

深度研究报告

进军煤矿用输送带行业，期待业绩大幅提升

化工新材料

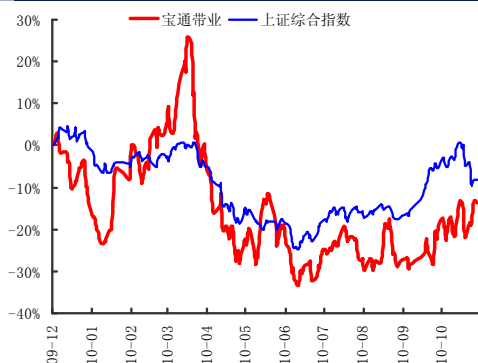
2010年11月26日

——宝通带业（300031.SZ）深度报告

评级：谨慎推荐

合理价格：31.6~35.6元

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email：sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- **细分行业耐高温输送带的龙头企业。**2008年公司在耐高温输送带产品领域的市场占有率为30%以上，2009年上升到33%，排名稳居业内第一。
- **输送带行业年均复合增长20%以上，煤矿用输送带将是最大的市场。**从2003~2008年，我国输送带年均复合增长率保持20%以上。以2008年为例，煤矿用输送带的产量占比约为49.6%，因此煤矿用输送带将是最大的市场。
- **募投项目煤矿用叠层输送带是公司新的利润增长点。**公司募集投资项目“600万平方米煤矿用叠层阻燃输送带技改项目”主要针对**煤矿用输送带**，预计2010年底建设完工，2011年贡献利润，预计全年释放总产能的15%~20%，价格是以前产品的30%~40%，毛利率约为25%~30%。
- **定制化生产+差异化战略将助推公司叠层阻燃输送带逐步取代PVC/PVG整芯传输带。**PVC/PVG整芯阻燃输送带现有8540万平方米市场容量是募投产品的目标市场。在技术方面，叠层阻燃输送带的过煤量是PVC/PVG的1~2倍，价格高出30%~40%，良好的性价比是产品最大的竞争优势。在竞争方面，传统企业安徽中意等龙头企业的市场占有率不足10%，因此更容易实现部分替代。在经营模式方面，“差异化”的战略和“定制化”的生产模式，增强客户对于公司的依赖程度，公司目前50%的订单来源于原有客户。
- **估值与评级。**预计公司10~12年每股收益为0.46元、0.79元和1.28元，近三年公司净利润复合增长为38%，化工橡胶制品板块的动态市盈率（剔除负值）约为50倍，考虑到公司在细分领域的龙头地位，11年给予公司40~45倍市盈率，合理价格为31.6~35.6元，给予“谨慎推荐”的评级。

目录:

1、专注于细分行业——耐高温输送带的龙头	4
2、市场空间广阔，煤矿用输送带将是最大的市场	5
2.1 近5年输送带行业年均复合增长20%以上	5
2.2 煤矿用输送带将是输送带最大的市场	5
2.3 规模优势和差异化并存，预计行业集中度会继续提高	6
2.4 公司在耐高温输送带行业已经确立了领先优势	7
3、煤矿用叠层输送带是公司最大的看点	7
3.1 耐高温输送带的销售收入和毛利率稳步提升	7
3.2 公司在钢铁行业已经赢得了客户认可	8
3.3 煤矿用叠层阻燃输送带2011年将贡献利润	9
4、预计原材料天然橡胶的价格将面临回调	9
4.1 目前天然橡胶价格处于历史高位	9
4.2 全球橡胶供求基本平衡，新增供应量将导致天然橡胶价格走低	10
4.3 下游需求将支撑天然橡胶价格缓慢回落	11
4、定制化生产+差异化战略将助推公司叠层阻燃输送带部分取代PVC/PVG整 芯传输带	12
5、盈利预测与估值	13
6、风险提示	14

图表目录:

图表 1 公司股权结构	4
图表 2: 2003 ~ 2008 年橡胶输送带产量及增长率 (单位: 万平方米)	5
图表 3: 2008 年各类型橡胶输送带的产量及占有率 (单位: 万平方米)	5
图表 4: 2003 ~ 2009 中国原煤产量及增长率 (单位: 百万吨)	6
图表 5 2008 年输送带行业主要企业的产量	7
图表 6: 宝通带业主营产品的分类情况	8
图表 7: 公司主要产品销售收入情况 (单位: 百万元)	8
图表 8: 主要产品毛利率变化情况(单位: %)... ..	8
图表 9: 2008 年公司主要产品的下游市场分布	8
图表 10: 钢铁行业客户在宝通带业的采购额占其总采购额的比重 (%)	9
图表 11: 输送带产品的各组成部分	10
图表 12: 全球天然橡胶的生产量和消费量 (单位: 万吨)	10
图表 13: 2008 ~ 2010 年天然橡胶价格变化情况 (单位: 元)	10
图表 14: 2008 ~ 2010 年丁苯橡胶价格变化情况 (单位: 元)	10
图表 15: 天然橡胶的新增种植面积和更新面积 (单位: 千公顷)	11
图表 16: 2010 年我国轮胎外胎产量累计值 (单位: 万条)	11
图表 17: 2010 年我国子午线轮胎外胎累计值 (单位: 万条)	11
图表 18: 2008 年输送带市场各类型产品的产量及销售额	12
图表 19: 公司主要产品销量及毛利率假设	13

核心观点:

我们认为公司目前处于业绩低点,理由主要有两个:

第一,原材料天然橡胶目前处于历史高位,天然橡胶的成本占比约为35%,天然橡胶价格每变动1%,产品的综合毛利率将变动1.19%~1.79%,2010年,橡胶的采购成本估计上涨25%~30%,那么公司2010年的综合毛利率预计在21%左右,受原材料价格上涨的影响,公司目前处于业绩低点。

第二,公司募集投资项目2010年底建成,因此2010年募集投资项目没有贡献任何利润。

综上两点,我们认为目前公司处于业绩的低点。

但是,我们认为,随着天然橡胶新增面积和更新面积的扩大,国际天然橡胶的供应量会逐步开始上升,因此2011年的天然橡胶的价格尽管会出现波动,但是总体趋势应该是呈现逐步走低的局面。

与此同时,2011年公司募集投资项目将逐步释放业绩,预计2011年全年释放总产能的15%~20%,价格比竞争产品PVC/PVG的价格高出30%~40%,毛利率约为25%~30%,新产能的释放会明显提升公司的经营绩效,形成新的利润增长点,基于以上两点,我们认为目前是较好的买入机会。

1、专注于细分行业——耐高温输送带的龙头

宝通带业主要从事橡胶输送带的研发、生产和销售,输送带产品主要用于连续输送散装物料或者成件物料,因此广泛应用于港口、水泥、钢铁、电力和煤矿等领域。

2008年,公司共生产各类输送带667万平方米,在输送带市场的占有率为2.73%,业内排名第11位,但是公司在细分行业——耐高温输送带产品领域确立自己领先的市场地位,其市场占有率为30%以上,排名稳居业内第一。

图表1 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
包志方	31,025,250	31.03
FUTURE LEADER HOLDINGS LIMITED	20,233,500	20.23
江阴市金纬投资有限公司	5,679,000	5.68
唐宇	4,721,250	4.72
陶小明	4,721,250	4.72
陈勇	4,721,250	4.72
张敏智	2,023,500	2.02
永康市三松五金工具有限公司	1,875,000	1.88
其他	25,000,000	25
合计	100,000,000	100

数据来源:公司招股说明书 国联证券研究所

目前，公司的高级管理人员都拥有公司的股权，因此公司的管理层愿意与公司共同成长，近几年公司核心人员流失率极低。

2、市场空间广阔，煤矿用输送带将是最大的市场

2.1 近 5 年输送带行业年均复合增长 20%以上

从全球范围来讲，目前全球输送带的产量大约是 6~7 亿平方米，从区域产量来看，新兴国家已经成为输送带的主要消费国，而中国是全球最大的输送带生产国和消费国，中国 2008 年的产量是 2.3 亿平方米，全球占比约为 33% 左右。从 2003 年到 2008 年，我国输送带行业的年产量稳步提高，年均复合增长率保持 20% 以上。随着中国劳动成本的上升和机械化程度的不断提高，未来输送带行业的市场需求会稳步提高。

2.2 煤矿用输送带将是输送带最大的市场

根据行业产品的划分惯例，输送带产品划分为普通棉布芯输送带和高强力输送带，高强力输送带的占比约为 80%。随着我国企业机械化程度的逐步提高，高强力输送带是未来的发展方向。

高强力输送带因为应用区域的不同，产品的发展方向主要包括三个方向，一个是阻燃性，主要应用在煤矿，另一个是耐高温，应用在水泥和钢铁等行业，第三个是高强力，主要应用在港口及矿山。

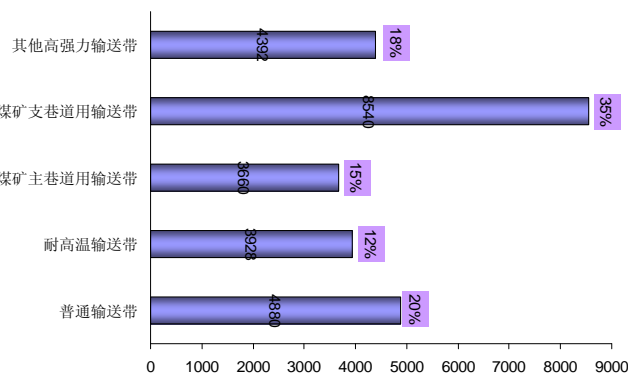
下游行业煤矿、水泥、钢铁、钢铁和港口行业的输送带的需要量占整个行业需求的 90% 以上，其中煤矿用输送带将是输送带最大的市场，以 2008 年为例，煤矿主巷道用输送带的产量是 3660 万平方米，煤矿支巷道用输送带的产量是 8540 万平方米，合计产量占总产量的比例约为 49.6%，因此煤矿用输送带将是最大的市场。

图表 2: 2003~2008 年橡胶输送带产量及增长率 (单位: 万平方米)



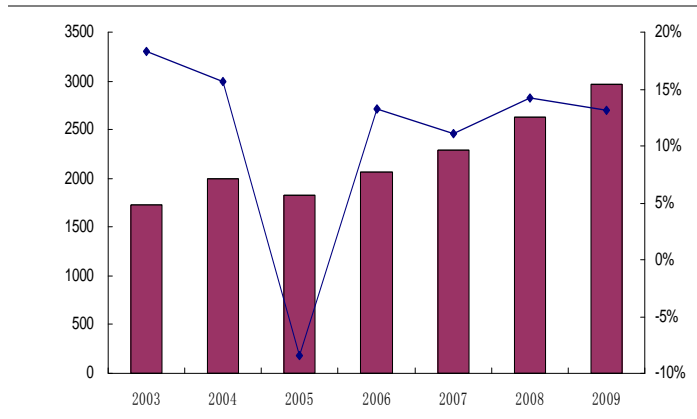
数据来源: 公司招股说明书、国联证券研究所

图表 3: 2008 年各类型橡胶输送带的产量及占有率 (单位: 万平方米)



近3年,煤矿的原煤产量始终保持稳定上升的态势,年均增长率均在12%以上,原煤产量的稳定增长为煤矿用输送带市场的新增市场提供了非常广阔的空间,加上原有存量的更新,一般输送带的更换频率为6~12个月,因此煤矿用输送带的市场前景非常广阔。

图表 4: 2003~2009 中国原煤产量及增长率 (单位: 百万吨)



数据来源: wind 国联证券研究所

2.3 规模优势和差异化并存, 预计行业集中度会继续提高

目前全球最大橡胶带输送公司包括英国芬纳和德国大陆公司, 每家公司的产能约为 6000~8000 万平方米/米, 这两家公司产品结构完整, 技术领先, 处于竞争领域的最高端。紧随其后的多为日本的普利司通和日本横滨等公司, 这些公司每家的产能约为 2000~5000 万平方米/年, 主要专注于区域市场。这些企业都面临国内生产成本上升的压力, 因此通过合资、异地设厂的方式逐步从本国市场向外围市场扩张, 目前这些企业在中国都已经设立合资公司从事橡胶输送带的生产。

在中国, 输送带企业约有 300 多家, 总体态势是供大于求, 市场竞争极其激烈。大部分企业处于在低端市场, 因此竞争手段主要是以价格竞争为主。在中高端市场, 竞争策略主要有两种, 一种是规模优势, 通过标准化和规模化生产参与竞争, 例如银河德普和浙江双箭, 另一种是走差异化路线, 集中全部资源于细分市场, 综合运用技术、品牌和服务等参与竞争, 例如宝通带业。

目前橡胶输送带的行业集中度比较高, 排名前 5 名的企业产量约为 8881 万平方米, 产量占比约为 36.4%, 排名前十的企业占比的产量约为 13246 万平方米, 产量占比约为 54.29%。受成本压力和竞争激烈程度加大的影响, 预计行业集中度会继续提高。

图表 5 2008 年输送带行业主要企业的产量

企业名称	产量(万平方米)	市场份额
银河德普胶带有限公司	3205.00	13.14%
浙江双箭橡胶股份有限公司	2121.42	8.69%
青岛橡六集团有限公司	1368.83	5.61%
阜新橡胶(集团)有限公司	1128.00	4.62%
保定华月胶带有限公司	1058.00	4.34%
浙江三洲橡胶制品有限公司	1039.00	4.26%
张家港华申工业橡胶有限公司	959.00	3.93%
安徽中意胶带有限公司	883.10	3.62%
山西凤凰胶带有限公司	762.00	3.12%
龙口丛林胶胶带有限公司	720.91	2.95%
无锡宝通带业有限公司	667.00	2.73%

数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

2.4 公司在耐高温输送带行业已经确立了领先优势

2005 年以来，耐高温输送带受下游需求的拉动，规模日益扩大，耐高温的生产需要较强的技术优势和工艺优势，目前大约有 30 家生产企业在生产，其中青岛橡六和山西凤凰的输送带市场规模比较大，但是其占有率不足 10%，根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会的估算，宝通带业 2006 年在耐高温输送带产品的市场占有率至少为 23%；2007 年市场占有率继续上升，为超过 26%；2008 年的市场占有率为 30% 以上；2009 年的市场占有率为 33%，近三年在耐高温输送带市场的占有率稳步上升，且居于行业第一，因此宝通带业已经确立了细分市场的龙头地位。

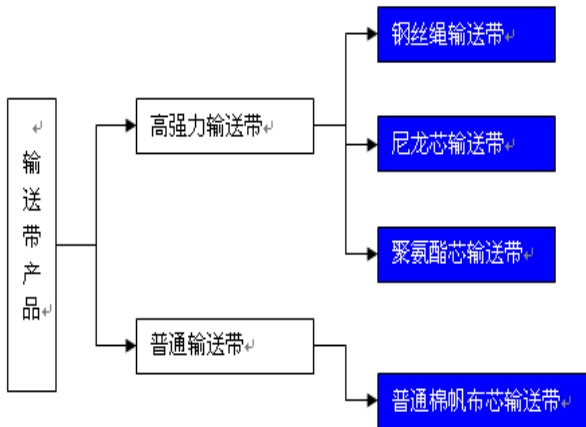
3、做强耐高温输送带，做大煤矿用叠层输送带

3.1 耐高温输送带的销售收入和毛利率稳步提升

公司主要产品大致分为两类，一类是普通输送带，另一类是高强力输送带，高强力输送带在行业中所占的比重越来越大，因此是未来输送带的主要发展方向。高强力输送带包括耐高温输送带、聚酯芯输送带和钢丝绳输送带，耐高温输送带、钢丝绳输送带以及 2011 年新增的煤矿用叠层阻燃输送带是公司未来发展的重点产品。

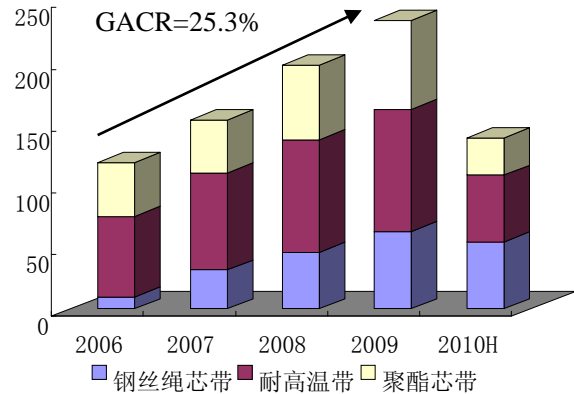
近三年，公司主要产品的销售收入保持稳定增长的态势，销售收入的年均复合增长率约为 25.3%。从盈利能力来看，耐高温带的毛利率呈现逐年上涨的趋势，平均毛利率约 30% 左右。

图表 6: 宝通带业主营产品的分类情况

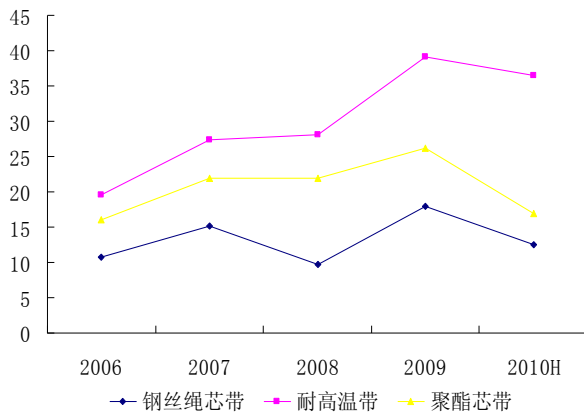


数据来源: 招股说明书、国联证券研究所

图表 7: 公司主要产品销售收入情况 (单位: 百万元)

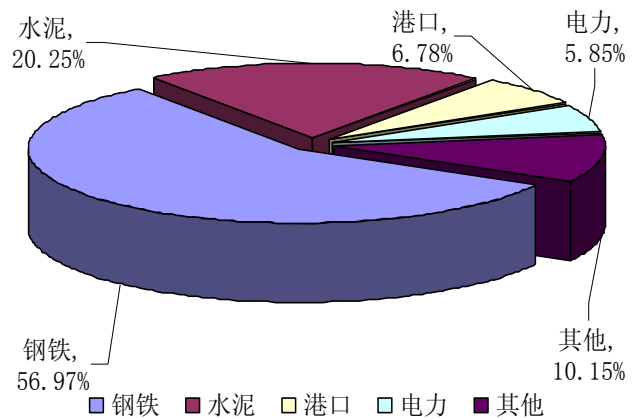


图表 8: 主要产品毛利率变化情况(单位: %)



数据来源: 招股说明书、国联证券研究所

图表 9: 2008 年公司主要产品的下游市场分布



3.2 公司在钢铁行业已经赢得了客户认可

目前钢铁行业使用的输送带主要包括两种,一种是耐高温输送带,主要用于 125°C 以上温度物料的运输,另一种是高强力输送带,主要用于非高温物料的运输。分行业来看,目前公司销售收入的 56% 来源于钢铁行业。

公司在钢铁行业的客户多为龙头企业,而且客户的采购比例够逐年上涨,太原钢铁从宝通带业的采购额占其输送带总采购额的比重为 95%,宝钢股份、马鞍山股份等钢铁企业的采购比重也呈现逐步提高的走势,这显示了钢铁客户对公司产品、技术和服务的认可。

图表 10: 钢铁行业客户在宝通带业的采购额占其总采购额的比重 (%)

企业名称	2008 年份额	2007 年份额	2006 年份额
宝钢股份	67	53	41
马鞍山股份	51	44	48
济南钢铁	45	40	40
太原钢铁	95	95	80
湘潭钢铁	48	23	20
新余钢铁	55	21	67
杭州钢铁	79	90	77
宁波钢铁	65	55	-
京唐钢铁	22	-	-

数据来源: 招股说明书 国联证券研究所

3.3 煤矿用叠层阻燃输送带 2011 年将贡献利润

煤矿用阻燃输送带是公司募集项目的主要目标市场, 公司募集投资项目“600 万平方米煤矿用叠层阻燃输送带技改项目”和“600 万平方米高强度高性能钢丝绳芯输送带项目”都是针对煤矿用输送带, 叠层阻燃带主要应用在支巷, 高强度钢丝绳芯输送带在煤矿上的应用主要是在主巷, 而支巷的更换频率一般是 2~6 月, 因此支巷的需求量大于主巷的需要量。

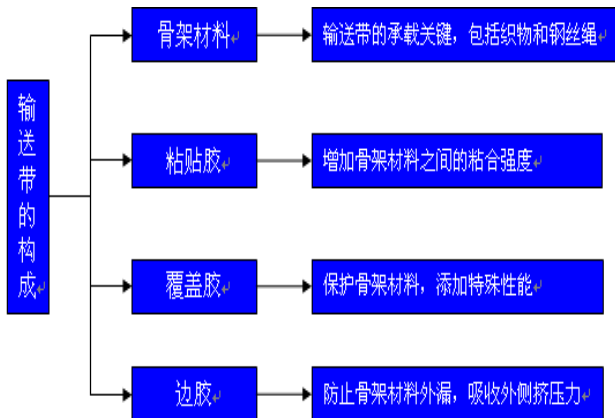
叠层阻燃输送带预计 2010 年底建设完工, 2011 年开始贡献利润, 预计全年释放技改项目总产能的 15%~20%, 价格是以前产品的 30%~40%, 毛利率约为 25%, 而 600 万平方米高强度钢丝绳芯输送带预计 2012 年完工, 预计 2013 年贡献利润。

4、预计原材料天然橡胶的价格将面临回调

4.1 目前天然橡胶价格处于历史高位

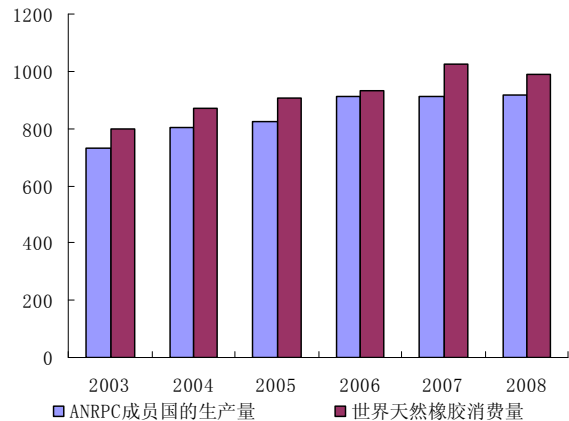
从成本构成来看, 原材料占成本的比例约为 90%左右, 输送带的原材料由骨架材料、粘贴胶、覆盖胶和边胶构成, 其中橡胶占比约为 30%, 帆布占比约为 25%, 其中天然橡胶和合成橡胶的价格波动比较大, 天然橡胶价格的上涨对公司毛利率会造成比较大影响。

图表 11: 输送带产品的各组成部分



数据来源: 招股说明书、国联证券研究所

图表 12: 全球天然橡胶的生产量和消费量 (单位: 万吨)



数据来源: 国联证券研究所

从公司经营历史来看, 橡胶价格与输送带产品的毛利率呈负相关的关系, 据公司测算, 橡胶价格上涨 1%, 输送带产品的毛利率变动比例为下降 1.19%~1.79%, 目前天然橡胶价格高位运行, 原材料价格的高位运行将吞噬公司毛利率, 进而影响公司的经营利润。

近半年天然橡胶 (期货结算价) 和合成橡胶的价格上涨较快, 其中天然橡胶季度涨幅 42%, 年度涨幅是 79%, 而丁苯橡胶的年度涨幅达 51%, 目前天然橡胶价格的处于历史高位。

图表 13: 2008~2010 年天然橡胶价格变化情况 (单位: 元)



数据来源: 化工在线、国联证券研究所

图表 14: 2008~2010 年丁苯橡胶价格变化情况 (单位: 元)



4.2 全球橡胶供求基本平衡, 新增供应量将导致天然橡胶价格走低

从世界范围来看, 根据天然橡胶生产国协会 (ANRPC) 的统计数据, 2008 年全球天然橡胶的产量为 994 万吨, 其中 ANRPC 的生产量约为 917 万吨, 占全球产量的比例为 92.3%, 2008 年天然橡胶的全球消费量约为 954.7 万, 因此 2008 年天然橡胶的供需基本平衡。

一般天然橡胶需要 6~7 年的才能开割, 因此 2003~2008 年的橡胶种植

面积和种植翻新面积将会对未来 2011~2013 年的橡胶供应量产生较大的影响，从表中可以看出，2011 年预计天然橡胶的新增面积约为 306 千公顷，每千公顷的预计产量是 1400~1500 公斤，因此预计增加供应量约为 459 万吨，即使考虑到橡胶树开始三年的产量仍然比较小，总体而言，供给略大于需求，2005 年后，橡胶新增面积将大幅增加，因此 2010~2011 年的橡胶价格是历史高位，以后几年天然橡胶的价格会逐渐走低。

图表 15: 天然橡胶的新增种植面积和更新面积 (单位: 千公顷)

	新增种植面积		更新种植面积	
	2003~2004	2005~2008	2003~2004	2005~2008
泰国	49	352	81	154
印尼	0	171	10	195
马来西亚	0	11	39	105
印度	23	75	15	42
越南	38	165	7	33
斯里兰卡	1	7	3	17
其他国家	20	220	20	40
合计	131	1001	175	586

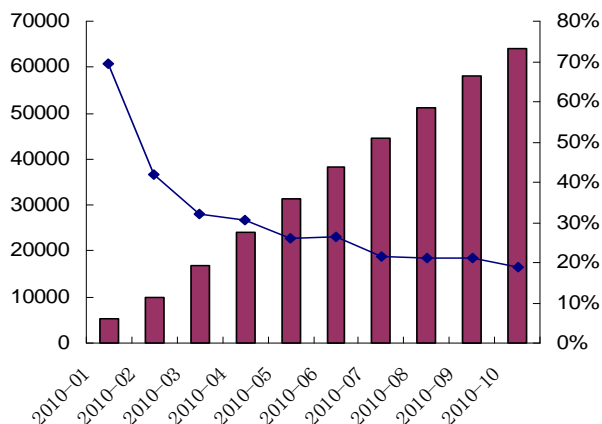
数据来源: 《全球天然橡胶供应情况分析》, 徐文英 国联证券研究所

4.3 下游需求将支撑天然橡胶价格缓慢回落

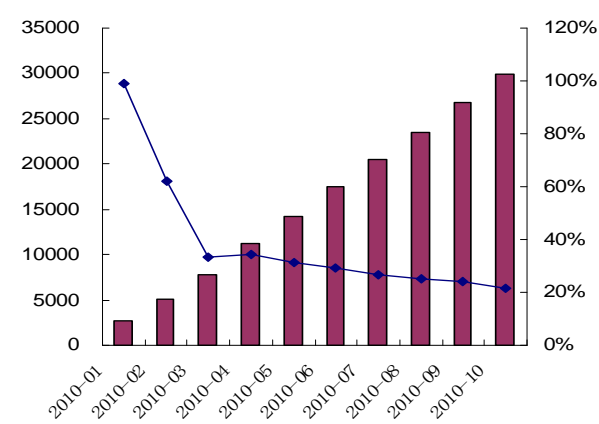
我国天然橡胶长期依赖进口，2009 年我国生产天然橡胶 64.4 万吨，进口 171 万吨，自给率仅为 27.3%，橡胶价格波动比较大。

从下游需求来看，轮胎行业是橡胶行业最大的下游，天然橡胶消费量的 70% 来源于轮胎行业，2010 年 1~10 月轮胎外胎产量累计 6.41 亿条，同比增长 18.7%，子午胎外胎的产量累计 2.98 亿条，同比增长 21.7%，下游需求的持续增长将加大对于天然橡胶的需求量。因此，天然橡胶价格下跌的过程应该比较缓慢。

图表 16: 2010 年我国轮胎外胎产量累计值 (单位: 万条)



图表 17: 2010 年我国子午线轮胎外胎累计值 (单位: 万条)



数据来源: 招股说明书、国联证券研究所

4、定制化生产+差异化战略将助推公司叠层阻燃输送带部分取代PVC/PVG整芯传输带

2011年，公司募投项目“600万平方米煤矿用叠层阻燃输送带技改项目”将逐步贡献利润。目前煤矿顺槽用输送带只有PVC/PVG整芯传输带一个品种，本项目产品是PVC/PVG整芯阻燃输送带的升级换代产品，其目标市场容量就是PVC/PVG整芯阻燃输送带目前的市场需求量。

高性能叠层阻燃输送带填补了国内空白，属于重大发明，通过对EP帆布进行独特浸渍处理，在覆盖胶设计中引入特制的热塑性材料，进而赋予了EP帆布高阻燃性能，实现了叠层带的高强度、耐磨损、防撕裂和阻燃性能的完美结合。

图表 18：2008 年输送带市场各类型产品的产量及销售额

产品类别		产量及占比		销售额及占比	
		产量（万平方米）	比例	销售额（亿元）	比例
普通输送带		4880	20	12.8	16
强力输送带	耐热、耐高温输送带	2928	12	10.4	13
	煤矿主巷道用阻燃输送带	3660	15	14.4	18
	煤矿用支巷用阻燃输送带（PVC/PVG整芯带）	8540	35	28	35
	其他强力输送带	4392	18	14.4	18
合计		24400	100	80	100

从技术角度而言，叠层阻燃输送带过煤量是PVC/PVG整芯传输带的2~3倍，单位体积重量是其2/3，强度可以部分替代钢丝绳，同时产品具有较强的环保优势，尽管价格会高出PVC/PVG整芯传输带的30%左右，但是产品凭借良好的性价比还是具有较强的竞争优势。

从竞争角度而言，目前PVC/PVG整芯传输带领域进入门槛低，因此在低端产品领域竞争比较激烈，传统企业安徽中意、山西凤凰等龙头企业的市场占有率不足10%，因此公司较容易实现产品替代。

从经营模式而言，公司继续实行“差异化”的战略，坚持“定制化”的生产模式，选择与细分行业的龙头企业合作，依据其具体工作环境和工作流程设计满足企业性能要求的输送带，避免出现性能不足或性能过度的情况，进而与企业建立良好的合作关系，公司目前50%的订单来源于原有客户，这也反映了企业强劲的综合竞争力。

5、盈利预测与估值

盈利预测假设条件如下：

- 1、公司募集投资项目 2011 年，产能释放 140 万平米，价格约为 52 元/平米，毛利率约为 25%；
- 2、所得税费率为 15%；
- 3、公司普通输送带、尼龙芯输送带和其他外购带等产品的主营业务收入和毛利率等均与 2009 年保持一致。
- 4、预计高强度钢丝绳 2013 年开始贡献利润，因此 2012 年以前不考虑该产品。
- 5、公司主要产品的产量、销售价格、毛利率和销售收入假设如下表所示。

图表 19：公司主要产品销量及毛利率假设

产品	项目	2009	2010E	2011E	2012E
耐高温输送带	销量(万平方米)	267.50	290.00	320.00	340.00
	销售价格(元/平方米)	36.88	38.00	45.60	50.16
	销售收入(万元)	9865.56	11020.00	14592.00	17054.40
	毛利率	39.19%	31.6%	32.0%	34.2%
聚酯芯输送带	销量(万平方米)	219.57	230.00	255.00	275.00
	销售价格(元/平方米)	33.00	31.00	37.20	38.00
	销售收入(万元)	7245.87	7130.00	9486.00	10450.00
	毛利率	26.25%	16.1%	19.4%	21.1%
钢丝绳输送带	销量(万平方米)	174.00	230.00	275.00	300.00
	销售价格(元/平方米)	36.00	41.76	48.02	52.83
	销售收入(万元)	6264.11	9604.80	13206.60	15847.92
	毛利率	17.99%	18.6%	18.8%	18.6%
叠层阻燃输送带	销量(万平方米)		33.00	160.00	400.00
	销售价格(元/平方米)		52.00	62.40	68.64
	销售收入(万元)		1716.00	9984.00	27456.00
	毛利率		25.0%	27.9%	29.2%

数据来源：国联证券研究所

我们预计公司 10~12 年每股收益为 0.46 元、0.79 元和 1.28 元，近三年公司净利润复合增长为 38%，考虑到公司在细分领域的龙头地位，化工橡胶制品板块的动态市盈率（剔除负值）约为 50 倍，11 年给予公司 40~45 倍市盈率，合理价格为 31.6~35.6 元，给予“谨慎推荐”的评级。

6、风险提示

原材料价格波动的风险

公司的主要原材料包括天然橡胶和帆布,成本占比分别达到 35%和 25%,原材料价格的波动会影响公司的盈利能力。

募投项目市产品场开拓的风险

公司募投产品煤矿用叠层阻燃输送带处于市场推广阶段,尽管是PVC/PVG 整芯传输带的更新替代产品,但该新产品可能由于性能和质量的问题而无法很好的满足客户需求,产品销售可能存在风险。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10-11-26					
单位: 百万											
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	250.89	276.71	328.78	504.05	736.45	现金	16.73	480.50	353.44	240.81	152.72
YOY(%)	27.4%	10.3%	18.8%	53.3%	46.1%	交易性金融资产	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	199.34	198.41	255.08	381.36	542.11	应收款项净额	68.03	93.56	111.16	170.43	249.01
营业税金及附加	0.11	0.11	0.12	0.18	0.26	存货	24.57	27.87	35.55	52.97	75.35
销售费用	5.82	8.58	9.47	14.52	21.21	其他流动资产	10.52	6.45	7.66	11.75	17.17
占营业收入比(%)	2.3%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	流动资产总额	119.95	608.38	507.81	475.95	494.24
管理费用	7.54	11.79	11.24	17.24	25.19	固定资产净值	54.52	74.00	184.45	282.40	392.19
占营业收入比(%)	3.0%	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%	减: 资产减值准备	(1.47)	(1.34)	(3.34)	(5.11)	(7.10)
EBIT	38.02	57.76	52.77	90.66	147.59	固定资产净额	53.05	72.66	181.11	277.29	385.09
财务费用	1.47	0.88	(0.95)	(1.07)	(0.71)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.6%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	在建工程	0.03	1.96	20.74	45.45	51.40
资产减值损失	(1.47)	(1.34)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	53.08	74.62	201.85	322.74	436.49
营业利润	35.20	55.54	53.72	91.73	148.30	无形资产	2.50	2.45	2.35	2.25	2.16
营业外净收入	(0.54)	(0.29)	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.65	55.25	53.72	91.73	148.30	其他长期资产	1.54	2.82	2.82	2.82	2.82
所得税	4.31	6.95	7.25	12.38	20.02	资产总额	177.07	688.27	714.84	803.77	935.71
所得税率(%)	12.4%	12.6%	13.5%	13.5%	13.5%	循环贷款	15.00	20.00	0.00	0.00	0.00
净利润	30.34	48.30	46.46	79.35	128.28	应付款项	21.07	42.19	53.81	80.18	114.06
占营业收入比(%)	12.1%	17.5%	14.1%	15.7%	17.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	10.61	15.23	19.05	28.44	40.55
归属母公司净利润	30.34	48.31	46.46	79.35	128.28	流动负债	46.68	77.42	72.86	108.62	154.61
YOY(%)	8.9%	59.2%	-3.8%	70.8%	61.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.30	0.48	0.46	0.79	1.28	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						负债总额	46.68	77.42	72.86	108.62	154.61
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	130.39	610.85	641.98	695.15	781.09
						负债和股东权益	177.07	688.27	714.84	803.77	935.71
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E						
成长能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27.4%	10.3%	18.8%	53.3%	46.1%	税后利润	30.34	48.31	46.46	79.35	128.28
营业利润	26.5%	57.8%	-3.3%	70.8%	61.7%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8.9%	59.2%	-3.8%	70.8%	61.7%	公允价值变动	1.47	1.34	0.00	0.00	0.00
获利能力						折旧和摊销	5.08	6.94	10.87	17.43	24.36
毛利率(%)	20.5%	28.3%	22.4%	24.3%	26.4%	营运资金的变动	-41.19	-0.43	-9.06	-43.23	-58.40
净利率(%)	12.1%	17.5%	14.1%	15.7%	17.4%	经营活动现金流	-4.30	56.16	48.27	53.56	94.24
ROE(%)	23.3%	7.9%	7.2%	11.4%	16.4%	短期投资	-0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	17.1%	7.0%	6.5%	9.9%	13.7%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力						固定资产投资	0.00	-26.95	-140.00	-140.00	-140.00
流动比率	2.57	7.86	6.97	4.38	3.20	投资活动现金流	-0.10	-26.85	-140.00	-140.00	-140.00
速动比率	2.04	7.50	6.48	3.89	2.71	股权投资	0.00	444.94	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	26.4%	11.2%	10.2%	13.5%	16.5%	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	141.7%	40.2%	46.0%	62.7%	78.7%	股利分配	-1.63	-0.93	-15.33	-26.19	-42.33
应收账款周转天数	98.97	123.41	123.41	123.41	123.41	计入循环贷款前融	-1.63	444.01	-15.33	-26.19	-42.33
存货周转天数	46.12	53.08	53.08	53.08	53.08	循环贷款的增加(11.66	-8.62	-20.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						融资活动现金流	8.40	434.46	-35.33	-26.19	-42.33
每股收益	0.30	0.48	0.46	0.79	1.28	现金净变动额	4.00	463.77	-127.06	-112.63	-88.09
每股净资产	1.30	6.11	6.42	6.95	7.81						
估值比率											
P/E	80.7	50.7	52.7	30.8	19.1						
P/B	18.8	4.0	3.8	3.5	3.1						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。