

新股研究报告

基础化工
化学纤维
先锋新材

合理价值区间: 17.12~19.17 元

2010年12月29日

股票数据

| | |
|-----------------|-----------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 59.00/50.00 |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0/0 |
| 上证综指/深圳成指 | 2732.99/12063.8 |
| 发行股本(百万股) | 20.00 |

财务数据

| | |
|-----------|--------|
| 净资产值(百万元) | 129.80 |
| 每股净资产(元) | 2.20 |
| 资产负债率 | 59.98% |

新股投资价值分析

快速扩张满足新兴节能需求

● 节能政策为阳光面料迎来空前的市场机遇

中国节能建筑市场规模近年来维持 20% 左右的增长态势, 未来随着“十二五”期间节能减排工作的深入开展, 节能建筑市场将迎来前所未有的发展机遇, 预计到 2012 年市场规模达到 861 亿元, 具有“双效节能”优势的阳光面料将迎来新的市场机遇, 市场空间快速增长。

● 国内优势企业实现出口升级、进口替代

阳光面料的生产技术难度较大, 目前关键技术主要掌握在英、美、法等发达国家, 国内阳光面料生产商主要定位低端, 但高档产品仍然依赖进口。未来, 国内具有技术和研发优势的阳光面料生产企业将逐步赶上甚至超越国际竞争对手, 实现进口替代, 进一步抢占出口市场, 发展成为世界级行业龙头。

● 自主创新推动竞争力持续提升

先锋新材积累了 PVC 复合材料配方、包覆粘结、工艺流程设计等有关高分子复合遮阳材料的核心技术。公司通过对国外竞争对手产品的研究基础上, 经过对配方改进、工艺路线和设备参数重新设计, 独立开发出与国外知名厂家产品性能指标类似, 生产成本更低的产品系列, 逐步替代国外进口产品, 具有优异的盈利能力, 综合毛利率超过 40%。

● 风险提示

公司募集资金项目建设存在延期的风险, 开发的新产品产业化进程具有不确定性, 未来潜在新进入者可能加剧市场竞争压低行业盈利水平。

● 合理价值区间 17.12~19.17 元/股

公司绝对估值为 14.41~18.17 元/股, 相对估值为 17.75~19.17 元/股, 基于公司自主创新能力、预期良好盈利能力与成长, 我们建议公司合理价值区间为 17.12~19.17 元/股, 对应 09 年 EPS 的 P/E 为 70.37~78.79X, 对应 10 年预测 EPS 的 P/E 为 50.35~56.38X。

化工研究小组

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209040328

联系人: 邱斌

电话: 0755-82150809

E-mail: qiubin@guosen.com.cn

盈利预测和财务指标

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 107 | 156 | 238 | 355 | 423 |
| (+/-%) | 32.4% | 45.9% | 52.4% | 49.6% | 19.1% |
| 净利润(百万元) | 19 | 27 | 56 | 83 | 105 |
| (+/-%) | 57.3% | 40.1% | 107.4% | 49.2% | 26.2% |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.34 | 0.71 | 1.05 | 1.33 |
| EBIT Margin | 23.9% | 26.6% | 28.2% | 29.4% | 31.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 16.8% | 4.3% | 8.3% | 11.4% | 13.1% |
| EV/EBITDA | 37.0 | 28.4 | 18.5 | 13.1 | 10.7 |

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, 特此声明。

投资摘要

合理价值区间 17.12~19.17 元/股

以建筑节能为重点的节能政策必将带动遮阳材料的广泛应用,从而推动国内阳光面料产业的快速发展。节能产业政策推动、国内节能意识的提高以及遮阳面料的引入和普及将开启国内巨大的建筑节能市场。技术和研发型的优势企业先锋新材将在行业需求快速增长的过程中受益。

先锋新材优异的自主创新能力推动公司生产管理水平提升、开发高端客户,持续提升公司竞争优势及盈利能力。随着募集资金项目解决公司产能瓶颈,公司业绩将快速增长。预计 10-12 年营业收入增长率分别为 45.90%、52.40%、49.60%,综合毛利率分别为 40.90%、40.00%、40.70%,归属于母公司所有者净利润增长率为 40.10%、107.4%、49.2%,未来三年净利润预期复合增长率约为 57.49%,预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.34、0.71、1.05 元。

公司绝对估值为 14.41~18.17 元/股,相对估值为 17.75~19.17 元/股,基于公司自主创新能力及预期良好盈利能力与成长,我们建议公司合理价值区间为 17.12~19.17 元/股,对应 09 年 EPS 的 P/E 为 70.37~78.79X,对应 10 年预测 EPS 的 P/E 为 50.35~56.38X。

核心假设

(1) 建筑节能环保政策推动行业快速成长,带动国内阳光面料需求保持年均 20%的增长率;

(2) 公司募集资金项目顺利投产,阳光面料及开发的新产品产能快速扩张。

产能规模扩张弹性大

公司现有阳光面料产能 650 万平米,规模较小。限制先锋新材规模扩张的主要因素在于资金限制,登陆资本市场将解决这个瓶颈。

规模募集资金项目为 600 万平米,公司项目完全达产后产能将达到 1250 万平米,产能扩张 92.31%,新项目的实施将由于利于消除公司产能瓶颈,产能提升以及高端产品的丰富将推动公司经营规模、业绩快速增长。

核心假设的主要风险

1、行业景气度下滑风险: 全球经济复苏仍存在着不确定性,建筑节能材料行业景气度下滑必将影响公司未来的持续盈利能力;

2、募投项目及新产品产业化延期的风险: 如果公司募投项目建设推迟,将导致公司增长低于预期,同时,公司新产品项目在产业化过程中存在延后的风险。

3、潜在竞争对手风险: 未来潜在新进入者可能加剧市场竞争压低行业盈利水平。

内容目录

| | |
|---|----|
| 投资摘要 | 2 |
| 内容目录 | 3 |
| 图表目录 | 4 |
| 合理价值区间：17.12~19.17 元/股 | 5 |
| 绝对估值：14.41~18.17 元/股 | 5 |
| 相对估值：17.75~19.17 元/股 | 6 |
| 结论：合理价值区间 17.12~19.17 元/股 | 6 |
| 阳光面料：建筑节能新材料的“璀璨之星” | 8 |
| “双效节能”打造建筑节能材料新贵 | 8 |
| 建筑节能释放新增需求 | 9 |
| 产业链优势助力国内阳光面料行业 | 10 |
| 先锋新材：研发优势快速抢占行业领先 | 12 |
| 自主研发打造行业技术领先优势 | 13 |
| 技术优势提升产品盈利 | 15 |
| 新领域、新产品储备将力保公司未来业绩增长 | 16 |
| 募集资金项目消除产能瓶颈 | 17 |
| 募集资金项目消除产能瓶颈 | 17 |
| 财务分析 | 18 |
| 盈利能力优势明显 | 18 |
| 竞争中实现快速成长 | 18 |
| 资金紧张导致偿债能力偏弱 | 19 |
| 经营效率有待提高 | 19 |
| 费用率将呈下降趋势 | 20 |
| 盈利预测：10-12 年 EPS 为 0.34、0.71、1.05 元 | 20 |
| 核心假设的主要风险 | 21 |
| 附表 1：财务预测与估值 | 22 |
| 国信证券投资评级 | 23 |
| 免责条款 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 阳光面料产业链示意图 | 8 |
| 图 2: 高分子复合遮光材料产品图 | 8 |
| 图 3: 普通双面银遮光布图 | 8 |
| 图 4: 建筑节能效果示意图 | 9 |
| 图 5: 节能建筑市场规模预测示意图 | 9 |
| 图 6: 国内 PVC 产量及开工率 | 10 |
| 图 7: 国内聚酯纤维产量及开工率 | 10 |
| 图 8: 国内玻璃纤维产量及开工率 | 10 |
| 图 9: 公司 2007-1H2010 年主营收入构成 (万元) | 12 |
| 图 10: 公司 2007-1H2010 年毛利构成 (万元) | 12 |
| 图 11: 公司发行后股权结构 | 12 |
| 图 12: 公司研发支出占比较大 (万元) | 15 |
| 图 13: 公司产品定位中高端 | 16 |
| 图 14: 公司产品毛利率明显高于国内其他企业 | 16 |
| 表 1: 三阶段模型的主要假设 | 5 |
| 表 2: 绝对估值的基本假设条件 | 5 |
| 表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) | 5 |
| 表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) | 5 |
| 表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) | 6 |
| 表 6: 同行业公司估值指标对比 | 6 |
| 表 7: 阳光面料和传统办公卷帘面料的对比 | 9 |
| 表 8: 1996-2008 年中国节能政策法规 | 11 |
| 表 9: 我国两项中长期节能规划 | 11 |
| 表 10: 公司发明专利 | 13 |
| 表 11: 先锋 A4021 Black 与美国飞佛 4000 V10 Ebony 指标比较 | 13 |
| 表 12: 先锋 F1016 与法国梅尔美 MERMET M-Screen 8505 3010 指标比较 | 14 |
| 表 13: 先锋 ScreenReflect MF1001 与荷兰 Verosol 指标比较 | 14 |
| 表 14: 公司研发的世界级领先产品 | 15 |
| 表 15: 公司近期开发的部分新产品 | 17 |
| 表 16: 募集资金项目及投资情况 | 18 |
| 表 17: 盈利能力对比 | 18 |
| 表 18: 成长能力对比 | 19 |
| 表 19: 偿债指标对比 | 19 |
| 表 20: 经营效率对比 | 20 |
| 表 21: 费用率指标对比 | 20 |
| 表 22: 先锋新材分业务收入、毛利预测 | 21 |

合理价值区间：17.12~19.17 元/股

绝对估值：14.41~18.17 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行现金流贴现。1、过往公司收入增长率超过 30%；预计未来至 2014 年的行业年均增长率为 25%，我们以 25% 作为公司 2014-2018 年增长率，公司所处的行业属于建筑节能行业，处于较快的成长期，我们以 20% 作为半显性期增长假设；2、我们假设公司永续增长率为 1%。基于此假设下的 FCFF、APV、EVA 三种方式的公司估值分别为 14.41 元、17.12 元、18.17 元，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 59.23~74.68X，对应 10 年预测 EPS 的 P/E 为 42.38~53.44X。绝对估值的合理价值区间为 14.41~18.17 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

| 会计年度截止日:12/31 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入增长率 | 68.13% | 32.42% | 45.92% | 52.37% | 49.58% | 19.14% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业成本 / 销售收入 | 58.98% | 59.37% | 59.13% | 60.00% | 59.32% | 57.83% | 60.00% | 61.00% | 62.00% | 63.00% | 63.00% |
| 管理费用 / 销售收入 | 13.74% | 12.20% | 9.90% | 7.50% | 7.00% | 6.50% | 6.50% | 6.50% | 6.50% | 6.50% | 6.50% |
| 所得税税率 | 19.47% | 13.88% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 股利分配比例 | 37.20% | 44.26% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 60.00% | 60.00% | 60.00% | 75.00% |

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

| | | | |
|-----------|-------|----------|--------|
| 永续增长率 | 1.00% | 实际所得税率 T | 18.00% |
| 无风险利率 | 2.50% | Ke | 9.37% |
| 行业平均 Beta | 0.97 | 风险溢价 | 6.50% |
| 公司市值 (E) | 178 | E/(D+E) | 89.87% |
| 债务总额(D) | 554 | D/(D+E) | 10.13% |
| Kd | 5.30% | WACC | 8.86% |

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

| | 7.9% | 8.4% | 8.9% | 9.4% | 9.9% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2.0% | 19.84 | 17.82 | 16.11 | 14.66 | 13.41 |
| 1.5% | 18.50 | 16.72 | 15.20 | 13.90 | 12.77 |
| 1.0% | 17.36 | 15.78 | 14.41 | 13.23 | 12.20 |
| 0.5% | 16.38 | 14.95 | 13.72 | 12.64 | 11.69 |
| 0.0% | 15.52 | 14.22 | 13.10 | 12.11 | 11.23 |

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

| | 7.8% | 8.3% | 8.8% | 9.3% | 9.8% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2.0% | 22.28 | 20.24 | 18.53 | 17.09 | 15.86 |
| 1.5% | 21.05 | 19.27 | 17.76 | 16.47 | 15.36 |
| 1.0% | 20.03 | 18.46 | 17.12 | 15.96 | 14.95 |
| 0.5% | 19.20 | 17.79 | 16.58 | 15.54 | 14.62 |
| 0.0% | 18.50 | 17.24 | 16.15 | 15.19 | 14.35 |

资料来源：国信证券经济研究所

表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 7.9% | 8.4% | 8.9% | 9.4% | 9.9% |
| 2.0% | 26.62 | 23.05 | 20.05 | 17.49 | 15.29 |
| 1.5% | 25.01 | 21.79 | 19.04 | 16.69 | 14.65 |
| 1.0% | 23.63 | 20.69 | 18.17 | 15.98 | 14.07 |
| 0.5% | 22.44 | 19.74 | 17.39 | 15.35 | 13.56 |
| 0.0% | 21.40 | 18.89 | 16.71 | 14.79 | 13.09 |

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值: 17.75~19.17 元/股

目前, 国内证券市场尚无从事阳光面料的上市公司, 相关可比上市公司有海利得、尤夫股份、江苏旷达、梦洁家纺、禾欣股份。

其中海利得和尤夫股份属于上游原料涤纶工业丝生产企业, 未来这两家上市公司的产业链将延伸至浸胶帘子布, 该产品和先锋新材的阳光面料同属于高附加值的产业用纺织品, 可以作为先锋新材的类比公司。

江苏旷达和先锋新材同属于产业用纺织品行业, 江苏旷达拥有更加广泛和稳定的客户基础, 而先锋新材目前在国内的市场占有率才 10%, 具有较好的成长性, 江苏旷达的估值具有重要的参考意义。

梦洁家纺和先锋新材同属于纺织行业, 禾欣股份靠近终端消费, 和先锋新材同属于个性化定制需求服务商, 经营模式类似, 具有一定的可比性。

参考可比公司海利得、尤夫股份、江苏旷达、梦洁家纺、禾欣股份 2011 年 P/E 约为 25~27X, 对应先锋新材 11 年预测 EPS0.71 元的价格区间为 17.75~19.17 元/股。

表 6: 同行业公司估值指标对比

| 公司名称 | 盈利增长 | | 盈利能力 (ROE) | | 收市价 | 09EPS | P/E (X) | 预测 | P/E (X) | 预测 | P/E (X) |
|------|--------|--------------|------------|-------|-------------|-------|---------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 2009 | CAGR (07-09) | 2008 | 2009 | 12/28 (元/股) | (元/股) | | 10EPS (元/股) | | 11EPS (元/股) | |
| 海利得 | 53.06 | 31.21% | 15.84 | 15.77 | 19.71 | 0.57 | 34.84 | 0.61 | 32.31 | 0.96 | 20.53 |
| 尤夫股份 | (8.31) | 30.47% | 31.71 | 23.78 | 19.62 | 0.35 | 56.32 | 0.37 | 53.03 | 1.04 | 18.87 |
| 江苏旷达 | 162.52 | -7.39% | 12.22 | 19.66 | 20.60 | 0.36 | 57.14 | 0.51 | 40.39 | 0.66 | 31.21 |
| 梦洁家纺 | 17.04 | 39.32% | 34.53 | 47.73 | 39.00 | 0.94 | 41.59 | 1.01 | 38.61 | 1.40 | 27.86 |
| 禾新股份 | 86.25 | 35.14% | 18.64 | 27.50 | 31.88 | 0.88 | 36.23 | 0.90 | 35.42 | 1.28 | 24.91 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

结论: 合理价值区间 17.12~19.17 元/股

在相对估值中, 我们认为同产业比较和类商业模式比较下的定价能够在一定程度上反映先锋新材在当前市场条件的价格, 价格区间为 17.75~19.17 元/股, 但这个价格基于公司过去盈利水平, 并不符合公司价值由未来现金流贴现的原则, 仅是用过去盈利增长作为未来盈利过程的权宜之计。

绝对估值则考虑公司未来盈利趋势, 但包含较大主观成分, 价格区间 14.41~18.17 元/股仍需要公司盈利预期在未来得到不断验证才能达到, 目前具有一定的参考作用。

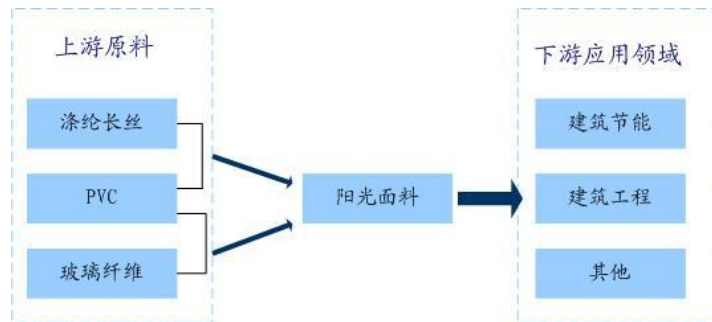
我们倾向于相对估值对先锋新材定价，参考绝对估值的定价，确定最终价格区间为 17.12~19.17 元/股，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 70.36~78.79X，对应 10 年预测 EPS 的 P/E 为 50.35~56.38X，对应 11 年预测 EPS 的 P/E 为 24.11~27.0X，属市场合理水平。

阳光面料：建筑节能新材料的“璀璨之星”

“双效节能”打造建筑节能材料新贵

“阳光面料”是一种高分子复合遮光面料，由涤纶长丝或玻璃纤维包覆 PVC，形成 PVC 包覆纱后，经整经、纺织、贴合、涂层、热定型等工序制成，主要用于节能建筑遮阳行业，应用领域涉及酒店、办公写字楼和普通住宅等。

图 1：阳光面料产业链示意图



资料来源：国信证券经纪研究所

图 2：高分子复合遮光材料产品图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 3：普通双面银遮光布图



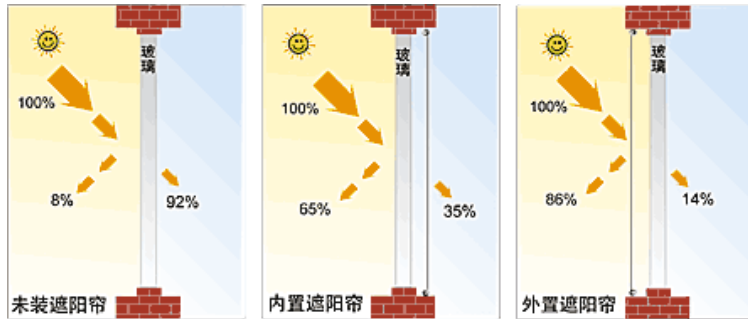
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

近年来，节能减排收到广泛关注，建筑能耗占社会总能耗相当大比例（如我国建筑能耗约占全社会总能耗的 27% 以上，其中采暖、空调能耗占其中 50% 以上），因此，建筑节能现已成为节能减排工作的重中之重。

阳光面料突出的优点为“双效节能”：大幅节约空调电能和照明电能。“欧洲遮阳组织”的研究报告《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO2 减排》表明，在欧洲采用遮阳可以节约空调用能约 25%，节约采暖用能约 10%。数据表明，使用阳光面料是达到建筑节能的有效途径。

相比传统的办公室卷帘面料，该产品除了基本的遮光效果外，还具有隔热、绿色环保、阻挡紫外线、抗撕拉效果好、阻燃性好、不易变形、抗菌性等特点。

图 4: 建筑节能效果示意图



资料来源: 中国遮阳网, 国信证券经纪研究所

表 7: 阳光面料和传统办公卷帘面料的对比

| | 一般办公卷帘面料 | 阳光面料 |
|-----|--|--|
| 原材料 | 化纤 | 玻纤或涤纶丝上包覆 PVC 膜层 |
| 性能 | 容易起静电、招灰尘 只遮光、不隔热 无后期改性处理、易变形、易燃烧 易褪色 不具有抗菌性、易发霉变烂 | 电绝缘 既遮光又隔热 经后期改性处理, 定形好、阻燃性强 色牢性好 抗菌、不易腐烂, 至少可保证 5 年 |

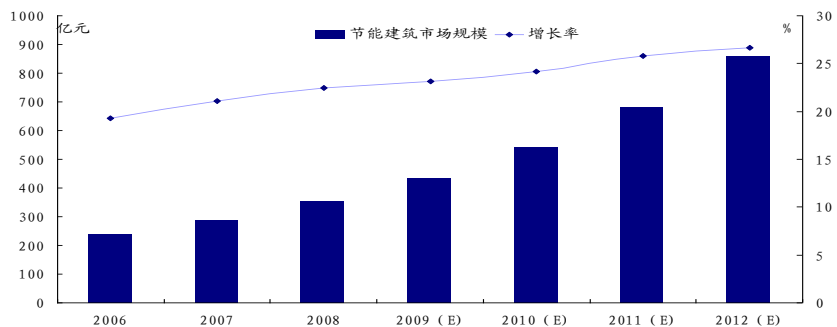
资料来源: 招股说明书, 国信证券经纪研究所

建筑节能释放新增需求

从全球需求来看, 随着世界对节能的关注度的增加, 发达国家对阳光面料市场需求正快速增长, 市场目前处于成长期; 而发展中国家的阳光面料市场尚处于导入阶段, 随着发展中国家更为重视节能减排, 其对阳光面料的需求也将迅速增长。

随着“建设节约型社会”的提出, 中国节能建筑市场规模近年来维持 20% 左右的增长态势, 未来随着“十二五”期间节能减排工作的深入, 节能建筑市场将迎来前所未有的发展机遇, 预计到 2012 年市场规模达到 861 亿元, 节能建筑市场规模的迅速扩张将会大力推动高分子复合遮光面料 (阳光面料) 市场的发展。

图 5: 节能建筑市场规模预测示意图



资料来源: 国信证券经纪研究所

此外，阳光面料还可以作为建筑工程新材料，广泛应用于水利工程、公路、铁路、机场、港口、环保工程、防洪工程中；作为多功能复合材料；其也可以作为其他工业用布，如，装饰墙纸、汽车用布、篷帆布、过滤材料等。未来这部分领域的发展也将为阳光面料进一步打开发展空间。

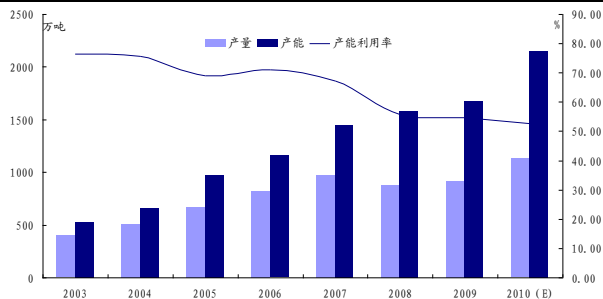
从全球供应来看，阳光面料的生产技术难度较大，关键技术掌握在英、美、法等发达国家，发展中国家阳光面料大规模生产难度较大。国外著名的阳光面料生产商有 Phifer Inc (飞佛)、FERRARI (法拉利)、DICKSON 公司、Gale Pacific (盖尔太平洋集团)、HUNTER DOUGLAS (亨特道格拉斯)，其占据了全球阳光面料市场的大半壁江山，根据已上市的亨特道格拉斯和盖尔太平洋集团的销售收入来看，仅这两家上市公司销售收入已超过 30 亿美元。

而国内以宁波先锋新材为代表的阳光面料生产企业，其 2009 年的销售收入仅 1564 万美元，销售规模仅占整个市场容量的很小一部分，但产品性价比高，其与国际知名厂家同类产品具有类似质量，但定价便宜一半左右，其未来在国际市场的成长空间可观。另一方面，目前国内阳光面料绝大部分采用进口产品，价格昂贵，因此未来宁波先锋产品以较高的性价比替代进口产品的潜力也较大。

产业链优势助力国内阳光面料行业

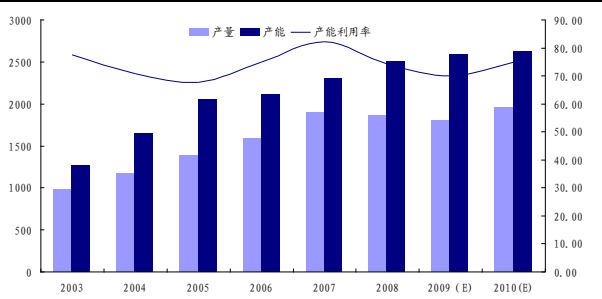
从产业链角度分析，上游原料方面，其原料主要是 PVC、涤纶和玻纤，国内这三种上原料行业发展成熟，现均处于产能过剩、产品供应充足状况，因此国内阳光面料企业具有原料采购成本优势。

图 6: 国内 PVC 产量及开工率



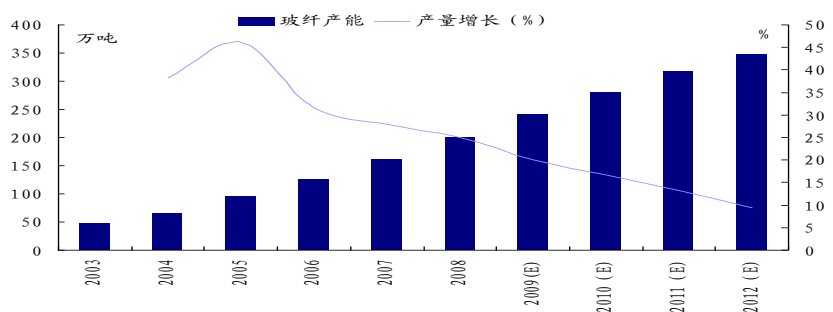
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 7: 国内聚酯纤维产量及开工率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 8: 国内玻璃纤维产量及开工率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

近年来不断出台的各类节能政策法规以及建筑节能标准的不断修订，都对建筑节能遮阳行业带来好的发展契机。除了新建建筑物的广泛需求外，既有建筑节能改造也为建筑遮阳行业创造了巨大的成长空间。

建设部在《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》中指出，“到 2010 年，全国城镇新建建筑实现节能 50%；既有建筑节能改造逐步开展，大城市完成应改造面积的 25%，中等城市完成 15%，小城市完成 10%；到 2020 年，北方和沿海经济发达地区和特大城市新建建筑实现节能 65% 的目标，绝大部分既有建筑完成节能改造”。

表 8: 1996-2008 年中国节能政策法规

| 时间 | 政策法规 |
|-------------|--------------------------|
| 1996 年 5 月 | 中国节能技术政策大纲 |
| 1998 年 1 月 | 中华人民共和国节约能源法 |
| 1999 年 2 月 | 中国节能产品认证管理办法 |
| 1999 年 3 月 | 重点用能单位节能管理办法 |
| 1999 年 8 月 | 关于推进住宅产业化提高住宅质量若干意见的通知 |
| 2000 年 10 月 | 民用建筑节能管理规定 |
| 2001 年 10 月 | 能源节约与资源综合利用“十五”规划 |
| 2003 年 1 月 | 中华人民共和国清洁生产促进法 |
| 2004 年 12 月 | 节能产品政府采购实施意见 |
| 2005 年 5 月 | 关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见 |
| 2006 年 1 月 | 民用建筑节能管理规定（2005 年修订） |
| 2006 年 8 月 | 国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知 |
| 2007 年 2 月 | 中国节能技术政策大纲（2006 年） |
| 2007 年 6 月 | 国务院关于印发节能减排综合性工作 |
| 2007 年 8 月 | 节能发电调度办法（试行） |
| 2007 年 9 月 | 节能技术改造财政奖励资金管理暂行办法 |
| 2007 年 11 月 | 单位 GDP 能耗考核体系实施方案 |
| 2007 年 11 月 | 国家发展改革委关于做好中小企业节能减排工作的通知 |
| 2008 年 1 月 | 高效照明产品推广财政补贴资金管理暂行办法 |
| 2008 年 4 月 | 中华人民共和国节约能源法（2007 修订版） |
| 2008 年 8 月 | 民用建筑节能条例 |

资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

表 9: 我国两项中长期节能规划

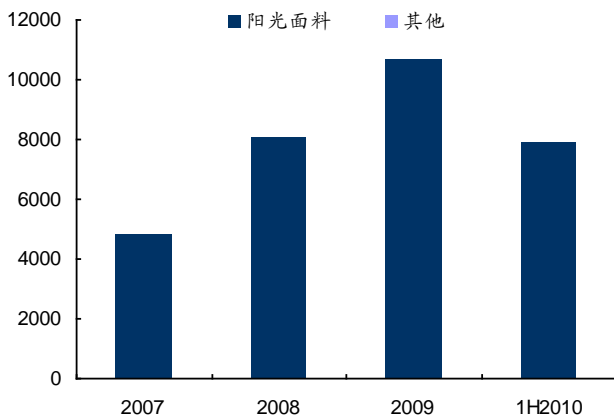
| 文件 | 国内生产总值能耗目标 |
|-------------|--|
| 节能减排综合性工作方案 | “十一五期间”由 1.22 吨标煤下降到 1 吨标煤以下，降低幅度约为 20%，降幅约为 3.9%。 |
| 节能中长期专项规划 | 2010 年至 2020 年，降低幅度约为 31.6%，年降 3.7%。 |

资料来源：招股说明书，国信证券经纪研究所

先锋新材：研发优势快速抢占行业领先

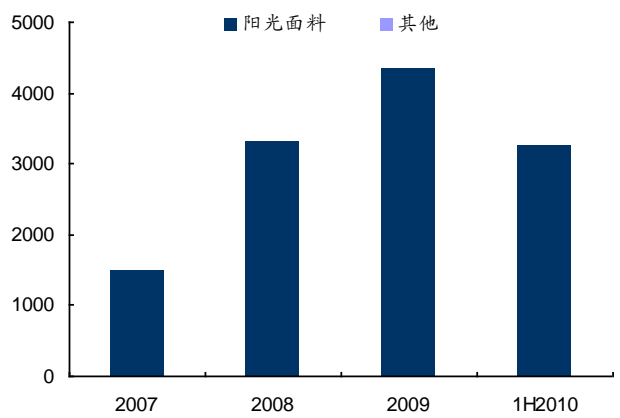
公司主营高分子复合遮阳材料（阳光面料）产品的研发、生产和销售，主要产品由高强度涤纶丝或者玻璃纤维外部均匀包覆高分子复合材料后织造而成，具有节能、环保、耐久、阻燃等优点。公司是国内外产品系列最齐全的生产企业之一，现有阳光面料生产能力 650 万平方米，其中母公司先锋新材产能 300 万平方米，子公司圣泰戈产能 350 万平方米。

图 9：公司 2007-1H2010 年主营收入构成（万元）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

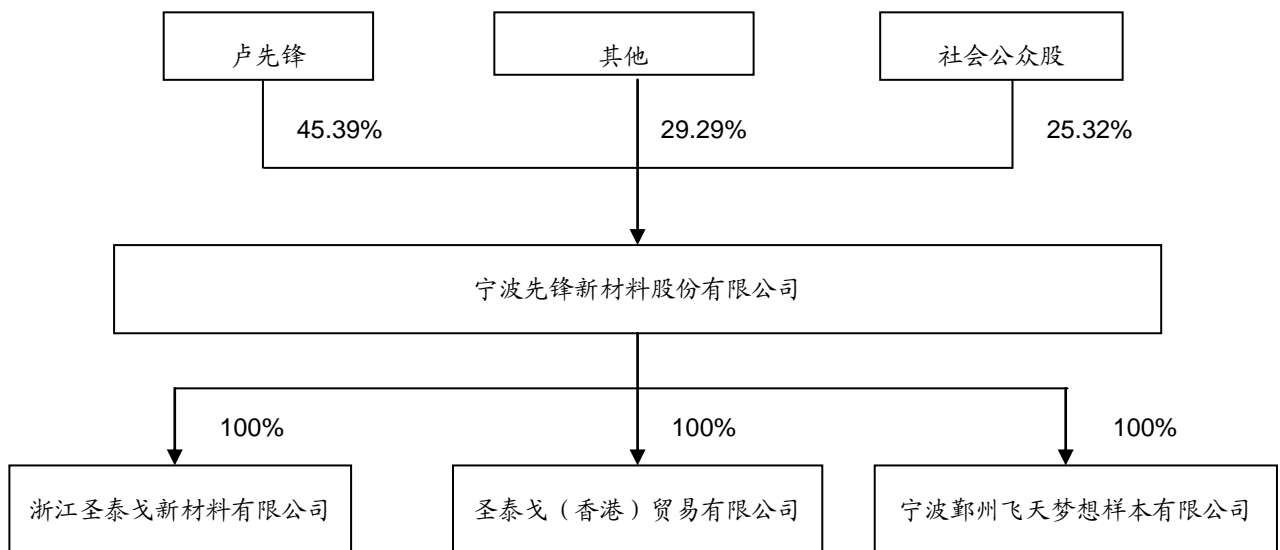
图 10：公司 2007-1H2010 年毛利构成（万元）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司实际控制人卢先锋持有公司 3586 万股，占发行前股份 60.78%。本次公司拟发行 2000 万股，占发行后股份 25.32%，发行完成后，卢先锋持有股份占比 45.39%，仍为公司实际控制人。

图 11：公司发行后股权结构



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

自主研发打造行业技术领先优势

高分子复合遮阳材料（阳光面料）产品技术含量高，生产流程由高分子复合物改性离子制造、聚酯或玻纤丝包覆 PVC、织布、热定型、后期整理等数十道工序完成，涵盖了化工、单丝复合、纤维、制造、热处理等行业。行业对产品质量要求严格，成品率直接决定了企业利润率的高低，例如门幅 2.5 米，长度为 30 米的产品允许出现的疵点要控制在 3 个以下。

公司采用“自主研发与超越”的业务模式，积累了 PVC 复合材料配方、包覆粘结、工艺流程设计等有关高分子复合遮阳材料的核心技术。公司已经获得 19 项专利，其中发明专利 2 项，实用新型专利 14 项，外观专利 3 项。公司还有 8 项发明专利处于申报阶段，其中 2 项发明专利已经进入实审阶段。

表 10: 公司发明专利

| 序号 | 名称 | 类别 | 状态 |
|----|-----------------------|------|------|
| 1 | 三元乙丙橡胶/聚丙烯热塑性弹性体的制备方法 | 发明专利 | 已获得 |
| 2 | 一种聚氯乙烯复合材料及其制备方法 | 发明专利 | 已获得 |
| 3 | 一种透明阻燃聚氯乙烯组合物及其制备方法 | 发明专利 | 正在申请 |
| 4 | 一种聚烯烃热塑性弹性体的组合物及其制备方法 | 发明专利 | 正在申请 |
| 5 | 手动窗帘卷绕装置 | 发明专利 | 正在申请 |
| 6 | 一种窗帘手动卷绕结构 | 发明专利 | 正在申请 |
| 7 | 一种安全珠链绳 | 发明专利 | 正在申请 |
| 8 | 一种窗帘手动卷绕结构 | 发明专利 | 正在申请 |
| 9 | 一种手动平移窗帘结构 | 发明专利 | 正在申请 |
| 10 | 一种安全窗帘卷绕结构 | 发明专利 | 正在申请 |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司通过对国外竞争对手产品的研究基础上，经过对配方改进、工艺路线和设备参数重新设计，独立开发出与国外知名厂家产品性能指标类似，生产成本更低的产品系列，逐步替代国外进口产品。

表 11: 先锋 A4021 Black 与美国飞佛 4000 V10 Ebony 指标比较

| 主要指标 | 先锋 PET+PVC 高分子复合改性材料 型号 A4021 Black | 美国飞佛 (PHIFER) 型号 Style 4000 V10 Ebony |
|-------------|--|--|
| 日射透过率 (Ts) | 7 | 6 |
| 日射发射率 (Rs) | 4 | 5 |
| 日射吸收率 (As) | 89 | 89 |
| 可见光透过率 (Tv) | 10 | 8 |
| 遮阳系数 (Sc) | 1/8"Cl.:0.74 | 1/4"Cl.:0.69 |
| | 1/4"Cl.:0.70 | 1/4"H.A.:0.51 |
| | 1/4"H.A.:0.51 | |
| 开 (孔) 口率 | 5% | 5% |
| 抗紫外线系数 | 95% | 95% |
| 阻燃 | FR (美国) NFPA 701 | FR (美国) NFPA701 |
| | M2 (法国) | BS (英国) |
| 抗拉强度 | Warp 212.5/Weft 222.4 | Warp 315/Weft 260 |
| 日照色牢度 | CLASS 4.5 (after 80AFU) | — |
| 环境/健康认证 | Oeko-Tex Standard 100 | Greenguard |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

表 12: 先锋 F1016 与法国梅尔美 MERMET M-Screen 8505 3010 指标比较

| 主要指标 | 先锋 PET+PVC 高分子复合改性材料 型号 F1016 | 法国梅尔美 (MERMET) 型号 M-Screen 8505 3010 |
|-------------|---|--|
| 日射透过率 (Ts) | 8 | 7 |
| 日射发射率 (Rs) | 11 | 12 |
| 日射吸收率 (As) | 81 | 81 |
| 可见光透过率 (Tv) | 12 | 11 |
| 遮阳系数 (Sc) | 1/8"Cl.:0.38 1/4"Cl.:0.38 1/4"H.A.:0.34 | 1/4"Cl.:0.65 1/4"H.A.:0.49 |
| 开 (孔) 口率 | 3% | 5% |
| 抗紫外线系数 | 97% | 96% |
| 阻燃 | M2 (法国) FR (美国) NFPA 701 AS (澳大利亚) | M1 (法国) BS (英国) B1 (中国) FR (美国) NFPA 701 AS (澳大利亚) |
| 抗拉强度 | Warp 151/Weft 179 | Warp 150/Weft 150 |
| 日照色牢度 | CLASS 4.5 (after 80AFU) | ISO 105 B02: 7 级 |
| 有机物质排放等级 | 0.1mg/m ² /hr (7days) | 0.25mg/m ² /hr (7days) |
| 环境/健康认证 | Oeko-Tex Standard 100/Ecospecifier | Oeko-Tex Standard 100 /Greenguard |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

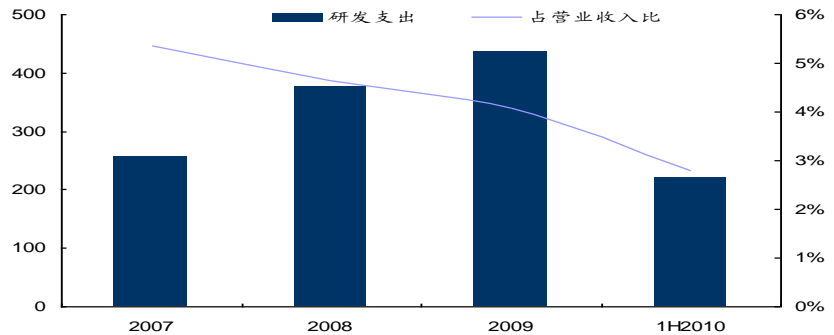
表 13: 先锋 ScreenReflect MF1001 与荷兰 Verosol 指标比较

| 主要指标 | 先锋 PET+PVC+镀铝涂层高分子复合 改性材料 型号 A4021 Black MF1001 | 荷兰 Verosol 型号 SilverScreen/white |
|------------|---|---|
| 日射透过率 (Ts) | 6 | 6 |
| 日射发射率 (Rs) | 72 | 72 |
| 光透过率 (Tv) | 6 | 6 |
| 光反射率 | 71 | 76 |
| 遮阳系数 (Sc) | 1/8"Cl.:0.45 1/4"Cl.:0.44 1/4"H.A.:0.37 | 1/8"Cl.:0.22 1/4"Cl.:0.22 1/4"H.A.:0.18 |
| 开 (孔) 口率 | 4% | 4% |
| 紫外线透过率 | 5% | 5% |
| 阻燃 | M2 (法国) FR (美国) NFPA 701 AS (澳大利亚) | M1 (法国) BS (英国) FR (美国) NFPA 701 |
| 环境/健康认证 | Oeko-Tex Standard 100/Ecospecifier | Oeko-Tex Standard 100 |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

公司对研发的投入较大, 2007-2009 年公司研发支出占营业收入比例分别为 5.35%、4.65%、4.08%, 1H2010 公司研发支出占营业收入比例 2.79%。在持续的研发投入下, 公司技术保持行业领先, 在某些领域已经达到国际领先水平。公司目前已研发出 3 中全球独一无二的产品, 具有原创性和新颖性, 产品附加值更高, 具有自主定价的能力。

图 12: 公司研发支出占比较大 (万元)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 14: 公司研发的世界级领先产品

| 序号 | 世界级领先产品 | 特点 |
|----|----------------------------|---|
| 1 | PET+PVC 细纱高分子复合改性材料 | 世界上最薄的阳光面料, 采用 22 丝纱线包覆 PVC 纺织形成的面料 |
| 2 | PVC+玻纤+PVC+PVC 四层高分子复合改性材料 | 世界上唯一可以做到最大门幅 3m 的玻纤遮光面料。 |
| 3 | PVC+PET 金银纱高分子复合改性材料 | 世界上最薄的阳光面料, 具有普通阳光面料的一切特性, 又具有丝绸般光洁的视觉效果。 |

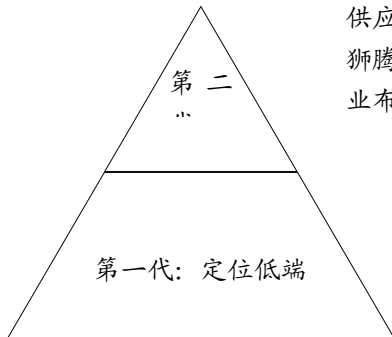
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

技术优势提升产品盈利

目前遮阳材料生产企业可分为两种类型: 第一代产品主材 (面料) 供应商和第二代产品主材 (面料) 供应商。公司是国内少数第二代产品主材 (面料) 供应商之一, 产品主要定位于中高端, 产品技术含量较高, 毛利率明显高于国内其他中低端生产企业, 达到国外同类企业水平。

公司拥有独立的技术研发部, 负责产品的设计、开发, 并与上海交通大学建立了联合研发中心, 为公司提供技术支持。目前行业内生产企业大部分采用“订单生产”的经营模式, 公司通过强大的研发和技术能力支持, 可以采用“来样定制”和“订单生产”两种经营模式, 为客户提供个性化服务优势。

图 13: 公司产品定位中高端

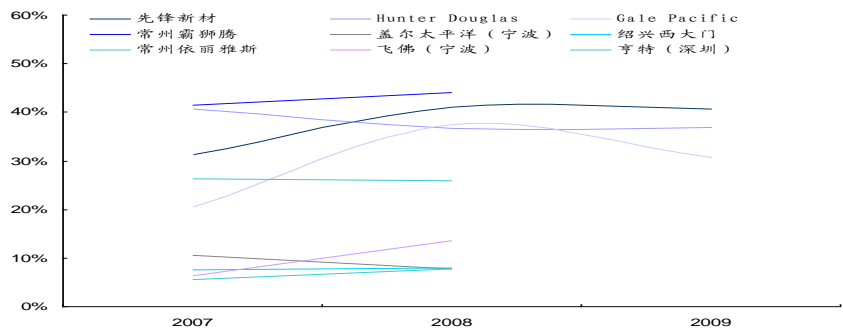


供应商: 国外企业、国内宁波新材和常州霸狮腾等少数厂家, 产品以建筑遮阳用特种产业布为主, 产品技术含量较高。

供应商: 主要供应铝合金薄帘片、聚酯纤维纺织面料和以原木为材料的帘片, 主要采用“低价策略”。

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 14: 公司产品毛利率明显高于国内其他企业



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

新领域、新产品储备将力保公司未来业绩增长

高分子复合材料除应用于建筑节能材料(阳光面料), 同时还可以应用于建筑工程材料以及其他工业用纺织品, 如公司已经研发出的 PVDF 膜材以及正处于产品研究试制阶段的 PTFE 膜材、ETFE 膜材等。

PVDF 建筑膜材大多有 7-9 层的结构, 生产工艺流程较长, 是在聚酯纤维制造的基布上涂上 PVC 底层, 然后在 PVC 底层上涂 PVDF 树脂形成的复合材料, 具有高强度、耐久性、防火性、耐腐蚀、抗紫外线、自洁性等特点, 广泛应用于大型体育设施、展览馆等大型集会场所、飞机库、海滨和公园等旅游场所遮阳结构上。

目前 PVDF 膜材生产企业主要集中在法国 Ferrari 公司、德国 Mehler 公司和 Durakin 公司、美国 Seamen 公司和韩国秀博公司。国内能生产此种材料的厂商寥寥无几, 其技术指标和性能远远落后于国际同类产品。根据中国遮阳网的统计, 预计 2012 年全球建筑膜材的销售金额将达到 86 亿美元, 全球 PVDF 建筑膜材需求量将达到 18,493 万平方米; 中国膜结构需求将保持 20% 左右的速度增长, 到 2012 年中国 PVDF 建筑膜材需求将达到 1000 万平方米左右。

目前先锋新材已成功开发出具有与国外产品在技术、质量、性能上相媲美的 PVDF 高性能膜材，其各项性能指标已达到国际同类产品的质量标准，并已通过宁波市经贸委组织的产品专家鉴定会，现在已经开始小批量生产销售。

公司通过技术研发投入，已成功研发出数百种新产品，为公司后续发展提供了坚实的技术储备，使得公司未来业绩增长具有保障。

表 15: 公司近期开发的部分新产品

| 序号 | 产品系列 | 主要特性 |
|----|--|---|
| 1 | Screen Reflect: PVC+PET+镀铝涂层高分子复合改性材料 | 目前市场上最高效节能的阳光面料。 |
| 2 | Sun Guard: PET+PVC 高分子复合改性材料 | 主要性能累世德国 MEHLER 公司的 (米乐) 面料, 具有更好的各个方向拉伸强度和稳定性, 可以进行真空镀铝。 |
| 3 | Sun Plus: PET+PVC 高分子复合改性材料 | 主要性能类似法国 Dickson 公司生产的 SUNWORKER 面料, 具有更好的各个方向拉伸强度和稳定性, 可进行真空镀铝, 也可以再贴合 PVC 薄膜。 |
| 4 | Altis Screen: PET+PVC 高分子复合改性材料 | 主要性能类似法国 FERRARI 公司生产的法拉利面料, 具有轻量化、抗撕裂特点, 主要用于天棚、户外遮阳结构中, 可进行真空镀铝。 |
| 5 | Fine Screen: PET+PVC 细纱高分子复合改性材料 | 世界上最薄的遮阳面料 |
| 6 | Fine Screen With Metallic Yarn: PVC+PET 金银纱高分子复合改性材料 | 既有普通阳光面料的一切特性, 又有极强的装饰效果。 |
| 7 | Jacquard Screen: 提花高分子复合改性材料 | 可以在遮阳面料上提花, 制作出各种效果, 可进行个性化设计。 |
| 8 | Twin-Color-Screen: 特别设计 (1%开孔率) 高分子复合改性材料 | 1%开孔率, 具有亚光效果, 双面可以有不同色彩, 一张面料等于两种效果。 |
| 9 | Earth Screen: 100%PET 高分子环保改性材料 | 可以做到 100%回收利用, 阻燃, 燃烧时不释放浓烟, 也可以在所有面料后面进行镀铝。 |
| 10 | PVC+PET 高分子复合改性材料 | 类似天然木材颜色和效果, 更加自然。 |
| 11 | Metallic Screen: PVC+PET 金银纱高分子复合改性材料 | 有类似金属色的效果, 具有现代的装饰气息。 |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

募集资金项目消除产能瓶颈

募集资金项目消除产能瓶颈

公司募集资金项目为 600 万平米, 新项目的实施将由于利于消除公司产能瓶颈, 产能提升以及高端产品的丰富有利于进一步增强公司的盈利能力。公司项目完全达产后产能将达到 1250 万平米, 规模效应显现, 有利于进一步降低产品成本, 提高市场占有率, 提升公司在国际上竞争力。

由于公司子公司圣泰戈在购买原土地, 修建厂房时已经规划了将要扩大的产能, 并为新增的设备预留了位置与空间, 只需要在原有的基础上进行适当的改造完成新生产线的装配即可。

公司目前已利用自有资金采购了 31 台年产 10 万平米面料的德国进口多尼尔织布机, 正处于调试阶段, 预计明年达产。募集资金到位 6 个月后, 将又新增 30 多台多尼尔织布机, 预计 11 年公司阳光面料产能将达到 1250 万平米。

表 16: 募集资金项目及投资情况

| 序号 | 项目名称 | 总投资 (万元) |
|----|------------------------|----------|
| 一 | 600 万平方米高分子复合工程新材料扩产项目 | 18644 |
| 合计 | | 18644 |

资料来源: 国信证券经济研究所

财务分析

国内证券市场尚无从事阳光面料的上市公司, 相关可比上市公司有海利得、尤夫股份、江苏旷达、梦洁家纺、禾欣股份。其中海利得和尤夫股份是公司上游原料涤纶工业丝生产企业, 江苏旷达和公司同属于产业用纺织品行业, 具有一定的参考意义。梦洁家纺和公司同属于纺织行业, 禾欣股份靠近消费, 和公司同属于个性化定制需求服务商。

盈利能力优势明显

公司产品毛利率、净利率及 ROE 三项指标在可比公司中位居前列, 毛利率高达 40% 以上, 由于期间费用率控制较好, 母公司所得税降至 15%, 公司净利率逐年上升, 随着公司募投项目投产, 盈利能力将进一步提升。

表 17: 盈利能力对比

| 毛利率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
|------|--------|-------|-------|-------|
| 海利得 | 15.33 | 24.55 | 18.77 | 17.91 |
| 尤夫股份 | 14.25 | 18.83 | 21.35 | 17.83 |
| 江苏旷达 | 33.01 | 34.71 | 33.41 | 38.73 |
| 梦洁家纺 | 38.39 | 36.27 | 33.07 | 33.55 |
| 禾新股份 | 21.20 | 24.26 | 17.29 | 16.30 |
| 先锋新材 | 40.75 | 40.63 | 41.02 | 31.25 |
| 净利率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
| 海利得 | 8.39 | 14.53 | 8.73 | 9.48 |
| 尤夫股份 | 8.95 | 12.21 | 16.94 | 10.77 |
| 江苏旷达 | 15.57 | 12.70 | 9.38 | 20.67 |
| 梦洁家纺 | 8.23 | 14.10 | 8.11 | 9.14 |
| 禾新股份 | 9.39 | 11.04 | 5.75 | 6.06 |
| 先锋新材 | 19.38 | 17.99 | 15.15 | 10.35 |
| ROE | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
| 海利得 | 4.44 | 14.20 | 10.53 | 22.65 |
| 尤夫股份 | 2.25 | 19.86 | 27.50 | 13.45 |
| 江苏旷达 | 10.38 | 17.36 | 7.79 | 17.87 |
| 梦洁家纺 | 2.83 | 28.94 | 32.18 | 35.45 |
| 禾新股份 | 4.20 | 23.16 | 15.27 | 14.06 |
| 先锋新材 | 10.43 | 14.64 | 10.90 | 11.63 |

资料来源: 国信证券经济研究所

竞争中实现快速成长

公司所处的建筑节能行业在欧美等发达国家仍处于成长期, 需求稳定, 公司产品质量达到国际化标准, 在参与国际竞争中, 得到了快速的成长。公司收入增速、盈利状况均超过可比上市公司。

表 18: 成长能力对比

| 营业收入增长率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
|---------|---------|--------|---------|-------|
| 海利得 | 49.72 | (8.09) | 22.16 | 20.56 |
| 尤夫股份 | 10.75 | 14.60 | 30.95 | 0.00 |
| 江苏旷达 | 0.00 | 28.63 | 8.51 | 0.00 |
| 梦洁家纺 | 34.12 | 1.51 | 23.85 | 9.77 |
| 禾新股份 | 36.20 | (3.99) | 4.36 | |
| 先锋新材 | | 32.42 | 68.13 | |
| 净利润增长率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
| 海利得 | (26.45) | 53.06 | 19.75 | 20.60 |
| 尤夫股份 | (38.42) | (8.31) | 92.37 | |
| 江苏旷达 | | 162.52 | (49.80) | |
| 梦洁家纺 | 89.84 | 17.04 | 11.93 | 74.66 |
| 禾新股份 | 19.40 | 86.25 | 23.89 | 66.92 |
| 先锋新材 | | 61.34 | 63.72 | |

资料来源: 国信证券经济研究所

资金紧张导致偿债能力偏弱

公司经营主要依靠银行贷款、增资、自我积累的方式进行业务扩张, 资产负债率较高, 流动和速动比率偏低, 资金相对紧张。

表 19: 偿债指标对比

| 资产负债率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
|-------|--------|-------|-------|-------|
| 海利得 | 43.80 | 27.26 | 11.77 | 60.40 |
| 尤夫股份 | 18.41 | 25.17 | 42.04 | 34.32 |
| 江苏旷达 | 49.26 | 56.33 | 55.74 | 60.17 |
| 梦洁家纺 | 25.25 | 68.00 | 71.79 | 68.11 |
| 禾新股份 | 18.73 | 36.67 | 47.56 | 56.62 |
| 先锋新材 | 59.98 | 62.47 | 62.83 | 61.75 |
| 流动比率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
| 海利得 | 1.10 | 1.45 | 4.11 | 0.68 |
| 尤夫股份 | 4.05 | 1.76 | 0.95 | 1.50 |
| 江苏旷达 | 1.05 | 0.95 | 0.74 | 0.73 |
| 梦洁家纺 | 3.02 | 0.93 | 0.90 | 0.94 |
| 禾新股份 | 4.21 | 1.69 | 1.24 | 1.05 |
| 先锋新材 | 0.60 | 1.11 | 0.82 | 0.59 |
| 速动比率 | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
| 海利得 | 0.77 | 1.09 | 3.56 | 0.46 |
| 尤夫股份 | 3.70 | 1.54 | 0.78 | 1.33 |
| 江苏旷达 | 0.83 | 0.79 | 0.59 | 0.63 |
| 梦洁家纺 | 2.28 | 0.51 | 0.54 | 0.43 |
| 禾新股份 | 3.60 | 1.19 | 0.87 | 0.61 |
| 先锋新材 | 0.31 | 0.52 | 0.57 | 0.49 |

资料来源: 国信证券经济研究所

经营效率有待提高

公司应收帐款余额保持在合理的水平, 随着新增产能的释放, 营业收入大幅增长, 应收帐款周转率亦随之上升。公司存货周转率较低, 主要原因是为满足由于子公司新建产能需要储存了大批原材料以及为响应客户需求, 导致存货上升, 存货周转率偏低。

表 20: 经营效率对比

| | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款周转天数 | | | | |
| 海利得 | 40.26 | 41.05 | 27.48 | 29.44 |
| 尤夫股份 | 52.32 | 46.41 | 42.48 | 51.28 |
| 江苏旷达 | 75.08 | 75.77 | 88.00 | 103.92 |
| 梦洁家纺 | 18.29 | 19.20 | 15.46 | 13.62 |
| 禾新股份 | 48.48 | 44.76 | 43.75 | 49.36 |
| 先锋新材 | 53.72 | 52.28 | 61.92 | 122.40 |
| 存货周转天数 | | | | |
| 海利得 | 57.50 | 43.40 | 34.21 | 42.61 |
| 尤夫股份 | 36.78 | 22.55 | 26.34 | 27.99 |
| 江苏旷达 | 70.21 | 71.10 | 68.15 | 68.41 |
| 梦洁家纺 | 182.76 | 149.25 | 125.17 | 127.41 |
| 禾新股份 | 55.06 | 60.11 | 64.71 | 106.73 |
| 先锋新材 | 204.29 | 208.48 | 114.77 | 98.13 |

资料来源: 国信证券经济研究所

费用率将呈下降趋势

公司近两三年期间费用率明显成下降趋势, 随着募集资金到位后, 营业收入规模的扩大, 资金压力缓解, 预计公司期间费用率水平将大幅下降。

表 21: 费用率指标对比

| | 2010H1 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--------------|--------|-------|-------|--------|
| 销售费用率 | | | | |
| 海利得 | 1.73 | 1.86 | 1.54 | 1.37 |
| 尤夫股份 | 1.46 | 2.23 | 2.24 | 2.78 |
| 江苏旷达 | 2.45 | 2.56 | 2.90 | 2.47 |
| 梦洁家纺 | 22.48 | 18.88 | 17.93 | 18.54 |
| 禾新股份 | 3.18 | 3.70 | 3.24 | 2.53 |
| 先锋新材 | 2.60 | 2.91 | 2.54 | 1.90 |
| 管理费用率 | | | | |
| 海利得 | 4.01 | 5.92 | 5.27 | 4.31 |
| 尤夫股份 | 2.22 | 3.22 | 3.11 | 1.90 |
| 江苏旷达 | 11.30 | 12.30 | 13.39 | 12.16 |
| 梦洁家纺 | 3.94 | 3.77 | 3.36 | 3.14 |
| 禾新股份 | 6.81 | 7.41 | 6.11 | 5.38 |
| 先锋新材 | 9.71 | 12.57 | 14.18 | 9.64 |
| 财务费用率 | | | | |
| 海利得 | 2.13 | 0.26 | 0.91 | 1.54 |
| 尤夫股份 | 1.08 | 0.47 | 0.76 | (0.13) |
| 江苏旷达 | 1.74 | 2.82 | 3.99 | 4.31 |
| 梦洁家纺 | 0.79 | 0.94 | 1.30 | 0.74 |
| 禾新股份 | (0.29) | 0.55 | 1.53 | 1.58 |
| 先锋新材 | 6.37 | 5.06 | 4.68 | 1.86 |

资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测: 10-12 年 EPS 为 0.34、0.71、1.05 元

公司募资项目大幅增加公司产能, 募资项目建成后将达到 1250 万平米阳光面料产能, 预计 10-12 年营业收入增长率分别为 45.90%、52.40%、49.60%, 综合毛利率分别为 40.90%、40.00%、40.70%, 归属于母公司所有者净利润增长率为 40.10%、107.4%、49.2%, 未来三年净利润预期复合增长率约为 57.49%, 预计

公司 10-12 年 EPS 分别为 0.34、0.71、1.05 元。

表 22: 先锋新材分业务收入、毛利预测

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 阳光面料(自产基布) | | | | | |
| 销量(万平米) | 306.87 | 655.49 | 950.00 | 1125.00 | 1125.00 |
| 平均价格(元/平米) | 34.75 | 23.72 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 销售收入(万元) | 10663.27 | 15548.63 | 23750.00 | 28125.00 | 28125.00 |
| 销售成本(万元) | 6328.94 | 9150.00 | 14250.00 | 16875.00 | 16875.00 |
| 毛利率 | 40.65% | 41.15% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 阳光面料(外购基布) | | | | | |
| 销量(万平米) | | | | 200.00 | 200.00 |
| 平均价格(元/平米) | | | | 25.00 | 25.00 |
| 销售收入(万元) | | | | 5000.00 | 5000.00 |
| 销售成本(万元) | | | | 3000.00 | 3000.00 |
| 毛利率 | | | | 40.00% | 40.00% |
| PVDF | | | | | |
| 销量(万平米) | | | | 40.00 | 120.00 |
| 平均价格(元/平米) | | | | 60.00 | 60.00 |
| 销售收入(万元) | | | | 2400.00 | 7200.00 |
| 销售成本(万元) | | | | 1200.00 | 3600.00 |
| 毛利率 | | | | 50.00% | 50.00% |
| 真空镀膜箔层 | | | | | |
| 销量(万平米) | | | | | 50.00 |
| 平均价格(元/平米) | | | | | 40.00 |
| 销售收入(万元) | 18.62 | 38.47 | | | 2000.00 |
| 销售成本(万元) | 12.89 | 65.92 | | | 1000.00 |
| 毛利率 | 30.77% | -71.35% | | | 50.00% |
| 其他 | | | | | |
| 销售收入(万元) | 32.42% | 45.92% | 52.37% | 49.58% | 19.14% |
| 销售成本(万元) | 6341.83 | 9215.92 | 14250.00 | 21075.00 | 24475.00 |
| 毛利率 | 40.63% | 40.87% | 40.00% | 40.68% | 42.17% |
| 合计 | | | | | |
| 营业收入(万元) | 34.75 | 23.72 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 营业收入增长率 | 10663.27 | 15548.63 | 23750.00 | 28125.00 | 28125.00 |
| 营业成本(万元) | 6328.94 | 9150.00 | 14250.00 | 16875.00 | 16875.00 |
| 综合毛利率 | 40.65% | 41.15% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

核心假设的主要风险

1、行业景气度下滑: 全球经济复苏仍存在着不确定性, 建筑节能材料行业景气度下滑必将影响公司未来的持续盈利能力;

2、募投项目及新产品产业化延期的风险: 如果公司募投项目建设推迟, 将导致公司增长低于预期, 同时, 公司新产品项目在产业化过程中存在延后的风险。

3、潜在竞争对手风险: 未来潜在新进入者可能加剧市场竞争压低行业盈利水平。

附表 1: 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 现金及现金等价物 | 17 | 474 | 257 | 274 | 营业收入 | 107 | 156 | 238 | 355 |
| 应收款项 | 25 | 37 | 57 | 85 | 营业成本 | 63 | 92 | 143 | 211 |
| 存货净额 | 52 | 75 | 122 | 185 | 营业税金及附加 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 其他流动资产 | 3 | 3 | 5 | 7 | 销售费用 | 3 | 5 | 7 | 10 |
| 流动资产合计 | 97 | 589 | 440 | 551 | 管理费用 | 13 | 16 | 18 | 25 |
| 固定资产 | 190 | 182 | 317 | 346 | 财务费用 | 5 | 10 | (0) | 4 |
| 无形资产及其他 | 16 | 17 | 18 | 18 | 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值及公允价值变动 | (0) | (1) | (1) | (1) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 305 | 790 | 776 | 917 | 营业利润 | 20 | 31 | 66 | 100 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 64 | 68 | 40 | 50 | 营业外净收支 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付款项 | 19 | 23 | 37 | 56 | 利润总额 | 22 | 33 | 68 | 102 |
| 其他流动负债 | 4 | 4 | 6 | 9 | 所得税费用 | 3 | 6 | 12 | 18 |
| 流动负债合计 | 88 | 94 | 83 | 115 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 100 | 110 | 120 | 170 | 归属于母公司净利润 | 19 | 27 | 56 | 83 |
| 其他长期负债 | 3 | (48) | (99) | (99) | | | | | |
| 长期负债合计 | 103 | 62 | 21 | 71 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 191 | 156 | 104 | 186 | 净利润 | 19 | 27 | 56 | 83 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 115 | 633 | 672 | 731 | 折旧摊销 | 12 | 20 | 24 | 30 |
| 负债和股东权益总计 | 305 | 790 | 776 | 917 | 公允价值变动损失 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| | | | | | 财务费用 | 5 | 10 | (0) | 4 |
| | | | | | 营运资本变动 | (48) | (83) | (103) | (72) |
| | | | | | 其它 | (0) | 0 | (0) | (0) |
| | | | | | 经营活动现金流 | (16) | (36) | (22) | 43 |
| | | | | | 资本开支 | (34) | (13) | (161) | (61) |
| | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (31) | (13) | (161) | (61) |
| | | | | | 权益性融资 | 0 | 500 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 25 | 10 | 10 | 50 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (9) | (8) | (17) | (25) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 5 | 4 | (28) | 10 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 38 | 506 | (35) | 35 |
| | | | | | 现金净变动 | (10) | 457 | (218) | 17 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 27 | 17 | 474 | 257 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 17 | 474 | 257 | 274 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (49) | (42) | (185) | (17) |
| | | | | | 权益自由现金流 | (19) | (36) | (203) | 40 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|-----------------|--------------------|----------------|---------------|--------------|--------------------|
| 宏观 | | 策略 | | 交通运输 | |
| 周炳林 | 0755-82130638 | 黄学军 | 021-60933142 | 郑武 | 0755-82130422 |
| 林松立 | 010-66026312 | 闫莉 | 010-88005316 | 陈建生 | 0755-82133766 |
| 崔嵘 | 021-60933159 | | | 岳鑫 | 0755-82130432 |
| 吴土金 | 0755-82130833-1332 | | | 高健 | 0755-82130678 |
| 银行 | | 房地产 | | 机械 | |
| 邱志承 | 021-60875167 | 方焱 | 0755-82130648 | 余爱斌 | 0755-82133400 |
| 黄飙 | 0755-82133476 | 区瑞明 | 0755-82130678 | 陈玲珍 | 0755-82130646 |
| 谈焯 | 010-66025229 | 黄道立 | 0755-82133397 | 杨森 | 0755-82133343 |
| 汽车及零配件 | | 钢铁 | | 商业贸易 | |
| 李君 | 021-60933156 | 郑东 | 010-66025270 | 孙菲菲 | 0755-82130722 |
| 左涛 | 021-60933164 | 秦波 | 010-66026317 | 祝彬 | 0755-82131528 |
| | | | | 田惠蓝 | 0755-82133263 |
| | | | | 吴美玉 | 010-66026319 |
| 基础化工 | | 医药 | | 石油与石化 | |
| 张栋梁 | 0755-82130532 | 贺平鸽 | 0755-82133396 | 严蓓娜 | 021-60933165 |
| 陈爱华 | 0755-82133397 | 丁丹 | 0755-82139908 | | |
| 邱斌 | 0755-82130532 | 陈栋 | 021-60933147 | | |
| 罗洋 | 0755-82150633 | 杜佐远 | 0755-82130473 | | |
| 电力设备与新能源 | | 传媒 | | 有色金属 | |
| 皮家银 | 021-60933160 | 陈财茂 | 021-60933163 | 彭波 | 0755-82133909 |
| | | | | 谢鸿鹤 | 0755-82130646 |
| 电力与公用事业 | | 非银行金融 | | 通信 | |
| 徐颖真 | 021-60875162 | 邵子钦 | 0755-82130468 | 严平 | 021-60875165 |
| 谢达成 | 021-60933161 | 田良 | 0755-82130513 | 程峰 | 021-60933167 |
| | | 童成敦 | 0755-82130513 | | |
| 造纸 | | 家电 | | 计算机 | |
| 李世新 | 0755-82130565 | 王念春 | 0755-82130407 | 段迎晟 | 0755-82130761 |
| 邵达 | 0755-82130706 | 黄海培 | 021-60933150 | | |
| 电子元器件 | | 纺织服装 | | 农业 | |
| 段迎晟 | 0755-82130761 | 方军平 | 021-60933158 | 张如 | 021-60933151 |
| 黄磊 | 0755-82151833 | | | | |
| 高耀华 | 0755-82130771 | | | | |
| 旅游 | | 食品饮料 | | 建材 | |
| 陈财茂 | 021-60933163 | 黄茂 | 0755-82138922 | 杨昕 | 021-60933168 |
| 煤炭 | | 建筑 | | 新兴产业 | |
| | | 邱波 | 0755-82133390 | 陈健 | 010-66022025 |
| | | 李遵庆 | 0755-82133055 | 李筱筠 | 010-66026326 |
| 固定收益 | | 指数与产品设计 | | 投资基金 | |
| 李怀定 | 021-60933152 | 焦健 | 0755-82133928 | 杨涛 | 0755-82133339 |
| 高宇 | 0755-82133538 | 王军清 | 0755-82133297 | 刘舒宇 | 0755-82133568 |
| 侯慧梯 | 021-60875161 | 彭甘霖 | 0755-82133259 | 康亢 | 010-66026337 |
| 张旭 | 010-66026340 | 阳瑾 | 0755-82133538 | 刘洋 | 0755-82150566 |
| 蔺晓熠 | 021-60933146 | 周琦 | 0755-82133568 | 李腾 | 0755-82130833-6223 |
| 刘子宁 | 021-60933145 | 赵学昂 | 0755-66025232 | | |
| | | 邓岳 | 0755-82150533 | | |
| 量化投资 | | 交易策略 | | | |
| 葛新元 | 0755-82133332 | 戴军 | 0755-82133129 | | |
| 董艺婷 | 021-60933155 | 秦国文 | 0755-82133528 | | |
| 林晓明 | 0755-25472656 | 徐左乾 | 0755-82133090 | | |
| 赵斯尘 | 021-60875174 | 黄志文 | 0755-82133928 | | |
| 程景佳 | 010-88005326 | | | | |
| 郑云 | 021-60875163 | | | | |
| 毛甜 | 021-60933154 | | | | |

国信证券机构销售团队

| 华北区 (机构销售一部) | | 华东区 (机构销售二部) | | 华南区 (机构销售三部) | |
|--------------|---|--------------|--|--------------|--|
| 王立法 | 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn | 盛建平 | 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn | 魏宁 | 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn |
| 王晓建 | 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn | 马小丹 | 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn |
| 焦戢 | 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn | 郑毅 | 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn | 林莉 | 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn |
| 徐文琪 | 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn | 黄胜蓝 | 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn | 王昊文 | 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn |
| 李文英 | 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn | 刘塑 | 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn | 甘墨 | 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | 叶琳菲 | 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn | 段莉娟 | 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn |
| 原祎 | 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn | 孔华强 | 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn | 徐冉 | 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn |
| | | | | 严小燕 | 13590436977 yanxy@guosen.com.cn |
| | | | | 赵晓曦 | 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn |
| | | | | 温馨 | 13612901872 wenxin@guosen.com.cn |