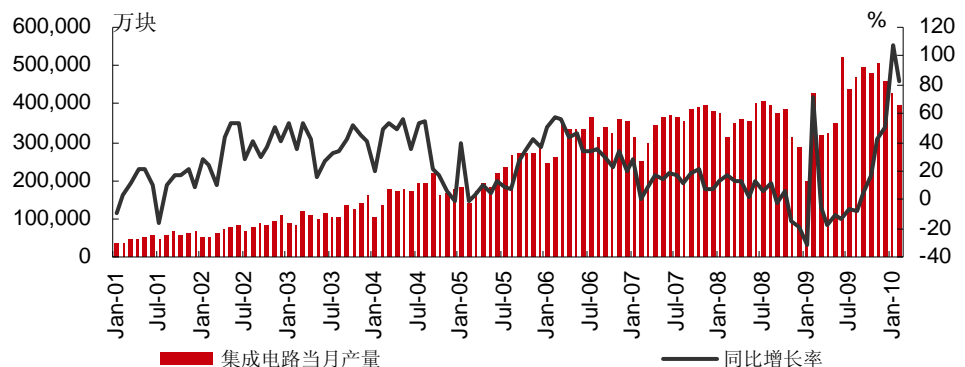
值得一提的是 2007 年 6 月台湾经济部放开台湾半导体封装测试企业赴大陆投资，迅速推动了台湾地区半导体企业拓展大陆业务。

**表 1、全球测封产业逐步向中国大陆转移（包含高端产品）**

全球测封企业向大陆投资时间表
2007 年，日月光（全球第一大封装厂商）分别以 6000 万美元和 2610 万美元收购大陆测封厂威宇科技和 NXP 苏州厂 60% 股权。
2008 年 2 月，日月光以 3000 万美元增资上海测封厂。
2009 年，全球第二大半导体封装测试企业 Amkor 已在大陆设厂。

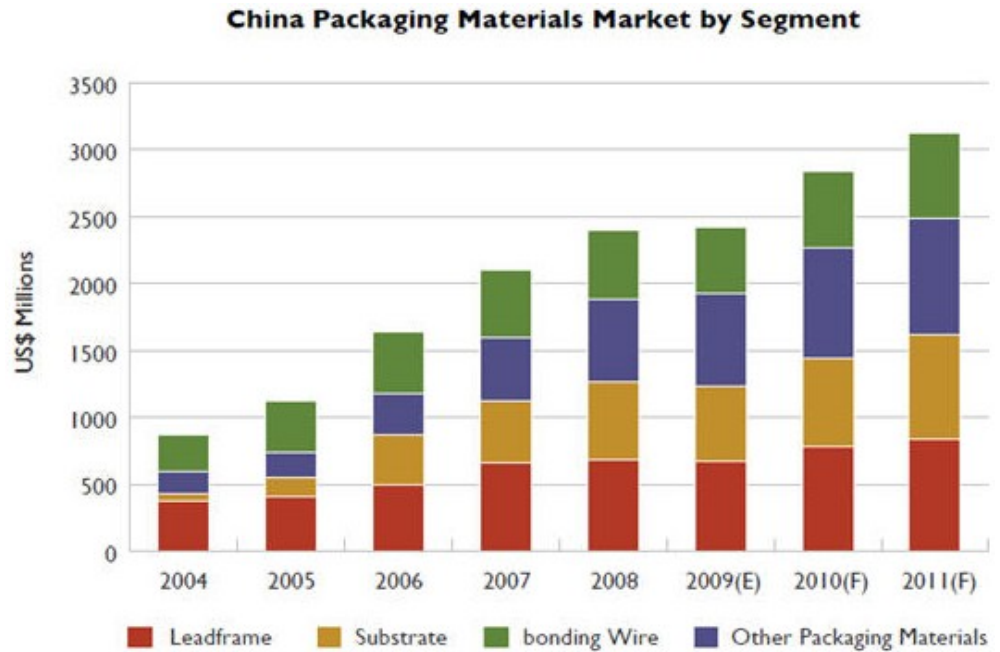
资料来源：华泰联合证券研究所

**图 3、中国集成电路市场情况**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4、中国半导体封装材料市场情况



资料来源: SEMI Industry Research and Statistics, December 2009, 华泰联合证券研究所

### BGA 锡球进口替代潜力巨大

目前国内 BGA 锡球产品 90%以上来自于进口, 进口替代空间巨大。

#### 突破之一: 技术有所突破

技术问题一直是困扰国内厂商的最大障碍。BGA 锡球生产工艺有裁切和喷吹两种, 其核心技术一直被日本、美国以及台湾垄断, 全球主要生产厂商为日本千住、美国 Alpha Metal 及住友金属等。2005 年时日本千住垄断全球约 70%的 BGA 锡球市场。为防止技术外溢, 全球 BGA 锡球的前四大生产商都没有到大陆建厂。

而新华锦材料科技公司近几年通过引进、消化国外技术, 目前已经形成完善的技术支持体系, 技术工艺能力达到国际先进水平, 是国内少数可以量产的企业。其前身肯麦特(上海)材料科技有限公司的锡球制造方法, 并于 2009 年获得国家知识产权局授权的发明专利。通过该技术工艺可以制造出高真圆度、高良品率(95%以上)的锡球, 制造成本降低明显; 而且在后续应用方面具有上板焊固精密度高的优点, 可以大幅提升产品竞争力。

同时, 公司对产品采取 100%全检测, 使得良品率进一步提升, 产品质量得到保障。

#### 突破之二: 下游认证反馈良好

封装产业中, 用户对其关键材料供应商的认证过程复杂而严苛。一般需要经过几个阶段: 即熟悉阶段(建立信任)、报价阶段、送样检测阶段、企业管理认证阶段、小批量测试订单认证、大批量订单, 直至建立稳定供货关系。整个过程大约需要 3-5 年, 是行业新进入者的壁垒。

据了解，目前公司已经通过日月光的认证，并已开始接受订单；华硕、富士康等知名企业的认证已进入最后阶段，Amkor 等企业的认证工作也在有序推进，在中国大陆拥有明显的先发优势，鲜有竞争者。预计未来有望实现进口替代，甚至出口国外。

日月光是全球最大的封装测试厂商，约占 5% 的市场份额，通过其认证对于公司后续争取其他企业认证具有重要意义。经草根调研了解，上海日月光已将新华锦列入公司重点供应商之一，并计划逐步将其 80% 的订单转移过来，我们认为，此举为公司争取台湾日月光（规模远大于上海日月光）的订单打开了通道。

### 其他竞争优势

因公司产品相对国际厂商（千住、Alpha 等）具有明显低成本竞争力，加之得天独厚的地域、服务等优势，估计批量生产后，其市场份额将显著提升，产量规模有望迅速扩大。

电子封装产业中，不同企业文化及国家民族背景在一定程度上影响其对供货商的选择，例如，一般台资企业多数喜欢将订单下给台企，日本、韩国、新加坡等亚洲企业亦类似。但欧美企业这方面偏好不明显，相对更看重公司品牌、质量及规模。

因此，相信未来随着采购人员本土化程度提升、产业转移逐步深化、以及本土封装企业的迅速壮大，中国大陆供应商原来在这方面的劣势有望转化为优势。

## 集团其他资产

### 房地产开发

集团积极介入房地产开发领域，以“打造新华锦地产品牌”为目标，项目遍及青岛市各个区（市）。集团响应青岛市政府的号召，开发建设了锦源秀邸等政策性保障住房。响应山东省委建设蓝色经济区的战略，在胶东半岛和省内寻求机遇、储备项目。

### 老年颐养服务

老年颐养服务被作为集团“二五”期间新兴产业板块，依托国家“爱晚工程”的品牌优势，在青岛城阳建设一个总投资 10 多亿元的高端老年颐养服务社区，以社区为载体，构建集颐养、娱乐、保健、旅游等一体的综合性老年服务产业平台。集团拟以青岛“爱晚中心”为基地，向山东省其他地区推广复制。

### 发制品业务

新华锦集团山东海川工艺发制品有限公司是一家专业经营高档发制品的公司，产品种类齐全，达 1000 种以上，作为经营发制品的综合公司，有 50 年以上的历史。主营产品有教习假发、机制和手制假发产品，人发发帘、发把、发饰品等，产品主要出口到日本、美国、欧洲等几十个国家。

2010 年 1 月，集团成功收购世界男发第二大品牌公司——美国 OR 公司 100% 股权，迈出国际化发展战略的重要一步。

## 盈利预测与投资评级

撇开锡材加工业务贡献，公司原有业务 2010-2012 年盈利预测为：0.17、0.11、0.09 元/股（假设佳益公司（地产）项目完成后无其他新签项目）。

若公司锡材加工产品顺利通过下游客户的认证一生产一小批量订单流程，并于 2010 年上半年开始大批量生产，假设开拓市场阶段产品价格比竞争对手低 10%-20%，2010-2012 年该业务可为公司贡献 EPS（权益）0.30、0.63、0.76 元/股，未来三年复合增长率有望达到 40%。

### 分业务盈利预测

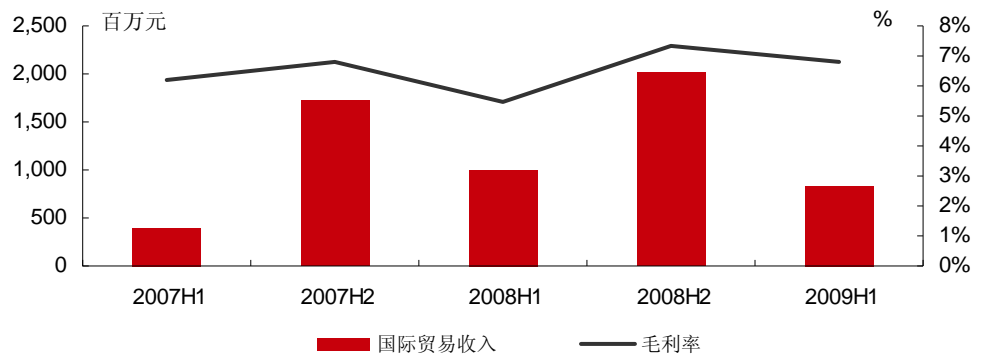
#### 传统国际贸易业务

公司传统业务为国际贸易，随着全球经济企稳并逐步复苏，该部分业务收入及利润规模基本维持稳定，为公司提供较为稳定收入及利润来源。

出口状况自 09 年 5 月份以来有所好转。预计公司 2010 年贸易业务（包括有色金属、棉花等），收入有望明显回升。

公司贸易业务毛利率相对稳定，约为 5-7%左右，假设该水平得以维持，预计公司 2010-2012 年贸易业务收入约 20、22、23 亿元，毛利率约 7%，该部分业务将贡献净利润约 1150、1270、1340 万元，合每股收益约 0.08、0.08、0.09 元/股。

图 5、公司国际贸易业务收入与毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

#### 房地产业务

2009 年 5 月 15 日，公司全资子公司新华锦集团山东佳益国际有限公司与山东新华锦国际高尔夫公寓有限公司签订《商品房全程策划管理服务委托合同》，从而介入房地产项目策划服务行业。2009 年佳益公司因该业务实现管理费策划收入 3,787 万元。

目前山东佳益公司房地产策管理项目进度约 50%，假设将于 2010、2011 年分别完成剩余部分的 80%和 20%，该项目可望增厚公司 2010-2011 年 EPS 0.09 和 0.02 元/股（假设佳益公司项目完成后无其他新签项目）。

### 锡材深加工业务

主营产品产能：公司目前拥有喷射和切割两种锡球生产线，设计总产能约 100 万 kk/年（即约 10000 亿粒/年），另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球共 4300 吨。

公司远景规划：在 2015 年底达到 BGA 锡球 1200 亿粒/月的生产能力，实现年产值 60 亿元，5 年产值复合增长率达 40% 以上。

产品的定价模式为“锡价+加工费”，由于市场竞争相对较弱，毛利率比较稳定，基本不受上游原材料价格波动影响。其中 BGA 锡球和无铅锡膏产品附加值较高，毛利率将近 50%，锡条、锡丝、电镀锡球等产品的毛利率约 15-20%（参照台湾可比公司数据，公司产品综合毛利率水平约 18%）。

若公司锡材加工产品顺利通过下游客户的认证—试生产—小批量订单，并于 2010 年上半年开始大批量生产，该业务有望为公司 2010-2012 年贡献 EPS（权益）0.30、0.63、0.76 元/股，未来三年复合增长率有望达到 40%。

（公司锡材加工产品的具体盈利水平尚需完整财务数据支持）

### 公司估值与投资分析

分别根据分业务“PB+PE”估值法和 DCF 估值法测算，我们认为，公司内在合理价值区间为：**22.26-26.72** 元/股。

**锡材深加工业务存在巨大的市场空间和进口替代潜力。**若公司能够顺利打开市场，随着订单的扩大和客户的增加，该项业务（特别是 BGA 锡球加工）可望迅速晋升为公司盈利的绝对主力。

我们判断公司即将步入快速发展期，前景乐观，首次给予“**买入**”评级。

### 分业务“PB+PE”估值

剔除锡材深加工以外的“传统+地产”业务采用 PB 估值法，锡材深加工业务采用 PE 估值法。我们认为，公司合理价值区间为：**22.26** 元/股。

**“传统+地产”业务：**截止 2009 年三季度末，公司每股净资产 1.40 元/股（剔除“材料公司”），按照 1.5 倍 PB 计算，该部分业务价值约 **2.10** 元/股。

**锡材深加工业务：**处于快速发展初期，未来 3 年复合增长率有望达 40%，参考台湾升贸科技上市初期相对估值水平（该公司 2003-2008 年 5 年复合增长率约 22%，上市初期（3 年内），其估值相对台湾综指持续溢价 50%-150%），根据 Wind 市场一致预期 2011 年整体 A 股 PE 约 14.5 倍，按照溢价 120% 32 倍计算，该业务价值约：**20.16** 元/股。

### DCF 估值

我们采用两阶段 DCF 贴现模型对公司进行估值，第一阶段为 2010~2015 年，第二阶段为 2015 年以后。

主要假设：1、随着订单逐步增加，公司扩产计划顺利推进并按时投产，现金流实现稳定增长，预计 2010-2015 年 FCFF 复合增长率为 20%；2、2016 年及以后的永续增长率为 1%，WACC 为 9.12%。

DCF 估值为 **26.72** 元/股。

**表 2、DCF 基本假设**

项目	假设
贝塔值 (β)	1.053
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	9.50%
股权资本成本 (Ke)	9.87%
债务成本 Kd (%)	4.28%
债务比率 D/(D+E)(%)	13.47%
WACC	9.12%
永续增长率	1%

资料来源：华泰联合证券研究所

**表 3、敏感性分析**

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.12%	60.06	77.40	111.13	205.34	1934.04	-245.17
5.12%	47.26	57.32	73.85	106.01	195.82	1843.85
6.12%	38.67	45.13	54.73	70.50	101.17	186.83
7.12%	32.53	36.96	43.12	52.28	67.33	96.59
8.12%	27.92	31.11	35.34	41.22	49.97	64.32
9.12%	24.34	26.72	29.76	33.80	39.42	47.77
10.12%	21.48	23.31	25.58	28.48	32.34	37.71
11.12%	19.16	20.58	22.32	24.49	27.27	30.96
12.12%	17.22	18.36	19.73	21.39	23.47	26.13
13.12%	15.60	16.52	17.61	18.92	20.51	22.49
14.12%	14.21	14.97	15.85	16.90	18.15	19.67
15.12%	13.01	13.64	14.37	15.22	16.22	17.41

资料来源：华泰联合证券研究所

**参考资料:**

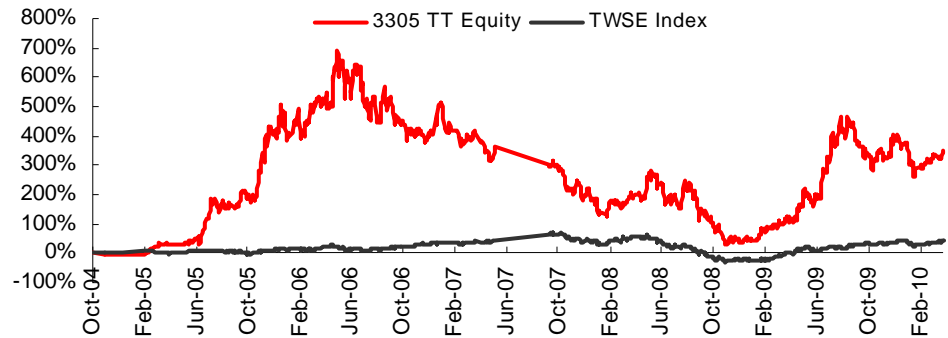
台湾升贸科技公司主营产品即焊锡棒、锡球、焊锡丝、焊膏、BGA 锡球等锡加工产品，与材料公司基本一致。

该公司成立于 1978 年；2001 年成功开发出 BGA/CSP/FLIP CHIP 锡球等产品，开始进入 BGA 锡球市场；2005 年 6 月在台湾交易所上市。

成功进入 BGA 锡球领域以来，伴随全球暨台湾半导体行业的迅速发展，以及进口替代的逐步实现，公司产能迅速扩张，2008 年其 BGA 锡球产能是 2003 年的 9 倍，五年复合增长率达 54%，同期锡球价格亦稳步提升，年均增速约 4%，产值增速约 70%。但该公司发展重点为锡膏、锡条等锡制品，约占总产值的 85%。5 年来，公司整体产值复合增长率约 22%。

**估值方面：**该公司上市初期（3 年内），其估值相对台湾综指持续溢价 50%-150%。

图 6、升贸科技（3305）上市以来股票收益率与同期台湾加权指数收益率走势



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

### 风险提示

- 1、鉴于公司产品仍处于认证、试生产、接受订单初期阶段，未来市场推广及订单情况存在较大不确定性，经营前景和业绩预测存在一定难度。关于该公司客户具体反馈情况现尚未得到求证，我们认为亦存在不确定性。
- 2、大型电子设备制造商对现有材料供应商的依赖特性仍不容忽视，这将对市场新进入者构成壁垒。
- 3、未来若行业增速有所趋缓，行业平均盈利水平或将有所回落。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	795	816	1133	1474	<b>营业收入</b>	2202	2534	3112	3441
现金	293	216	442	707	营业成本	2035	2226	2627	2877
应收账款	160	178	222	244	营业税金及附加	3	2	2	2
其他应收款	98	146	177	197	营业费用	82	94	115	128
预付账款	28	75	53	65	管理费用	36	38	44	48
存货	214	200	236	259	财务费用	18	15	10	11
其他流动资产	2	2	3	3	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	372	421	481	534	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	44	46	45	45	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	210	239	281	326	<b>营业利润</b>	29	159	314	374
无形资产	72	72	72	72	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	45	64	82	90	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1167	1237	1614	2008	<b>利润总额</b>	30	159	314	374
<b>流动负债</b>	875	820	946	1041	所得税	10	35	63	75
短期借款	438	200	300	345	<b>净利润</b>	20	124	251	300
应付账款	290	339	381	422	少数股东损益	-5	67	139	168
其他流动负债	147	281	265	274	<b>归属母公司净利润</b>	25	58	112	132
<b>非流动负债</b>	9	9	9	9	EBITDA	65	191	345	411
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.46	0.74	0.85
其他非流动负债	9	9	9	9					
<b>负债合计</b>	883	829	954	1050	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	65	132	271	438	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	155	155	155	155	<b>成长能力</b>				
资本公积	123	123	123	123	营业收入	-1.1%	15.1%	22.8%	10.6%
留存收益	-59	-1	111	243	营业利润	259.6%	449.3%	97.0%	19.3%
归属母公司股东权益	219	276	388	520	归属于母公司净利润	436.9%	129.5%	94.2%	18.0%
<b>负债和股东权益</b>	1167	1237	1614	2008	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	7.6%	12.1%	15.6%	16.4%
					净利率 (%)	1.1%	2.3%	3.6%	3.8%
					ROE (%)	11.5%	20.8%	28.8%	25.4%
					ROIC (%)	8.8%	42.7%	58.5%	59.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	75.7%	67.0%	59.1%	52.3%
					净负债比率 (%)	49.56%	24.12%	31.43%	32.87%
					流动比率	0.91	1.00	1.20	1.42
					速动比率	0.66	0.75	0.95	1.17
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.93	2.11	2.18	1.90
					应收账款周转率	13	14	14	14
					应付账款周转率	7.04	7.08	7.30	7.17
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.37	0.72	0.85
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	1.58	1.40	2.01
					每股净资产 (最新摊薄)	1.41	1.79	2.51	3.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	112.00	48.80	25.12	21.30
					P/B	12.85	10.17	7.24	5.40
					EV/EBITDA	45	15	9	7

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com