

秀强股份(300160.) 玻璃行业

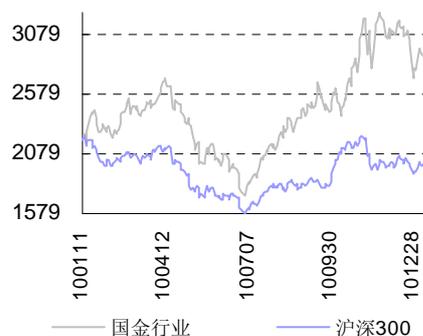
新股研究

巩固家电玻璃优势，挺进光伏玻璃市场

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	35.00
发行A股数量(百万股)	23.40
总股本(百万股)	93.40
国金玻璃指数	2895.01
沪深300指数	3166.62



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.529	0.638	0.616	0.951	1.208
每股净资产(元)	6.01	2.55	11.12	11.99	13.19
每股经营性现金流(元)	3.50	0.50	1.23	1.27	1.73
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	23.81	63.00	63.00	63.00	63.00
净利润增长率(%)	75.03%	20.70%	28.78%	54.47%	26.99%
净资产收益率(%)	26.18%	25.05%	5.54%	7.94%	9.16%
总股本(百万股)	70.00	70.00	93.40	93.40	93.40

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主营产品包括家电玻璃、太阳能玻璃、建筑玻璃三大类，其中家电玻璃的市场占有率在30%以上，是行业龙头企业，而太阳能玻璃业务将成为公司下一步发展的重点。
- 公司在家电玻璃领域具有明显品牌和技术优势，由于下游家电行业集中度高，品牌企业占据绝大部分市场份额，其对于家电玻璃品质的高要求构成了行业特有的进入壁垒，我们预计在消费升级背景下，高端家电的快速发展将有效拉动包括彩晶玻璃在内的中高端家电玻璃需求增长，未来公司在家电玻璃领域的优势地位将更趋巩固。
- 光伏产业未来面临广阔发展前景，其中薄膜电池由于转化率及成本方面存在更大改善空间，未来需求有望实现持续高速增长。TCO导电膜玻璃作为薄膜电池的必备部件，其发展前景同样可观。公司作为国内少数掌握TCO导电膜玻璃生产技术的企业，将在未来光伏盛宴中培育出自己新的利润增长点。
- 我们预测2010-2012年，公司归属母公司净利润分别为0.58、0.89、1.13亿元，同比增长28.8%、54.5%、27.0%。按照发行2340万股本，即按照总股本9340万股计算，全面摊薄后EPS分别为0.616元、0.951元、1.208元。
- 参照目前创业板股估值水平，并考虑到公司目前家电行业龙头地位及太阳能玻璃业务未来发展前景，我们给予公司2011年35-40倍PE，对应公司的合理估值区间为33.3-38元/股。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司是深加工玻璃领域的优质企业	4
公司家电玻璃优势地位明显，太阳能玻璃发展势头良好	4
公司股权结构及本次发行情况	4
公司在家电玻璃业务上的优势地位将进一步强化	5
公司是家电玻璃领域的绝对龙头	5
未来高端家电市场快速增长，利于公司产品升级换代	7
凭借品牌和技术优势，未来公司家电玻璃将稳定增长	8
太阳能玻璃业务将成为公司未来新的利润增长点	9
光伏产业面临广阔发展空间	9
薄膜电池增长潜力巨大	11
TCO 导电膜玻璃业务是公司未来主要利润增长点	13
募投项目情况	14
盈利预测与说明	15
股票估值与定价	15
风险提示	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：报告期内公司主营产品收入情况 (百万元)	4
图表 2：报告期内公司主营产品毛利情况 (百万元)	4
图表 3：公司主营业务模式介绍	4
图表 4：本次发行前公司股权结构图	5
图表 5：本次发行前后公司股本变化情况	5
图表 6：公司冰箱彩晶面板产品展示	6
图表 7：彩晶玻璃近年来快速发展为公司的核心产品	6
图表 8：公司层架及盖板玻璃产品展示	7
图表 9：今年上半年公司冰箱层架玻璃对主要客户占有率	7
图表 10：今年上半年公司彩晶玻璃对主要客户占有率	7
图表 11：2010-2012 空调、冰箱的内需量测算	8
图表 12：高端白电销量占市场比重逐步提高	8
图表 13：高端白电销售金额占市场比重逐步提高	8
图表 14：公司在层架玻璃市场品牌优势显著	9
图表 15：公司在彩晶玻璃市场品牌优势显著	9

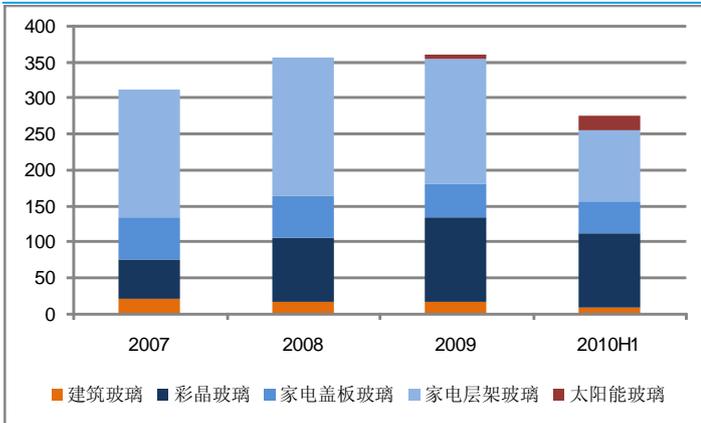
图表 16: 全球一次能源消费趋势	10
图表 17: 2010 年重归增长, 未来三年复合增速超过 40%	10
图表 18: 我国太阳能电池产量迅速跃居世界首位	11
图表 19: 太阳能电池分类介绍	11
图表 20: 薄膜太阳能电池转化效率上升空间更大	12
图表 21: 薄膜电池的成本下降空间更大	12
图表 22: 三种 TCO 导电膜玻璃比较	13
图表 23: 目前国内 TCO 导电膜玻璃产能情况	14
图表 24: 公司募投项目情况	15

公司是深加工玻璃领域的优质企业

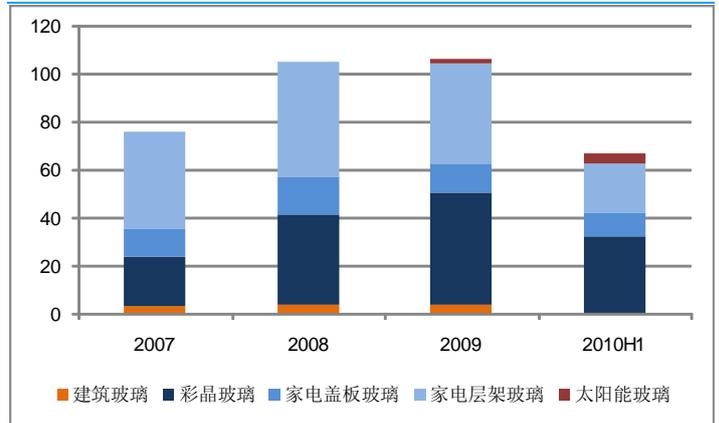
公司家电玻璃优势地位明显，太阳能玻璃发展势头良好

- 公司主营产品包括家电玻璃、太阳能玻璃、建筑玻璃三大类，其中家电玻璃（含层架玻璃、盖板玻璃和彩晶玻璃）为公司收入主要来源，近年来发展势头强劲，而太阳能玻璃将成为公司下一步发展的重点。

图表1: 报告期内公司主营产品收入情况 (百万元)



图表2: 报告期内公司主营产品毛利情况 (百万元)



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司主营业务模式介绍

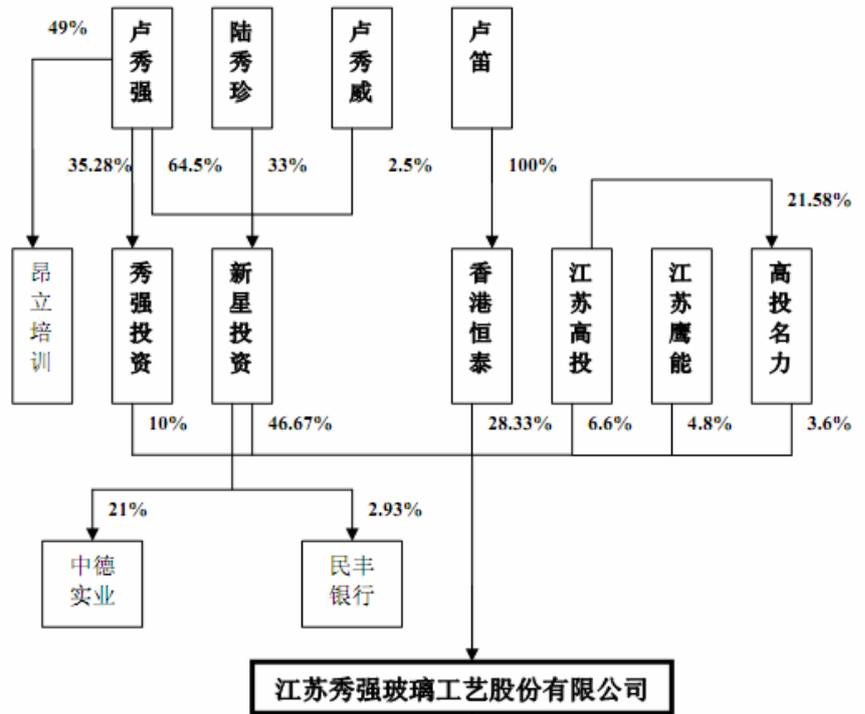
业务系列	具体产品	目标市场行业	目标市场区域	目标客户	业务形式
家电玻璃	层架玻璃	家用电器	境内、境外	冰箱、冰柜、微波炉、烤箱、洗衣机、酒柜等厂商	按客户订单组织生产
	盖板玻璃	家用电器			
	彩晶玻璃	家用电器 建筑家居 艺术装饰		冰柜、冰箱、空调家居、热水器、酒柜等厂商	研发各色各系样件，由客户点单定样，按订单组织生产
太阳能玻璃	增透晶体硅太阳能电池封装玻璃	新能源	境内、境外	晶体硅太阳能电池生产商	按客户订单组织生产
	TCO导电膜玻璃			非晶硅薄膜太阳能电池生产商	按生产、销售计划组织生产、开发市场
建筑玻璃	中空玻璃	建筑	境内	建筑商	对外销售
	夹胶玻璃		境内		对外销售
	钢化玻璃		境内、境外		按客户订单组织生产

来源: 国金证券研究所

公司股权结构及本次发行情况

- 公司的股权结构情况如下表。

图表4: 本次发行前公司股权结构图



来源: 国金证券研究所

- 发行前公司总股本为 7000 万股，本次拟发行 2340 万股普通股，发行后公司总股本 9340 万股。

图表5: 本次发行前后公司股本变化情况

股东名称	股东性质	发行前		发行后	
		股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
新星投资	一般法人	3266.87	46.67	3266.87	34.98
香港恒泰	境外法人	1983.13	28.33	1983.13	21.23
秀强投资	一般法人	700.00	10.00	700.00	7.49
江苏高投	国有法人	462.00	6.60	462.00	2.44
江苏鹰能	一般法人	336.00	4.80	336.00	3.60
高投名力	一般法人	252.00	3.60	252.00	2.70
社保基金	国有法人	-	-	234.00	2.51
社会公众	-	-	-	2340.00	25.05

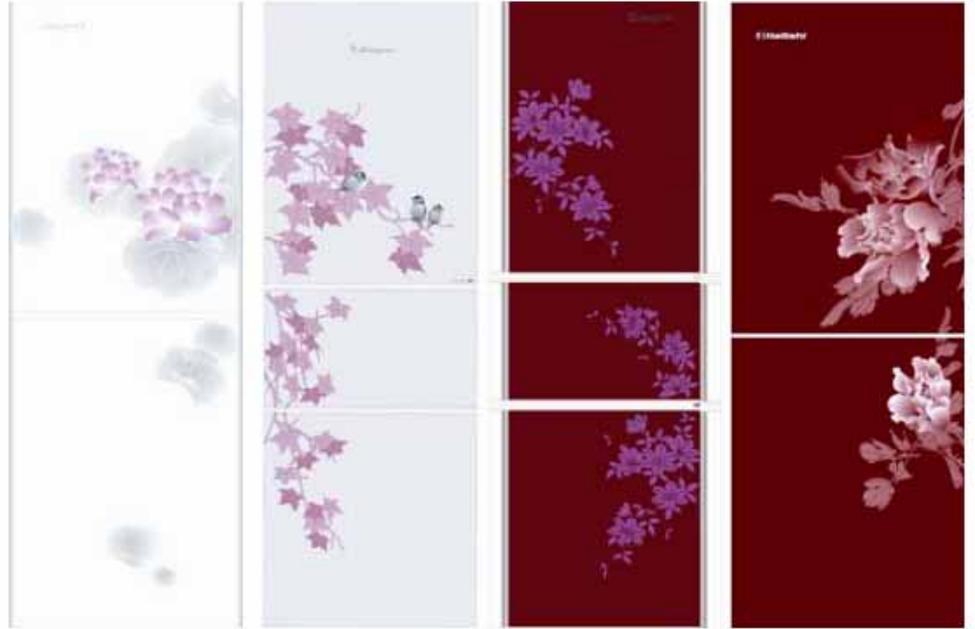
来源: 国金证券研究所

公司在家电玻璃业务上的优势地位将进一步强化

公司是家电玻璃领域的绝对龙头

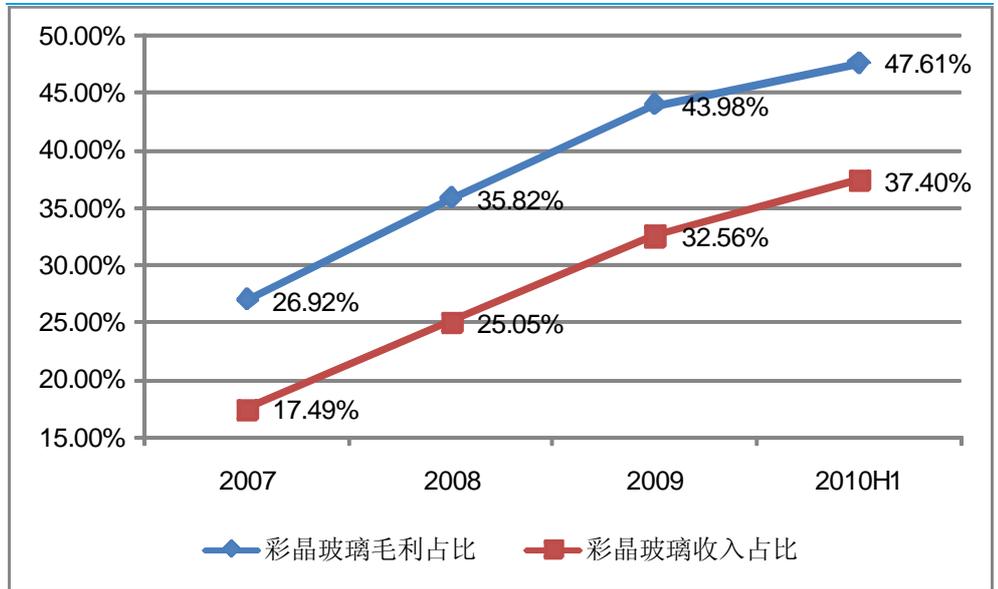
- 公司家电玻璃业务包含彩晶玻璃、层架及盖板玻璃两大类，其中：
 - 彩晶玻璃主要用于装饰冰箱、空调面板，是公司近几年盈利增长势头最好的产品；

图表6: 公司冰箱彩晶面板产品展示



来源：国金证券研究所

图表7: 彩晶玻璃近年来快速发展为公司的核心产品



来源：国金证券研究所

- 层架玻璃是一种专用于冰箱的防碰撞、防滑落、防磨损的玻璃隔层，盖板玻璃可作为微波炉、烘箱、洗衣机、冰箱等家用电器的面板玻璃，这两类产品近几年保持稳定发展水平。

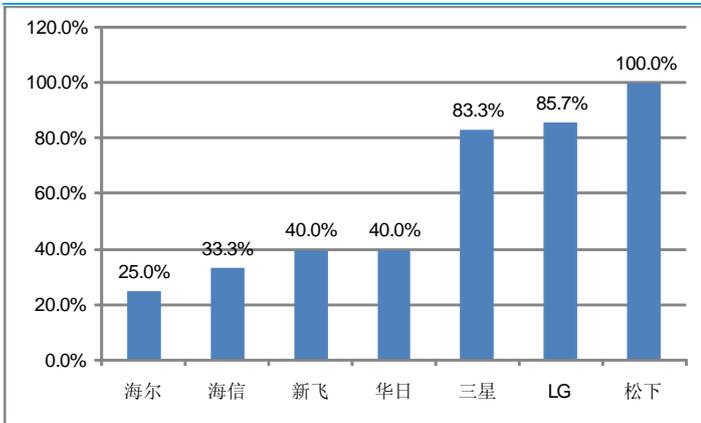
图表8: 公司层架及盖板玻璃产品展示



来源: 国金证券研究所

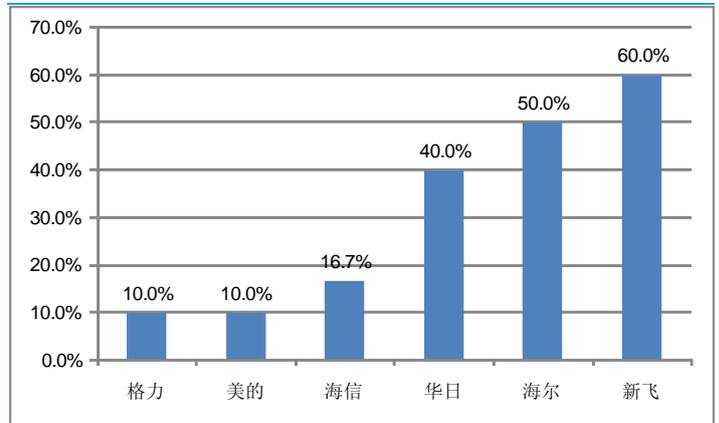
- 从市场占有率角度, 根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会统计, 公司 2009 年层架/盖板玻璃的市场占有率为 31.7%, 彩晶玻璃为 38.33%, 排名第一, 公司在家电玻璃市场领域处于龙头地位。

图表9: 今年上半年公司冰箱层架玻璃对主要客户占有率



来源: 国金证券研究所

图表10: 今年上半年公司彩晶玻璃对主要客户占有率



未来高端家电市场快速增长, 利于公司产品升级换代

- 由于家电玻璃的下游需求来自于空调、冰箱等家电产品, 家电玻璃行业景气度与家电关系密切, 故有必要就家电行业需求情况进行分析:
- 根据国金家电研究小组的预测结果, 未来家电行业仍将保持稳定增长局面, 但增长速度将有所放缓。
 - 预计 2010-2012 年空调内销量分别为 4850 万台、5378 万台和 5819 万台, 同比增速分别为 29.2%、10.9%和 8.2%;
 - 预计 2010-2012 年冰箱内销量分别为 4959 万台、5145 万台和 5226 万台, 同比增速分别为 26.2%、3.7%和 1.6%;

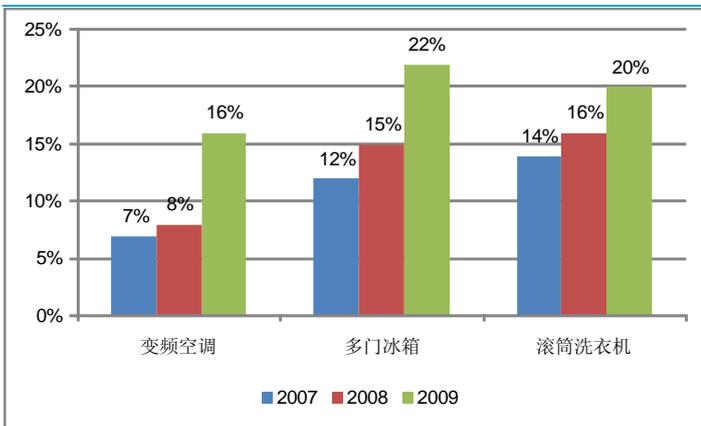
图表11: 2010-2012 空调、冰箱的内需量测算

家电需求增速测算		内销市场容量结构(万台)			内需容量合计 (万台)
		刚性需求	消费补贴贡献	购房增长贡献	
空调	2009回归	3492	100	163	3755
	2010E	4271	400	179	4850
	10E/09 YOY				29.20%
	2011E	5228	150	0	5378
	11E/10E YOY				10.90%
	2012E	5819	0	0	5819
	12E/11E YOY				8.20%
冰箱	2009回归	3298	486	146	3930
	2010E	4398	400	161	4959
	10E/09 YOY				26.20%
	2011E	4745	400	0	5145
	11E/10E YOY				3.70%
	2012E	4926	300	0	5226
	12E/11E YOY				1.60%

来源: 国金证券研究所

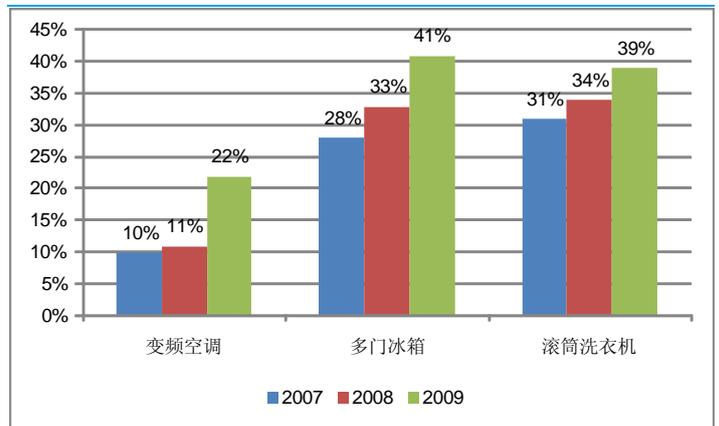
- 尽管未来空调、冰箱等家电产品的增速将有所放缓, 但值得注意的是, 在消费升级大背景下, 未来高档家电市场份额有望逐步提高, 这将对中高档家电玻璃市场需求构成直接拉动作用。

图表12: 高端白电销量占市场比重逐步提高



来源: 国金证券研究所

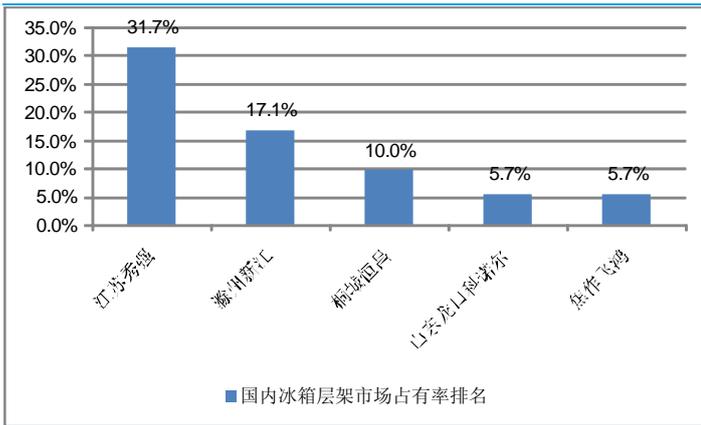
图表13: 高端白电销售金额占市场比重逐步提高



凭借品牌和技术优势, 未来公司家电玻璃将稳定增长

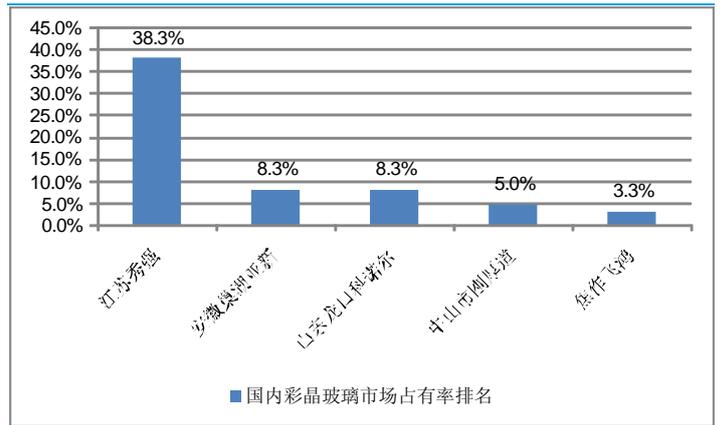
- 一方面, 目前家电行业市场集中度较高, 品牌企业占据主导地位, 这决定了要想成为主要品牌家电的供应商, 需要具备较高的品牌认知度, 这便构成了行业的品牌壁垒。公司凭借当前形成的品牌优势, 将牢牢把握住下游客户资源。

图表14: 公司在层架玻璃市场品牌优势显著



来源: 国金证券研究所

图表15: 公司在彩晶玻璃市场品牌优势显著



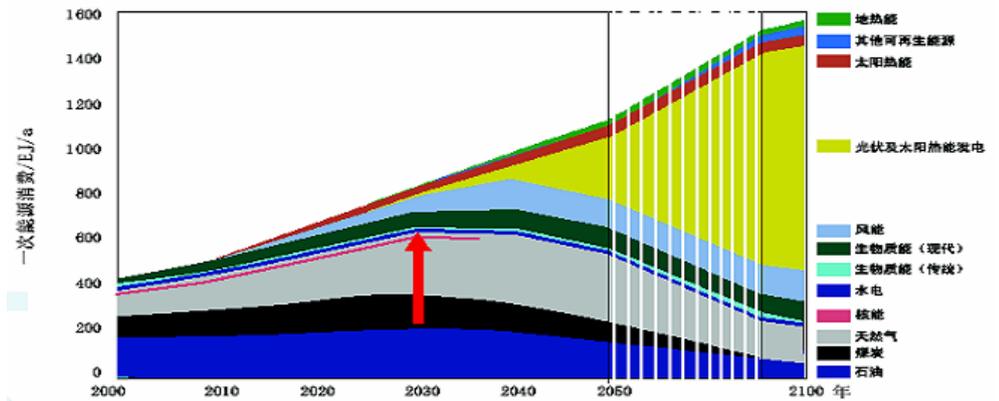
- 另一方面, 公司在家电玻璃领域拥有独到自主技术优势, 这是公司能够保持市场占有率领先的关键因素。
 - 在彩晶玻璃技术领域, 公司掌握有内弧印刷彩晶玻璃生产方法和油墨配置方法, 该方法以弧面玻璃为基底, 在其内弧表面丝印彩色油墨, 在丝印彩色油墨的表层上设有一层底色油墨, 制得产品具有外观新颖、色彩时尚等效果;
 - 在层架/盖板玻璃技术领域, 公司拥有整体注塑边框玻璃层架制作技术和弧弯钢化镀膜周边注塑玻璃生产技术, 使产品具有耐酸碱、热辐射低、抗紫外线、密封性能、隔热效果好等优点。

太阳能玻璃业务将成为公司未来新的利润增长点

光伏产业面临广阔发展空间

- 太阳能是永续利用的清洁能源: 一方面, 常规能源的有限性使得人们对于再生能源的需求越发迫切; 另一方面, 太阳能作为一种无污染、廉价、人类可自由利用的能源, 显示出其在未来巨大发展潜力。
- 根据欧盟联合研究中心预测, 未来 100 年, 太阳能将成为未来主要的能源方式。

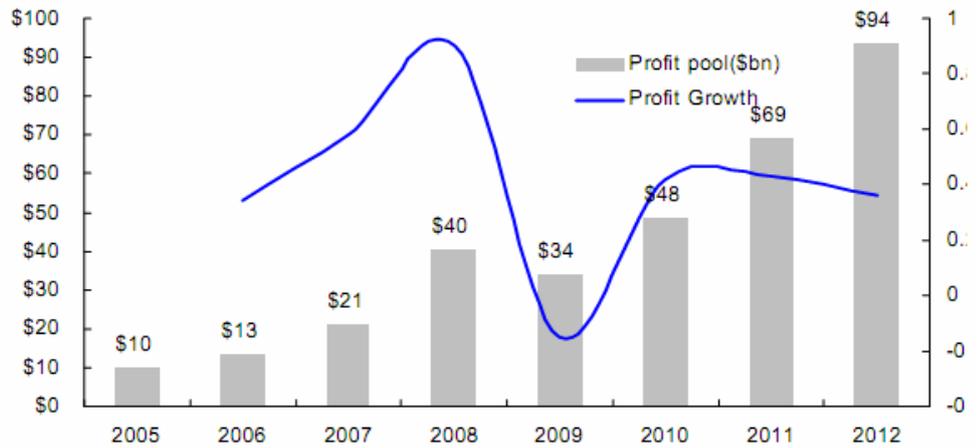
图表16: 全球一次能源消费趋势



来源: 欧盟联合研究中心、国金证券研究所

- 太阳能发电产业包括太阳能光伏发电和太阳能热发电，其中以太阳能光伏发电为主。
- 我们以“全球电池组件出货量*年度平均组件价格”的公式来衡量整个太阳能行业收入规模的变化；根据测算 2009 年，由于出货量的萎靡和售价的下降，行业收入规模下降 7.5%，这是自 2004 年此次太阳能景气开始后五年来第一次出现全行业收入总规模的下降；
- 但自 2010 年起未来三年复合增速超过 40%：一方面是欧美信贷市场的恢复和补贴政策的逐渐落实推动全球光伏出货量的增加；另一方面，压缩多晶硅行业利润带来的价格下降趋势已经基本结束，未来组件价格下降更多是成本下降带动的；
- 预计到 2010 年全球市场规模更将增至 480 亿美元。

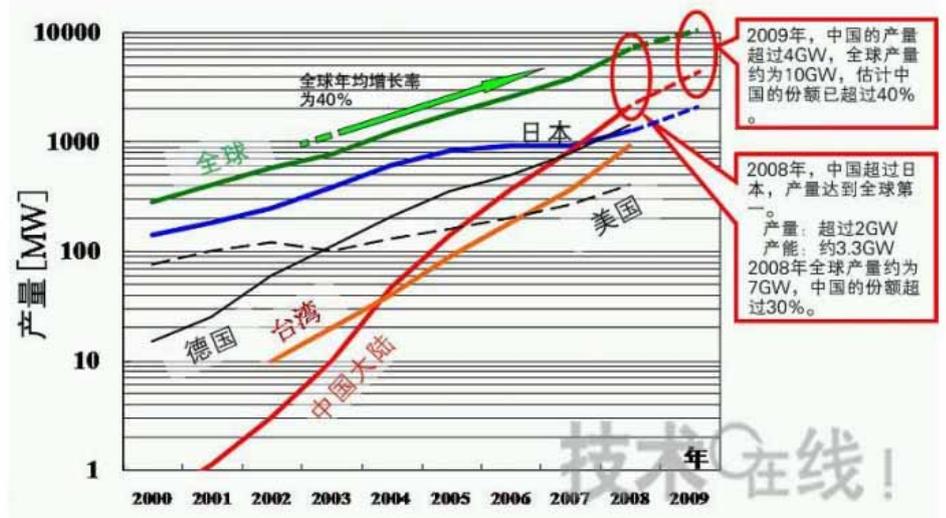
图表17: 2010 年重归增长，未来三年复合增速超过 40%



来源: 国金证券研究所

- 在此过程中，我国太阳能电池产能飞速增长：2008 年中国的太阳能电池产能约为 3.3GW，产量超过了 2GW。而这一年的全球产量约为 7GW，因此中国的份额超过了 30%；2009 年全球及中国的太阳能电池正式产量估计已经达到了 4.3GW；而估计全球产量会达到 10GW 左右中国所占的全球份额已达到 4 成。

图表18: 我国太阳能电池产量迅速跃居世界首位



来源: 上市公司公告、国金证券研究所

薄膜电池增长潜力巨大

- 光伏太阳能技术包括晶体硅太阳能电池、薄膜电池、聚光光热发电(CSP)等, 具体比较如下表所示:

图表19: 太阳能电池分类介绍

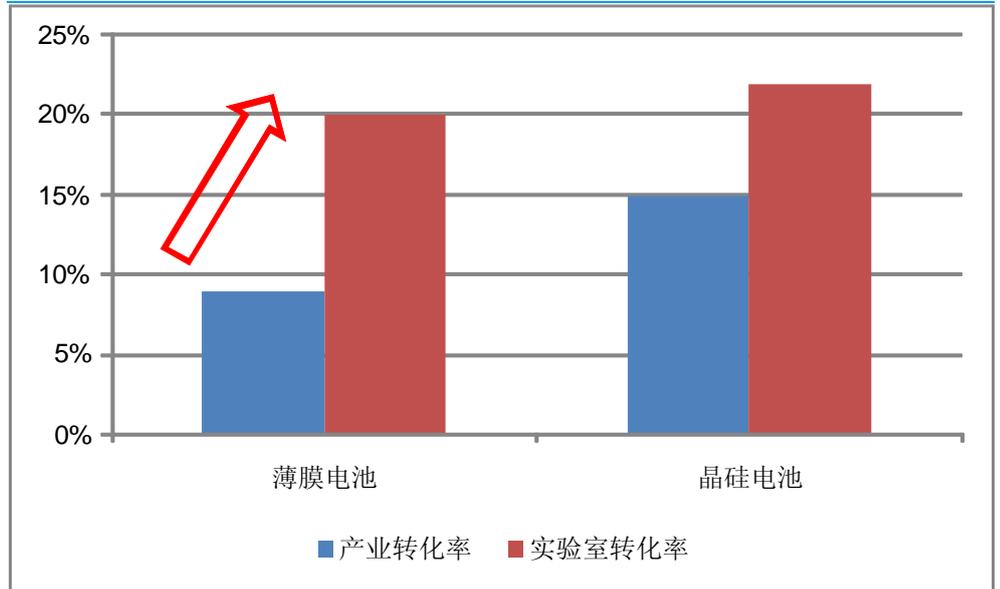
技术路线	转换	转换效率			主要原材料	产业化现状
		实验	批量	2010E		
晶体硅电池	单晶硅	25.0%	16%-20%	18%-22%	高纯硅料、玻璃, 资源丰富	已商业化量产, 我国拥有完善的产业链和国际领先企业
	多晶硅	20.3%	14%-16%	16%-18%	高纯硅料、玻璃, 资源丰富	
薄膜电池	非晶硅	13.0%	6%-8%	8%-10%	硅烷、玻璃, 资源丰富	逐步商业化量产, 国内企业大规模介入, 设备及高纯原料为国外厂商垄断
	CIGS	19.2%	8%-11%	10%-12%	铟(In)储量不足, 限制了行业规模	正逐步量产, 国内企业少量介入
	CdTe	16.5%	8%-16%	9%-15%	镉(Gd)为有毒金属, 需要回收	已商业化量产, 整条产业链为国外公司垄断, 国内公司未涉足
聚光发电	GaAs	41%	20%-30%	25%-35%	GaAs 价格昂贵, 聚光精度是瓶颈	少量商业化试点, 国内零星介入
	CSP	-	14%-32%	15%-33%	玻璃、铝、钢、铜, 资源丰富	西班牙和美国大规模发展, 其它国家仅有零星试点

来源: 国金证券研究所

- 虽然目前晶硅太阳能电池仍是主流(约占85%市场份额), 但是薄膜太阳能电池仍具备长期竞争优势, 未来发展空间依然巨大:

- 从技术角度讲，薄膜电池目前的转化率普遍在 8~10%之间，但实验室转化率在 20%左右，因此理论上薄膜电池的转换率有一倍的提高空间；而晶硅电池提升空间在 40%左右，薄膜电池优势更明显；

图表20: 薄膜太阳能电池转化效率上升空间更大



来源：国金证券研究所

- 从产业角度讲，晶硅的产业链相对成熟，原材料与设备各个环节的利润也保持在相对合理的水平，在多晶硅价格稳定之后，不存在急速下跌的可能；
- 薄膜电池成本下降的空间更大，从技术、行业成熟度、供应链等方面都有更大的改善空间：
 - 薄膜电池设备接近专业设备，价格高昂，从目前看其设备单位价格是晶硅的四五倍甚至更高，设备商的利润空间很高，存在下降空间；
 - 从供应链看，薄膜电池产业链也处于新建过程中，部分原材料，尤其是特种原材料仍是暴利行业，但随着用量扩大，参与者增加，其价格也在逐渐下降的过程中，这也将降低薄膜电池的成本。

图表21: 薄膜电池的成本下降空间更大



来源：FSLR、国金证券研究所

TCO 导电膜玻璃业务是公司未来主要利润增长点

- TCO 导电膜玻璃作为薄膜太阳能电池前电极，是其必不可少的一部分，在薄膜太阳能电池中起到导电电极与透射阳光的双重作用。
- 薄膜太阳能电池要求透明电极具有极低的光损失、高透过率和高电导率，并且在氢等离子体轰击下保持较好的化学稳定性。
- 目前应用广泛的三种 TCO 导电膜玻璃为 ITO 玻璃、FTO 玻璃、AZO 玻璃：
 - ITO 镀膜玻璃是一种非常成熟的 TCO 导电膜玻璃产品，现主要应用于电器显示屏；
 - 目前用于薄膜太阳能电池的 TCO 导电膜玻璃主要指 FTO、AZO 镀膜玻璃，FTO 镀膜玻璃由于导电性不及 AZO，未来发展前景需要观察；
 - AZO 镀膜玻璃的电阻率和光透性都优于 FTO，且原料丰富，稳定性好，未来有望成为薄膜太阳能电池的主流产品。

图表22：三种 TCO 导电膜玻璃比较

项目	ITO玻璃	FTO玻璃	AZO玻璃
导电膜材料	掺锡的氧化铟In2O3:Sn 稀有元素铟稀缺	掺氟的氧化锡SnO2:F (锑的氧化锡SnO2:Sb) 原材料不稀缺	掺铝的氧化锌ZnO:Al 原料不稀缺
性能	导电性能在目前是最好的， 生产成本较高，容易被氧化	很好的绒面结构	有很好的透光性、导电性，性能较好
生产工艺	磁控溅射（PVD）	化学气相沉积法（CVD）	磁控溅射（PVD）
发展阶段	成功量产	成功量产	试生产阶段
主要应用领域	目前主流是电器显示屏	非晶硅薄膜电池	非晶/微晶硅薄膜电池、 多结非晶/微晶硅薄膜电 池、薄膜电池前电极

来源：国金证券研究所

- TCO 导电膜玻璃是目前仅日本和美国的几家公司能规模化生产该产品，主要有日本板硝子（NSG）公司、美国的道森国际（DAWNSON INTERNATIONAL）和美国 AFG 玻璃集团等。
- 国内仅少数几家企业能够生产 TCO 导电膜玻璃，但技术尚不成熟，未来掌握核心技术的企业将获得抢占市场的先机。

图表23: 目前国内 TCO 导电膜玻璃产能情况

公司名称	年产能	投资金额	备注
中国南玻集团股份有限公司	46	8,600万元	2009年中期完成项目基本建设,现处于试生产阶段,预计投产时间为2010年底
	252	3.5亿元	共4条生产线,预计一期年产能126万平方米的两条生产线2011年初可以量产,二期同样规模的两条生产线于2012年初建成
信义玻璃控股有限公司	68	1 亿港元	国外引进设备和生产线,2009年9月投入生产
	275		第二条生产线将在2010年下半年投产
中国科技发展集团有限公司	8万片		国外引进设备和生产线,首条生产线于2008年9月投产,并将陆续引进60条生产线
中国建筑材料集团有限公司	100		总投资 15 亿元,建设非晶硅电池生产线和非晶硅基板TCO生产线两个项目
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	30		试生产已经完成,2010年开始量产
北京东方华冕科技有限公司	30		只有一条线投产,另外两条线在建设中,完成后,产能达90万平方米/年
威海蓝星玻璃股份有限公司	400		和杭州蓝星新材料技术有限公司、浙江大学联合研发,已完成工业试验

来源: 国金证券研究所

- 公司募投项目 TCO 导电膜玻璃项目即属于 AZO 镀膜玻璃,结合上述分析,我们看好该项业务未来的发展前景。
 - 目前公司已经建设了一条年产 30 万平方米生产线并试产,产品经国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检测中心检测达标,已陆续送样给客户试用;
 - 公司计划 2012 年底前 TCO 导电膜玻璃产能达到 210 万平方米,同时继续提高产品的各项功能指标,公司该项业务的表现值得期待。
- 增透晶体硅太阳能电池封装玻璃是在超白压延玻璃表面通过湿化学法镀制一层折射率小于玻璃本身折射率的透明薄膜,使镀膜后的玻璃光谱透过率较原片提高 2.5% 以上,从而达到提高光线透过率的目的。
- 国内能够生产增透晶体硅太阳能电池封装玻璃的厂家仅公司与常州亚玛顿股份有限公司,公司已经具备 300 万平方米产能,但较之亚玛顿 1500 万平方米生产规模仍不算大,未来此领域也将呈稳定增长局面。

募投项目情况

- 除玻璃深加工工程技术研究中心项目外,本次募集资金全部应用于主营业务。年产 150 万平方米彩晶玻璃项目、薄膜太阳能电池用 TCO 导电膜玻璃项目均为扩大现有产品产能或新建技术升级型产品。

图表24: 公司募投项目情况

	项目投资金额 (百万元)	现有产能 (万 m ²)	募投资能 (万 m ²)	募投项目投产后 总产能 (万 m ²)
年产150万平方米彩晶玻璃项目	40	130	150	280
薄膜太阳能电池用TCO导电膜玻璃项目	100	30	80	80
玻璃深加工工程技术研究中心项目	40	-	-	-

来源: 国金证券研究所

盈利预测与说明

- 根据公司分产品运营情况, 我们假定 2010~2012 年公司毛利率分别为 24.9%、25.5%、26.2%;
- 我们假设 2010~2012 年公司营业费用率分别为 6.5%、6.5%、6.5%; 管理费用率为 7.0%、7.0%、7.0%;
- 未来按照 15% 的税率征收所得税;
- 基于以上假设, 我们得出:
 - 2010~2012 年, 公司实现营业收入分别为 6.02、7.38、9.34 亿元, 同比增长 63.9%、22.6%、26.6%;
 - 我们预测 2010~2012 年, 公司归属母公司净利润分别为 0.58、0.89、1.13 亿元, 同比增长 28.8%、54.5%、27.0%。按照发行 2340 万股本, 即按照总股本 9340 万股计算, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.616 元、0.951 元、1.208 元。

股票估值与定价

- 参照目前创业板股估值水平, 并考虑到公司目前家电行业龙头地位及太阳能玻璃业务未来发展前景, 我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE, 对应公司的合理估值区间为 33.3-38 元/股。

风险提示

- 原材料平板玻璃及超白玻璃价格波动风险;
- 竞争对手扩产导致竞争加剧、价格下降的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	324	365	367	602	738	934
增长率		12.6%	0.6%	63.9%	22.6%	26.6%
主营业务成本	-243	-255	-257	-452	-550	-689
%销售收入	75.1%	69.9%	69.9%	75.1%	74.5%	73.8%
毛利	81	110	111	150	188	245
%销售收入	24.9%	30.1%	30.1%	24.9%	25.5%	26.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-28	-29	-27	-39	-48	-61
%销售收入	8.7%	7.9%	7.4%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-21	-28	-30	-42	-52	-65
%销售收入	6.5%	7.6%	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	31	53	54	68	89	118
%销售收入	9.6%	14.5%	14.6%	11.4%	12.0%	12.7%
财务费用	-6	-11	-7	-3	13	12
%销售收入	1.8%	2.9%	1.9%	0.5%	-1.8%	-1.3%
资产减值损失	-2	-1	-3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	23	41	44	65	102	130
营业利润率	7.1%	11.3%	12.0%	10.7%	13.8%	13.9%
营业外收支	4	3	8	3	3	3
税前利润	27	45	52	68	105	133
利润率	8.2%	12.2%	14.2%	11.2%	14.2%	14.2%
所得税	-6	-8	-8	-10	-16	-20
所得税率	21.9%	17.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	21	37	45	58	89	113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	21	37	45	58	89	113
净利率	6.5%	10.1%	12.2%	9.6%	12.0%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	21	37	45	58	89	113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	11	15	18	35	55
非经营收益	6	8	4	2	-2	-2
营运资金变动	-21	26	-28	37	-4	-5
经营活动现金净流	14	82	35	115	119	161
资本开支	-43	-41	-68	-100	-266	-147
投资	-17	0	2	-1	0	0
其他	0	0	9	0	0	0
投资活动现金净流	-61	-41	-57	-101	-266	-147
股权募资	0	25	0	803	-8	0
债权募资	65	-24	-2	-71	0	1
其他	-5	-6	-9	-8	-1	-1
筹资活动现金净流	61	-6	-11	725	-10	0
现金净流量	14	36	-34	739	-157	14

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	30	66	45	784	627	641
应收款项	93	62	112	145	177	224
存货	37	36	41	62	75	94
其他流动资产	22	19	18	40	49	61
流动资产	182	183	215	1,031	928	1,020
%总资产	65.0%	57.3%	54.4%	79.6%	65.1%	63.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	79	118	159	233	458	544
%总资产	28.1%	36.8%	40.3%	18.0%	32.2%	33.7%
无形资产	18	18	18	27	37	47
非流动资产	98	136	180	264	498	592
%总资产	35.0%	42.7%	45.6%	20.4%	34.9%	36.7%
资产总计	280	319	395	1,294	1,426	1,613
短期借款	101	77	55	0	0	0
应付款项	87	90	110	213	259	325
其他流动负债	11	11	16	23	28	35
流动负债	199	178	181	235	286	359
长期贷款	0	0	20	20	20	21
其他长期负债	0	0	16	0	0	0
负债	199	178	217	255	306	380
普通股股东权益	80	141	178	1,039	1,119	1,232
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	280	319	395	1,294	1,426	1,613

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.302	0.529	0.638	0.616	0.951	1.208
每股净资产	3.981	6.008	2.548	11.124	11.986	13.194
每股经营现金净流	0.723	3.497	0.501	1.234	1.272	1.726
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.56%	26.18%	25.05%	5.54%	7.94%	9.16%
总资产收益率	7.56%	11.59%	11.30%	4.44%	6.23%	7.00%
投入资本收益率	13.35%	20.06%	18.11%	5.49%	6.61%	8.03%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	12.57%	0.63%	63.92%	22.59%	26.56%
EBIT增长率	N/A	70.21%	1.54%	27.28%	29.46%	33.69%
净利润增长率	N/A	75.03%	20.70%	28.78%	54.47%	26.99%
总资产增长率	N/A	14.16%	23.75%	227.52%	10.15%	13.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.6	54.5	70.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	27.9	52.6	55.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	17.4	32.7	41.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	69.7	108.3	120.4	123.7	207.4	201.2
偿债能力						
净负债/股东权益	88.66%	8.04%	16.93%	-73.53%	-54.23%	-50.30%
EBIT利息保障倍数	5.2	5.0	7.7	25.1	-6.7	-10.1
资产负债率	71.17%	55.73%	54.87%	19.74%	21.49%	23.58%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室