

日期: 2010年10月22日

行业: 化学原料及化学制品制造业



朱立民

021-53519888 × 1907

zhulimin@sigchina.com

执业证书编号: S0870200010008

IPO 报价区间 RMB 27.60~33.12 元  
上市合理定价 RMB 34.50~41.40 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	40.00
发行后总股本 (百万股)	160.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	申银万国证券

**IPO 前后的指标对比**

09年每股收益/发行后摊薄(元)	1.14/0.86
10H1 每股净资产/发行后每股净资产(元)	3.57/10.93

**主要股东 (IPO 前)**

郑戎	28.7%
王崇盛	3.8%
刘平凯	3.6%
阳晓林	3.5%

**收入结构 (2010H1)**

乳化炸药	45.84%
工业电雷管	14.60%
导爆管雷管	12.60%
导爆管雷管	12.60%
其他	14.50%

报告编号: ZLM10-NS04

首次报告日期: 2010年10月22日

**四川民爆产品龙头****■ 投资要点:****● 公司是四川民爆产品龙头**

公司是四川省最大的综合性民用爆炸物品生产厂商, 2009年生产总值居全国民爆行业生产企业第四位, 所生产的产品包含工业炸药、工业雷管和工业索类等三大系列, 在业内享有较高的知名度。

**● IPO 募投项目**

公司招股意向书第 326 页, 公司预测科技研发中心项目不直接产生净利润, 其他项目建成后每年新增净利润为: 第一年 5820 万元、第二年 9462 万元、第三至六年 11362 万元, 第七至九年 8751 万元。

**● 业绩可持续稳步增长**

考虑到募投项目的建设进度和超募资金利息收入, 预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 34%、14% 和 20%, 相应的稀释后每股收益为 1.15 元、1.31 元和 1.57 元。

**● 定价结论**

我们认为, 给予公司 2010 年预期 EPS 的 30-36 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 34.50-41.40 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值, 建议给予一二级市场 20% 的折扣率, 合理的申购价格中枢应当在 30.36 元左右, 考虑 20% 的询价区间, 建议设定询价区间为 27.60-33.12 元, 相当于 2009 年 EPS0.86 元的 32.17-38.61 倍。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	63,873	74,423	78,144	106,571	133,794
年增长率	35.4%	16.5%	5.0%	36.4%	25.5%
归属于母公司的净利润	13,726	18,433	20,971	25,105	29,574
年增长率	144.8%	34.3%	13.8%	19.7%	17.8%
每股收益 (元)	0.86	1.15	1.31	1.57	1.85

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类

公司的主营业务为各类工业炸药和起爆器材的生产与销售。公司的主要产品为工业炸药、工业雷管和工业索类等民用爆炸物品，各类产品广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探及国防建设等领域。

民爆行业素有“能源工业的能源，基础工业的基础”之称，与基础设施建设、能源等行业密切相关，是国民经济中不可或缺的重要行业。

### ● 行业成长前景

2006年6月，原国防科技工业委员会制订并发布了《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》，提出了“十一五”期间我国民爆行业的发展目标：到2010年底，生产企业数量减少到200家以内，经营企业数量减少到800至1000家以内；促进企业重组整合，培育一批十万吨级炸药和数亿发雷管的优势骨干生产企业；建设3-5家国家级民用爆破器材技术研发中心，打造一批具有行业特色、素质优良的民用爆破器材科技领军团队；加快企业经营模式的转变，培育一批跨地区、跨领域的生产、营销和服务一体化的连锁式企业集团，基本形成统一开放的市场体系。

### ● 行业竞争结构与优势及公司在行业中的地位

民爆行业的高危属性决定了该行业存在较多的管制，开放程度有限，市场化程度不高，竞争相对温和。反映在我国的民爆产品市场中，则表现为两个特点：一是市场的区域化特征明显，二是生产企业规模小、数量多、技术水平较低。我国民爆行业在2005-2008年进行了一轮较大的行业整合，截止2008年底，民爆器材生产企业已由405家减少到146家，流通企业则已由1,728家减少到500家以内。尽管如此，我国民爆行业的产业集中度仍然不高，中、低档产品生产能力过剩，“小、散、低”的现象依然存在。面对市场对民爆产品在产量、安全性、多样化等方面的更高要求，新一轮的行业整合和大规模的技术改造不可避免。

长期以来，我国民爆产品市场都呈现出较为明显的区域化特征，民爆产品特别是工业炸药生产企业的销售范围有限，其主要原因就在于较高的运输成本。由于工业炸药的单位售价并不高，运输成本在总成本中所占比例较大，工业炸药的销售半径因此受到了很大程度的限制。

2009年省内工业炸药产量达到5万吨级别的民爆器材生产企业除公司外，还有四川通达化工有限责任公司；工业炸药产量达到3万

吨级别的民爆器材生产企业除公司和四川通达化工有限责任公司外，还有四川凯达化工有限公司。工业炸药产量达到 1 万吨级别的民爆器材生产企业除上述三家公司外，还有四川省南部永生化工有限责任公司。起爆器材方面，除公司外，四川省宜宾威力化工有限责任公司是省内仅剩的另一家生产起爆器材的企业，2009 年其工业雷管产量为 8,895 万发。

2009 年度，公司各类民爆产品向省内客户的销售量约占公司总销售量的 91.68%，四川省内市场是公司的传统市场也是目前最大的市场。2009 年度，公司工业炸药总产量为 56,285 吨，工业雷管总产量为 9,833 万发，两项指标均列四川省第一位。2009 年度，公司工业炸药产量占四川省工业炸药总产量的 28.05%，工业雷管产量占四川省工业雷管总产量的 52.50%。近年来，公司依托产品质量和成本优势，迅速拓展市场，现已发展成为四川省内最大的民用爆炸物品生产经营企业。

公司是四川省最大的综合性民用爆炸物品生产厂商，2009 年生产总值居全国民爆行业生产企业第四位，所生产的产品包含工业炸药、工业雷管和工业索类等三大系列，在业内享有较高的知名度。

公司所生产的民爆产品种类齐全，可全面满足客户的要求。工业炸药的主导产品乳化炸药和膨化硝酸铵炸药是民爆行业鼓励发展的优质炸药品种，具有安全性好、爆炸性能优良、机械感度低和环境污染小等优点。起爆器材的主导产品如工业电雷管、导爆管雷管和工业导爆索则具备技术成熟度高、起爆性能优良、产品质量可靠和操作过程简单安全的优点，不仅在四川省内得到了客户的广泛认可，而且还在全国市场享有一定的知名度。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ■ 公司历史沿革

公司系由四川雅化实业集团有限公司整体变更设立的股份有限公司。

公司第一大股东郑戎女士持有公司发行前 28.68% 的股权，为公司的控股股东。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	郑戎	3,442	28.7	3,442	21.5

2	王崇盛	456	3.8	456	2.9
3	刘平凯	431	3.6	431	2.7
4	阳晓林	421	3.5	421	2.6
5	43名自然人股东	7,250	60.4	7,250	45.3
6	社会公众股	-	-	4,000	25.0
	合计	12,000	100.0	16,000	100.0

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## ■ 主业简况及收入利润结构

**采购模式：**公司生产经营所需各类物资均通过公司供应部门统一集中采购，下属控股子公司所需物资则可分为两类，一类为重要的原辅材料和项目专用物资，由公司供应部门统一安排、集中采购，另一类为其他物资，由各子公司自行采购。

**生产模式：**在生产的组织和实施上，公司采用**以销定产**的生产模式。在生产组织上，公司各条生产线均不得超计划生产，如生产计划不足以满足销售需求，则公司需另行申请补充生产计划，但总产量不得超过该条生产线的许可生产能力。

**销售模式：**根据新《民用爆炸物品安全管理条例》和管理部门的要求，公司作为民爆物品生产企业可凭《民用爆炸物品生产许可证》直接销售公司民爆产品，销售对象既包括民爆流通企业，也包括各类大型终端用户。随着新《条例》的深入贯彻实施和现场混装炸药的推广运用，公司直接向各类终端用户销售的比例将逐步加大。

表 2：公司向终端用户直接销售占总销售量的比重

年份	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
向终端用户直接销售 比重（%）	16.93%	9.88%	1.92%	2.85%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 3：公司主要产品的产能利用率（单位：万吨）

产品	产品品种	许可生产能力	实际产能	产量	产能利用率
2010年 1-6月	工业炸药（吨）	82,000	73,800	31,101	84.3%
	工业雷管（万发）	16,000	15,950	5,247	65.8%
	工业索类（万米）	500	500	141	56.4%
2009年	工业炸药（吨）	97,000	76,100	56,285	74.0%
	工业雷管（万发）	16,000	16,000	9,833	61.5%
	工业索类（万米）	500	500	500	100.0%

2008年	工业炸药（吨）	89,500	73,000	51,686	70.8%
	工业雷管（万发）	16,000	16,000	10,051	62.8%
	工业索类（万米）	500	500	500	100.0%
2007年	工业炸药（吨）	83,200	77,200	46,662	60.4%
	工业雷管（万发）	19,000	19,000	10,377	54.6%
	工业索类（万米）	5,500	5,500	2,973	54.1%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 4：公司主要产品销售价格的变动情况

项目	2010H1		2009年		2008年度		2007年度	
	单价（元/吨）	增幅	单价（元/吨）	增幅	单价（元/吨）	增幅	单价（元/吨）	增幅
乳化炸药（元/吨）	7,181	0.8%	7,121	24.7%	5,711	20.5%	4,741	
膨化硝酸铵炸药（元/吨）	6,235	-1.2%	6,310	14.4%	5,517	35.5%	4,072	
铵油炸药（元/吨）	7,199	4.2%	6,909	24.9%	5,532	15.5%	4,790	
工业电雷管（元/万发）	13,522	3.4%	13,079	37.4%	9,520	29.7%	7,342	
导爆管雷管（元/万发）	32,759	2.6%	31,914	34.3%	23,768	12.9%	21,045	
工业导爆索（元/万米）	23,491	-9.2%	25,869	43.7%	18,008	26.6%	14,228	

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 5：公司报告期内主营业务收入构成

项目	2010H1		2009年		2008年度		2007年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
乳化炸药（吨）	17,059	45.84%	27,798	43.52%	16,390	34.74%	8,031	23.86%
膨化硝酸铵炸药（吨）	4,193	11.27%	7,940	12.43%	3,701	7.84%	2,308	6.86%
铵油炸药（吨）	53	0.14%	3,762	5.89%	7,995	16.95%	6,096	18.11%
铵梯炸药（吨）							2,341	6.96%
工业火雷管（万发）							714	2.12%
工业电雷管（万发）	5,433	14.60%	9,345	14.63%	8,223	17.43%	5,571	16.56%
导爆管雷管（万发）	4,688	12.60%	7,752	12.14%	5,184	10.99%	3,847	11.43%
工业导爆索（万米）	390	1.05%	1,208	1.89%	1,086	2.30%	872	2.59%
工业导火索（万米）					167	0.35%	1,914	5.69%
其他	5,396	14.50%	6,068	9.50%	4,432	9.39%	1,957	5.82%
合计	37,212	100%	63,873	100%	47,178	100%	33,651	100%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## 主要产品毛利率变动分析

表 6: 公司主要产品毛利率

项目	2010H1	2009年	2008年	2007年
<b>1、营业收入(单位: 万元)</b>				
乳化炸药	17,059	27,798	16,390	8,031
膨化硝酸铵炸药	4,193	7,940	3,701	2,308
铵油炸药		3,762	7,995	6,096
铵梯炸药				2,341
<b>工业炸药整体</b>	<b>21,252</b>	<b>39,500</b>	<b>28,086</b>	<b>18,776</b>
工业火雷管				714
工业电雷管	5,433	9,345	8,223	5,571
导爆管雷管	4,688	7,752	5,184	3,847
工业导爆索	390	1,208	1,086	872
工业导火索			167	1,914
<b>工业起爆器材整体</b>	<b>10,511</b>	<b>18,305</b>	<b>14,660</b>	<b>12,918</b>
<b>2、营业成本(单位: 万元)</b>				
乳化炸药	9405	14127	10533	5010
膨化硝酸铵炸药	2066	3506	2202	1440
铵油炸药		2173	4998	3349
铵梯炸药				1602
<b>工业炸药整体</b>	<b>11548</b>	<b>19861</b>	<b>17745</b>	<b>11455</b>
工业火雷管				230
工业电雷管	2318	3976	3858	2618
导爆管雷管	1495	2174	1943	1528
工业导爆索	165	502	536	443
工业导火索			92	999
<b>工业起爆器材整体</b>	<b>3993</b>	<b>6654</b>	<b>6422</b>	<b>5802</b>
<b>3、毛利率</b>				
乳化炸药	44.87%	49.18%	35.74%	37.61%
膨化硝酸铵炸药	50.73%	55.84%	40.51%	37.63%
铵油炸药	/	42.25%	37.48%	45.06%
铵梯炸药	/	/	/	31.57%
<b>工业炸药整体综合毛利率</b>	<b>45.66%</b>	<b>49.72%</b>	<b>36.82%</b>	<b>38.99%</b>
工业火雷管	/	/	52.31%	67.75%
工业电雷管	57.33%	57.45%	53.08%	53.01%
导爆管雷管	68.11%	71.95%	62.51%	60.28%
工业导爆索	57.67%	58.43%	50.67%	49.16%
工业导火索	/	/	44.92%	47.80%
<b>工业起爆器材整体综合毛利率</b>	<b>62.01%</b>	<b>63.65%</b>	<b>56.19%</b>	<b>55.09%</b>

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

表 7：公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

序号	项目名称	预计投入募集资金		
1	爆破工程一体化项目	9,320		
2	高精度延期雷管建设项目	6,380		
3	科技研发中心建设项目	6,830		
4	炸药线高效节能改造项目	(1) 雅安炸药生产线高效节能改造项目	5,400	10,700
		(2) 旺苍炸药生产线高效节能改造项目	2,750	
		(3) 三台炸药生产线高效节能改造项目	2,550	
5	新型乳化剂建设项目	2,830		
	合计	36,060		

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

按发行 4000 万股，每股至少需募集资金 11.13 元。

### 1) 爆破工程一体化项目

“一体化”指的是民爆产品生产企业向客户提供包括产品生产、配送、爆破作业在内的全部服务，它是民爆行业产业链向下游延伸所表现出来的具体形式。“一体化”是国际上广泛采用的服务模式，在矿山开采中尤为适用。

项目建设期为 12 个月。预计项目将在完工后 3 年内达产，达产后正常年份效益测算按达产开工率为 85% 计算。

### 2) 高精度延期雷管生产线项目

项目为雷管生产线技术改造项目，设计产能为高精度延期电雷管年产 2000 万发，高精度延期导爆管雷管年产 1000 万发。高精度延期雷管技术含量高，产品性能好，适应性强，附加值高，价格显著高于普通工业雷管。

项目建设期为 12 个月。预计项目将在完工后 3 年内达产，达产后正常年份效益测算按达产产量为设计产能的 90% 计算。

### 4) 炸药生产线高效节能改造项目

项目建设期为 12 个月。预计项目将在完工后 1 年内达产，达产后正常年份效益测算按达产产量为设计产能的 90% 计算。

### 5) 新型乳化剂建设项目

乳化剂制造业是民爆行业的上游产业。作为乳化炸药生产中的一种重要原材料，乳化剂的质量直接影响到乳化炸药的爆炸性能和贮存稳定性。

项目为新建新型乳化剂生产线，年产乳化剂 3,000 吨。由于乳化

炸药为公司主要的工业炸药产品,随着公司各条炸药生产线技术改造的完成,预计该乳化剂生产线达产产能的75%左右将用于公司自身的炸药生产。针对富余的25%产能,公司将制订一个合理的价格并利用原有的乳化剂销售渠道,拓展相应的市场空间,产品对外销售的压力不大。

项目建设期为12个月。预计项目将在完工后3年内达产,达产后正常年份效益测算按达产产量为设计产能的85%计算。

### 三、盈利预测

#### ■ 业绩预测

公司招股意向书第326页,预测了本次募集资金项目达产前后营业收入情况和净利润情况。

科技研发中心项目不直接产生营业收入,雅安、旺苍、三台炸药生产线高效节能改造项目属技改性质,不产生新增营业收入。

考虑到募投项目的建设进度和超募资金利息收入,预计2010-2012年归母公司的净利润将实现年递增34%、14%和20%,相应的稀释后每股收益为1.15元、1.31元和1.57元。

表8: 公司损益简表及预测(单位:万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	63,873	74,423	78,144	106,571	133,794
营业总成本	48,794	53,942	53,473	73,098	94,362
营业成本	30,653	36,348	38,165	50,850	65,468
营业税金及附加	665	819	860	1,148	1,424
销售费用	4,050	4,689	4,923	6,714	8,429
管理费用	12,897	12,280	12,894	17,584	22,076
财务费用	83	-565	-3,759	-3,731	-3,704
资产减值损失	446	372	391	533	669
投资净收益	215	0	0	0	0
营业利润	15,295	20,481	24,672	33,474	39,432
加:营业外收入	438	0	0	0	0
减:营业外支出	204	0	0	0	0
利润总额	15,528	20,481	24,672	33,474	39,432
减:所得税	1,385	2,048	3,701	8,368	9,858
净利润	14,143	18,433	20,971	25,105	29,574
归属于母公司股东的净利润	13,726	18,433	20,971	25,105	29,574
总股本(万股)	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
摊薄EPS(元)	0.86	1.15	1.31	1.57	1.85

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所整理



## 四、风险因素

### 原材料价格波动的风险

硝酸铵是公司生产工业炸药的主要原材料，2009 年度其采购成本约占公司总营业成本的 25.87%。作为普通化工原料，虽然四川省内硝酸铵市场供应充足，但由于硝酸铵是公司的主要原材料，其价格变动对公司经营业绩影响较大。按 2009 年的口径测算，在其他因素不变的情况下，硝酸铵年度平均采购价格每上升 10%，将造成公司年利润总额下降 792.44 万元。

### 难以保持较高毛利率水平的风险

公司 2009 年产品综合毛利率为 52.01%，比 2008 年度的 41.48% 显著提升，主要原因是自 2008 年下半年起，国家发改委大幅调高民爆产品销售价格且主要原材料价格同比降低所致。

**公司的销售价格执行由行业主管部门制定的国家指导价格，相对较为稳定**，但指导价的调整与原材料价格上升相比具有一定的滞后性。同时受工资成本上升及主要原材料价格波动等因素的影响，虽然公司可采取一定的技术和管理措施稳定毛利率，但长期、稳定地保持较高毛利率水平具有较大的不确定性。

### 企业税收优惠变化风险

根据《财政部、国家税务总局、海关总署关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税〔2001〕02 号），**公司享受西部大开发企业所得税税率减按 15%征收企业所得税**。经地方税务局核准，公司因该项税收优惠 2007 年减免税款 1,079.51 万元，2008 年减免税款 815.54 万元，2009 年减免税款 1,324.56 万元，占各期净利润的比例分别为 24.53%、12.38%和 9.37%。**该项优惠政策有效期至 2010 年止。从 2011 年起公司将不再享受此项优惠政策**，由此会对公司经营业绩产生一定不利影响。

### 许可生产能力增加受到限制的风险

2010 年 1-6 月，公司实际产能利用率工业炸药的为 84.28%，工业雷管为 65.79%，产能利用率不足，还具有一定的增长空间。但就目前我国民爆行业的状况而言，全国民爆物品许可生产能力已远大于实际市场需求水平，行业政策将严格控制新增产能，以纯粹的产能扩张为主的生长方式将难以持续。因此，公司将面临许可生产能力增加受到限制的风险。

### 行业风险

目前民爆生产企业的生产计划与销售价格受国家计划管控：在生产上，国家行业主管部门对民爆产品实行计划管理，按生产许可能力

下达生产计划，企业必须在计划内进行生产；在销售价格上，国家发改委对民爆产品实行指导价，确定其出厂基准价格和浮动范围。

民爆行业主管部门对企业生产计划和销售价格的管理一方面有利行业有序竞争，确保行业内企业的合理利润水平，但另一方面也制约了优势企业根据市场需求情况自主决定扩大产能、调整价格的能力。由行业管理特殊性所导致的生产计划和销售价格受限将可能对公司的经营状况产生一定的约束。

## 五、估值及定价分析

### ● 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2009 年平均动态市盈率为 39.0 倍，2010 年平均动态市盈率 32.8 倍；最近上市的中小板股票中，2009 年平均动态市盈率为 63.3 倍、2010 年平均动态市盈率 46.7 倍。

表 9： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600985.SH	雷鸣科化	15.30	0.50		0.87	30.7		17.5	4.3
002037.SZ	久联发展	16.32	0.44	0.66	0.83	37.3	24.7	19.6	4.9
002096.SZ	南岭民爆	25.86	0.82	1.01	1.19	31.7	25.6	21.8	8.5
002226.SZ	江南化工	25.26	0.50	0.60	0.64	50.3	42.4	39.4	9.3
002360.SZ	同德化工	33.77	0.75	0.87	1.10	44.9	38.6	30.8	3.6
国内同行业整体平均						<b>39.0</b>	<b>32.8</b>	<b>25.8</b>	<b>6.1</b>

数据来源：Wind，上海证券研究所（10月19日最新价）

表 10： 最近上市（中小板）股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002478.SZ	常宝股份	17.70	0.48	0.42	0.60	0.77	36.7	41.8	29.6	23.0
002479.SZ	富春环保	26.43	0.43	0.58	0.73	0.93	61.6	45.2	36.1	28.5
002480.SZ	新筑股份	58.76	0.78	1.04	1.44	1.87	75.7	56.5	40.8	31.5
002481.SZ	双塔食品	40.88	0.72	0.85	1.08	1.45	57.1	47.8	37.8	28.2
002482.SZ	广田股份	74.48	0.63	1.26	2.01	2.62	117.5	59.1	37.1	28.4
002483.SZ	润邦股份	28.99	0.75	0.89	1.10	1.35	38.8	32.4	26.5	21.5
002484.SZ	江海股份	25.79	0.39	0.53	0.71	0.91	65.3	49.1	36.1	28.4
002485.SZ	希努尔	27.36	0.56	0.72	0.96	1.26	49.3	38.2	28.4	21.7
002486.SZ	嘉麟杰	15.14	0.21	0.27	0.33	0.49	73.6	55.7	45.3	31.1
002487.SZ	大金重工	45.38	0.79	1.10	1.38	1.78	57.6	41.2	32.8	25.6
平均值							<b>63.3</b>	<b>46.7</b>	<b>35.0</b>	<b>26.8</b>

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理, 股价以 10 月 19 日收盘价计

### 公司可给的估值水平及价格区间

我们认为, 随着募投项目的逐步投产达产, 公司从 2012 年开始将保持快速增长势头, 综合考虑同行业及新上市中小板公司的估值水平后, 认为给予公司 2010 年预期 EPS 的 30-36 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 34.50-41.40 元。

综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及 2010 年上市中小板股票发行价对最新收盘价的平均折扣率 20.31% 的状况, 建议给予一二级市场 20% 的折扣率, 合理的申购价格中枢应当在 30.36 元左右, 考虑 20% 的询价区间, 建议设定询价区间为 27.60-33.12 元, 相当于 2009 年 EPS0.86 元的 32.17-38.61 倍。

按照预期 33.00 元发行价, 计算出 2010 年上半年 IPO 后每股净资产 10.93 元。

## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。