

2011年1月11日

天晟新材 (300169)

全球结构泡沫行业寡头垄断供应商

投资要点:

■ **公司基本情况。**公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售,主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品,公司是江苏省高新技术企业。本次发行前,公司股本为7000万股,吕泽伟、孙剑、吴海宙各持有公司18.998%的股份,合计持有56.994%的股份,为本公司的实际控制人,且是公司的共同创始人。本次拟公开发行社会公众股2350万股,占发行后总股本的25.13%。

■ **公司在行业中的地位。**软质发泡材料由于行业发展时间较长,产品用途非常广泛,目前国内从事此行业企业众多,市场处于充分竞争的状态。公司通过多年的技术创新和市场开拓,市场竞争能力不断增强。目前世界上仅有3家公司掌握了结构泡沫材料的大规模生产技术,公司于2005年涉足该行业,自行开发的Strucell结构泡沫材料是目前国内唯一投入批量生产的该类型新材料产品。2009年进入工业化生产阶段,打破了瑞士AIREX公司和瑞典DIAB公司在国内市场的垄断地位。

■ **主营业务分析。**报告期内公司总体业绩呈增长态势,营业收入逐年增长,主营业务收入占据绝对主体且占比有所提高。产品结构升级是公司综合毛利率水平上升的主要原因,报告期内公司逐步调整产品结构,始终站在行业技术更新的前沿,主要生产高技术含量、高附加值的产品。对软质发泡材料的后加工形成公司盈利的稳定来源,新型结构泡沫材料是进一步提升公司盈利能力的动力。

■ **募投项目分析。**新型结构泡沫生产能力扩建项目预计2011年达产率30%,2012年以后达产率100%,项目完工后,公司将形成年产结构泡沫原板7000吨,配套加工6500吨的产能规模,基本实现生产能力与加工能力匹配。技术中心项目的建设将促进公司进一步巩固其结构泡沫产品的技术优势,也是公司新材料、新产品快速产业化重要保障。募集资金项目建成后公司的效益会有大幅提升。

■ **投资建议。**按发行后的总股本计算,预计公司10-12年的EPS分别为0.55元、0.92元和1.41元。我们选取部分化工新材料上市公司作为可比对象,并考虑到公司在行业中的地位,未来三年将力争成为国际最大的结构泡沫材料供应商之一,我们认为公司对应2011年合理PE为26-31倍,建议询价区间为23.92-28.52元。

■ **风险提示。**关注主要原材料价格波动风险以及宏观经济变动的风险。

分析师:	李寅康
执业证书编号	S0600209100122
联系电话	0512-62938650
邮箱	geb1@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

发行概况

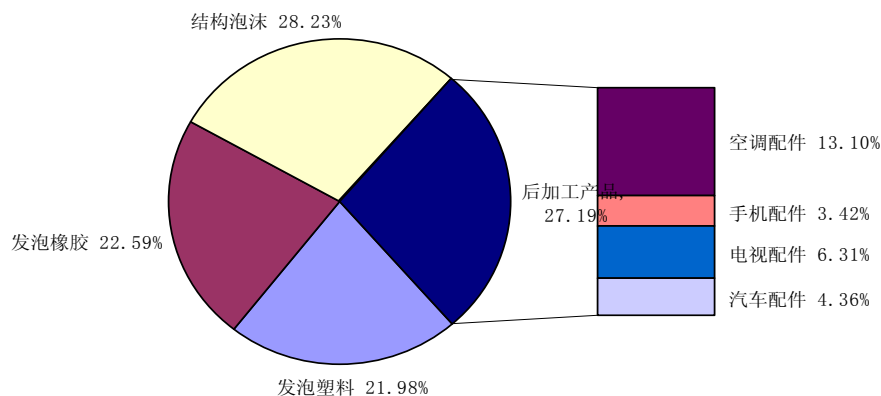
发行量(万股)	2350
总股本(万股)	9350
净资产收益率(%)	18.86
资产负债率(%)	53.30

1. 公司基本情况

公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品。公司是江苏省高新技术企业、税务 A 级纳税等级企业、常州市科技型中小企业、江苏省民营科技企业。公司拥有独立的研发机构和多项高新技术产品，其中公司自主研发的高新技术产品——结构泡沫芯材，已成功跨入风力发电、轨道交通、船舶制造、节能建筑等领域，填补了国内空白，获得了国家火炬计划项目证书。

公司自设立以来，一直致力于高分子发泡材料的研发、生产和销售。公司主营产品可分为软质发泡和结构泡沫两大类，其中软质发泡产品有发泡塑料、发泡橡胶和后加工品三种。公司主营业务突出，2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1-6 月，公司主营收入占比约 97%。2009 年二季度，公司开发的我国首条高分子结构泡沫材料生产线投产，当年实现销售收入 6055.40 万元，年度营收占比 21.37%，2010 年 1-6 月实现销售收入 4694.56 万元，占比 28.23%。

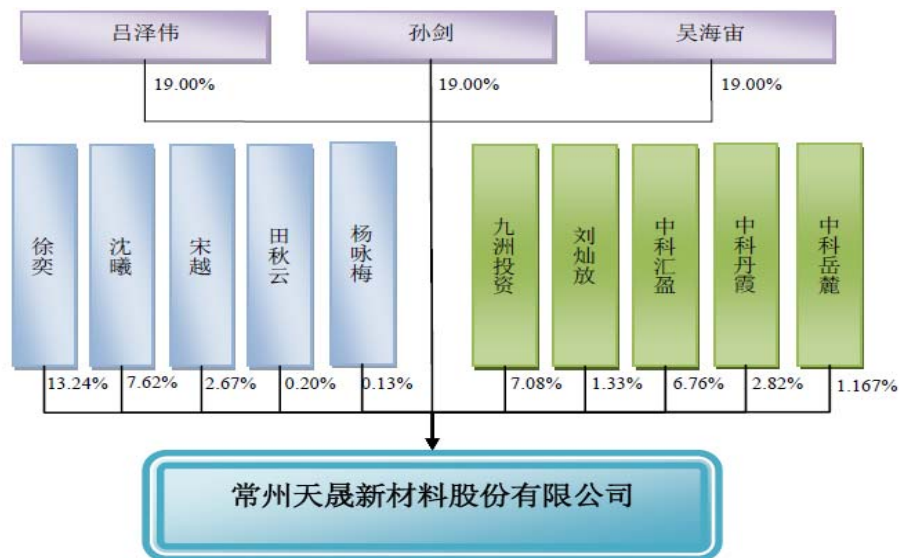
图 1: 2010 年 1-6 月公司主要产品营收占比



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

本次发行前，公司股本为 7000 万股，持有 5% 以上股份的主要股东包括吕泽伟、孙剑、吴海宙、徐奕、沈曦等自然人股东以及九州投资和中科汇盈等法人股东。其中吕泽伟、孙剑、吴海宙各持有公司 18.998% 的股份，合计持有 56.994% 的股份，为本公司的实际控制人，且是公司的共同创始人，三人于 2009 年 11 月 9 日签订了一致行动协议，承诺一致行动。

图 2: 发行人股权结构图



资料来源：招股意向书

本次拟公开发行社会公众股 2350 万股，占发行后总股本的 25.13%。发行后吕泽伟、孙剑和吴海宙各持有公司 14.22% 的股份，合计持有 42.66% 的股份，仍为公司的实际控制人。

表 1: 公司股东结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股 比例	持股数量 (万股)	持股 比例
吕泽伟	1329.89	19.00%	1329.89	14.22%
孙剑	1329.89	19.00%	1329.89	14.22%
吴海宙	1329.89	19.00%	1329.89	14.22%
徐奕等 6 个自然人股东	1762.01	25.17%	1762.01	18.84%
九洲投资等 4 个法人股东	1248.33	17.83%	1248.33	13.35%
社会公众			2350.00	25.13%
合计	7000.00	100.00%	9350.00	100.00%

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

2. 行业概况及公司的发展前景

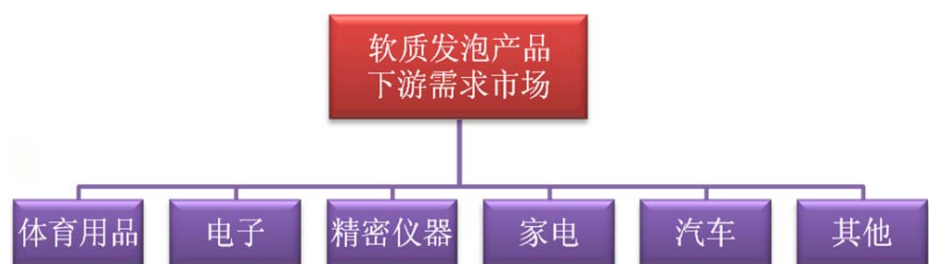
公司主要生产软质发泡材料和结构泡沫材料，属于新材料行业，在国民经济中占有重要地位，是国家产业政策重点鼓励发展

的行业，公司自行开发的 Strucell 结构泡沫材料是目前国内唯一投入批量生产的该类型新材料产品。主要产品软质发泡材料中的发泡塑料和结构泡沫材料的主要原材料为塑料，软质发泡材料中的发泡橡胶的主要原材料为橡胶。

2.1 软质发泡材料

软质发泡材料是由塑料（PE、EVA 等）和橡胶（CR、SBR 等）等原材料，加以催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂等原料通过物理发泡或交联发泡使塑胶材料发泡（开孔或闭孔型）达到使塑料、橡胶等原材料中产生大量的微孔，体积增加，密度降低，软质发泡材料是具有缓冲、吸音、吸震、保温、过滤等特性的聚合物，广泛应用于电子产品、家电、汽车、体育休闲等领域，是一种新型高分子材料。

图 3：软质发泡产品下游需求市场



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

2.1.1. 发泡塑料

塑料软质发泡主要包括聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）和聚烯烃软质发泡三大类。PU 发泡材料在发泡过程中存在对人体有害的异氰酸酯残留物，且发泡材料无法回收利用；PS 发泡制品已从 2005 年起在全世界范围内停止生产和使用。聚烯烃软质发泡包括聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）发泡等。

公司主要生产聚乙烯（PE）、乙烯-醋酸乙烯（EVA）发泡材料。聚乙烯（PE）具有原料来源丰富、质量轻、性能/价格比优越以及优良的耐热性、耐化学腐蚀性、易于回收等特点，成为塑料软质发泡行业中广泛应用的原料之一。乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）具有良好的缓冲、抗震、隔热、防潮、抗化学腐蚀等优点，无毒、不吸水，具有更为广泛的用途。

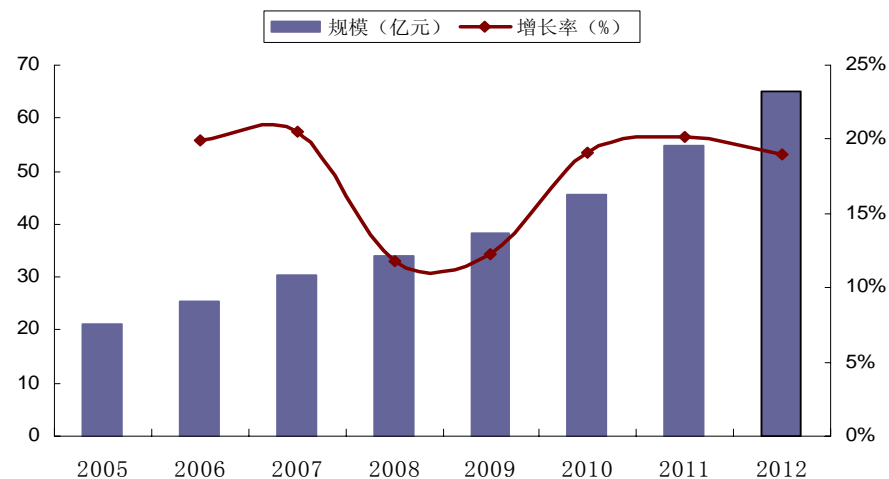
图 4: 塑料软质发泡产品分类



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

20 世纪 80 年代, 我国模压塑料发泡材料行业开始起步, 主要是日本、台湾等地区的企业在国内设立的独资或合资企业生产。20 世纪 90 年代, 国内企业逐渐掌握了塑料模压发泡技术, 开始大规模生产, 行业进入高速发展阶段。进入 21 世纪, 塑料发泡材料的应用面日益扩展, 需求量急剧上升, 新产品不断涌现, 发泡技术逐渐成熟。

图 5: 2005-2012 中国塑料软质发泡市场规模及增长率



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

2008、2009 年由于全球经济下滑, 我国相关出口贸易受到较大影响, 塑料软质发泡材料行业发展速度放缓, 2010 年以后, 我国塑料软质发泡材料行业将恢复快速发展的势头。

2.1.2. 发泡橡胶

公司主要产品为丁苯橡胶 (CR) 和氯丁橡胶 (SBR) 发泡产品。丁苯橡胶软质发泡产品具有耐老化、耐热、耐磨耗等优良性能。氯丁橡胶是一种通用型特种橡胶, 除具有一般橡胶的良好物性外, 还具有耐候、阻燃、耐油、耐化学腐蚀等优异特性, 因此在各种合成橡胶中占有特殊的地位。

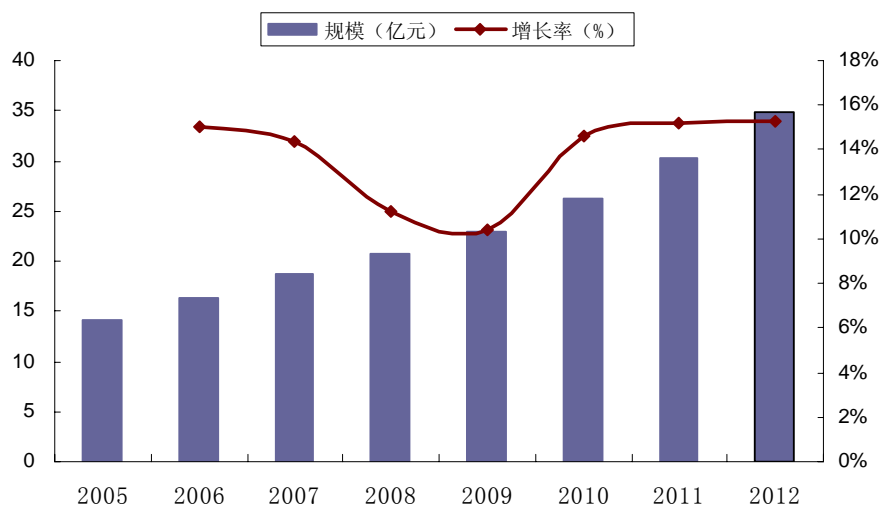
图 6: 橡胶软质发泡产品分类



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

橡胶软质发泡产品具有较强的弹力和抗拉强度，具有减震、隔热、防护等作用，在各行业起到很大效果。目前橡胶软质发泡产品广泛用于汽车、摩托车、机器设备、体育用品、运动玩具、冰柜、家用空调、鞋材等诸多领域。

图 7: 2005-2012 中国橡胶软质发泡市场规模及增长率



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

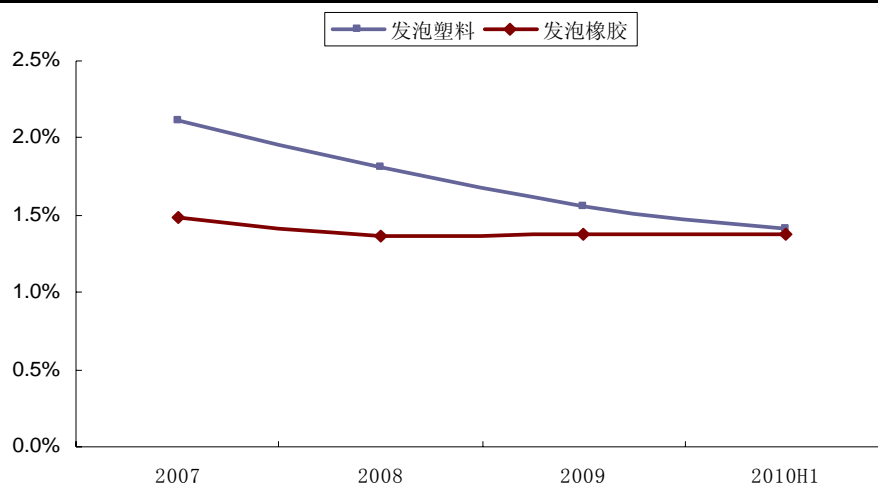
2009 年由于受金融危机的影响，全球经济低迷。我国体育用品、家电、电子产品等出口贸易受到较大阻力，橡胶软质发泡行业也受到影响。2010 年以后，全球经济将逐渐走出低迷，我国橡胶软质发泡行业重新进入快速发展阶段。

软质发泡材料行业经过近百年的发展，传统产品的工艺和技术已经相对成熟。我国的软质发泡材料起步晚，但国内民营企业经过多年的发展和技术工艺的吸收改进，生产技术和工艺也已非常成熟，并且在部分产品和市场超过了台湾和日本的合资企业。

公司通过多年的技术创新和市场开拓，市场竞争能力不断增强。软质发泡材料由于行业发展时间较长，产品用途非常广泛，目前国内从事此行业企业众多，市场处于充分竞争的状态。公司

发泡材料市场占有率近年略有下降,这主要是因为公司对产品结构进行了主动调整,有计划地减少了毛利较低的发泡塑料和发泡橡胶的等产品的产量,导致报告期内发泡塑料和发泡橡胶等产品的销量和市场占有率出现一定幅度的下降。

图 8: 软质发泡材料市场占有率



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

2.2 结构泡沫材料

结构泡沫材料目前市场上主要有 PVC 结构泡沫材料和 PET 结构泡沫材料。其中 PVC 结构泡沫材料由于性能优越、价格适中的优点,是目前应用最广泛的一种结构泡沫材料。公司主要产品是 PVC 结构泡沫材料和 PET 结构泡沫材料。

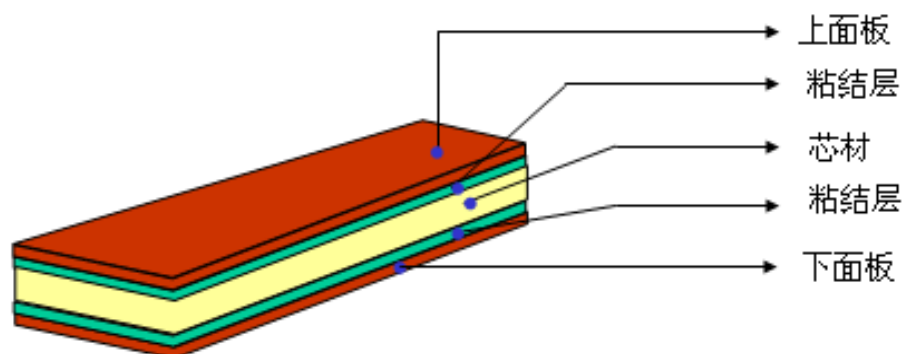
表 2: 结构泡沫材料分类情况

种类	应用领域	公司
PVC 结构泡沫材料	风力发电、轨道交通、船艇、建筑节能	本公司、瑞典 DIAB 公司、瑞士 AIREX 公司、瑞士 Gurit 公司
PET 结构泡沫材料	风力发电、轨道交通、航空航天、建筑节能	本公司、瑞典 DIAB 公司、瑞士 AIREX 公司
PMI 结构泡沫材料	航空航天、医疗设备、通讯设备	德国 Degussa 公司
SAN 结构泡沫材料	风力发电、轨道交通、工业	瑞士 Gurit 公司
其它结构泡沫材料 (PEI、PI、PUR 等)	受性能特点及工艺限制,应用很少,基本无大批量工业化生产。	

资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所




结构泡沫材料主要作为夹层结构的芯材使用。夹层结构是一种层合复合材料的特殊形式，它是由不同材料相互粘接组合，通过利用各个组分的特点达到整个系统组成的结构优势。芯材多为结构泡沫材料、巴萨木（Balsa 木）和蜂窝板。

图 9：夹层结构示意图



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

表 3：常用芯材种类及特点

芯材种类	特点	图示
蜂窝板	高抗压强度、低密度；但不适用于液体树脂成型工艺、与水接触的产品	
Balsa 木	竖直纤维结构、抗压抗剪强度高；但性能不均匀、易霉变、产量受限制	
结构泡沫材料	性能均匀稳定、抗疲劳性能好、防水防霉变	

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

结构泡沫材料应用于夹芯结构中可以大大增强力学性能，但几乎不增加重量。结构泡沫材料还具有吸水性低、隔音绝热效果好等特性，使其成为要求具有高强度和低密度领域的理想材料，被广泛应用于风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等领域。

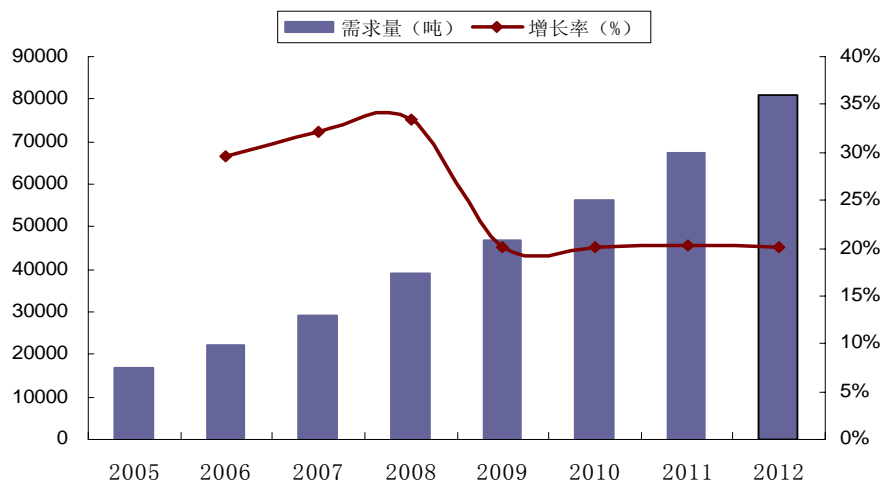
表 4: 结构泡沫材料的主要用途



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

2005 年到 2012 年全球结构泡沫材料市场规模稳步增长, 其年复合增长率为 24.97%。预计随着风能产业的蓬勃发展和其他行业的需求拉动, 这种增长趋势还将持续下去。

图 10: 2005-2012 全球结构泡沫材料市场规模和需求趋势



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

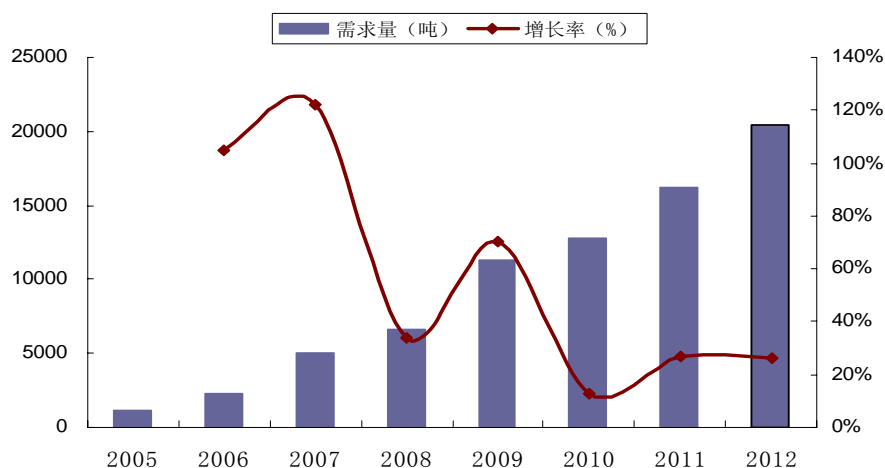
由于结构泡沫芯材的高端市场定位, 加之结构泡沫芯材行业的高投入和高技术含量, 使目前全球结构泡沫芯材市场被少数公司垄断经营。目前瑞典的戴铂 (DIAB) 公司是世界上最大的结构泡沫芯材制造商之一, 产品包括巴萨 (BALSALUX) 木芯材和结构泡沫芯材两种, 市场涵盖了造船、风能、交通, 航空业和工业领域。瑞士的阿瑞克斯 (AIREX) 公司也是世界上最大的结构泡沫芯材的供应商之一, 公司的巴萨 (BALSALUX) 木芯材和结构泡沫芯材在

世界上占有重要地位。

2006 年之前结构泡沫材料一直处于供不应求的状态，之后有所缓解，但由于结构泡沫芯材加工工艺的特殊性，行业主要企业的产能出现瓶颈，未来随着下游行业需求的增加，供不应求的局面将继续保持。且随着发展中国家经济快速发展和全球化影响，发展中国家逐渐成为结构泡沫芯材消费大国，尤其在风力发电产业进入黄金增长期，中国和印度在未来几年将成为全球结构泡沫芯材市场消费的主要拉动力量，预计未来结构泡沫芯材行业仍将出现一定的产能缺口。

下游行业如风电行业的发展、国家对轨道交通、节能建筑的持续大规模投入等与结构材料的发展有很密切的联系。我国风电设备、轨道交通的市场前景为结构泡沫材料行业的持续高速发展奠定了基础。按国家的有关政策，2010 年—2020 年我国每年预计新增 1000 万千瓦的装机容量，这将带来结构泡沫材料年需求增量 12000 吨；根据《中长期铁路网规划》，2010 年以后铁路和城市轨道交通对结构泡沫的年需求量将逐步达到 1100-1200 吨左右；以结构泡沫作为芯材的复合铝板在国内市场将逐步推广，具有较大的成长空间，预计 2010 年以后建筑行业每年对结构泡沫材料的需求将逐步增加，预计到 2012 年需求量将达到 6000 吨左右，这都表明国内结构泡沫市场的需求空间非常广阔。

图 11: 2005-2012 中国结构泡沫材料总体市场规模预测



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

目前世界上仅有 3 家公司（戴铂 (DIAB)、阿瑞克思 (AIREX) 和本公司）掌握了结构泡沫材料的大规模生产技术，本公司于 2005 年涉足该行业，通过自主研发，2009 年进入工业化生产阶段，当年生产结构泡沫 1072 吨，实现销售收入 6055.40 万元，

国内市场占有率为 9.44%，打破了瑞士 AIREX 公司和瑞典 DIAB 公司在国内市场的垄断地位。

2.4 公司的竞争优势

2.4.1 技术和研发优势

公司一直将技术创新和新产品开发作为公司发展战略的核心，采取了“预研一代、开发一代、设计一代、生产一代”的产品和技术发展模式，公司目前的主导产品均是公司在不同时期自主研发并投入工业化生产的。

公司自主开发的结构泡沫材料为国内首创，具有较高的技术壁垒，该项材料的研制成功填补了国内空白，打破了国外厂商对市场的垄断。该产品被认定为江苏省高新技术产品，获得了国家火炬计划、江苏省重大科技成果转化专项资金、常州市科技攻关等资金支持。

2.4.2 成本优势

（1）规模优势明显。公司目前拥有年生产 78000 立方米软质发泡材料和 3000 吨结构泡沫材料的生产能力，规模化经营降低了生产成本和营销成本，进一步扩大了竞争优势。（2）周边区域配套体系完善。公司地处长江三角洲，周边上下游产业链配套体系非常完善，从而降低了公司的采购成本和销售费用。（3）国产化优势。公司结构泡沫产品的生产基地在国内，与戴铂、阿瑞克思相比，除了原材料成本和人工成本较低外，国产化还能降低巨大的物流成本和运输成本。

2.4.3 质量优势

公司建立了严格的质量控制和管理制度，确保每批产品从原材料采购到产品出库的每个环节均经过严格的检验，公司产品在执行严格的国家标准的同时，还参考执行国外领先产品标准。迄今为止，公司未因产品质量问题和客户产生重大纠纷。

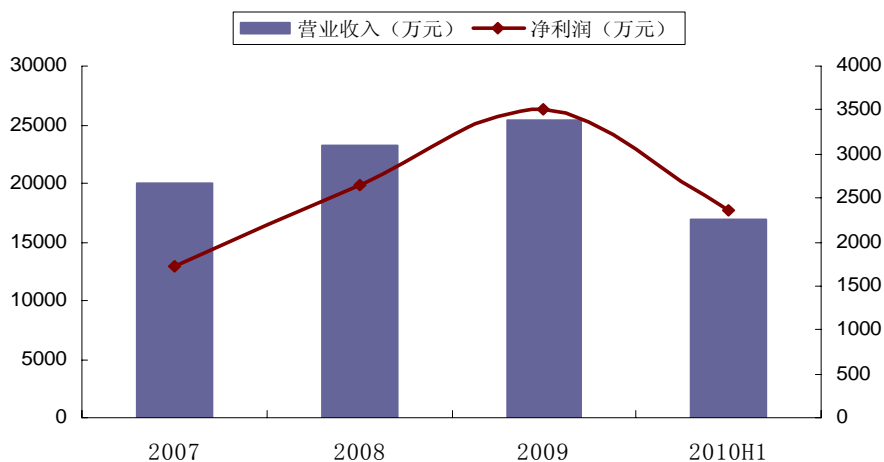
2.4.4 相关认证的优势

公司已经通过了 ISO14001 环保体系的认证和 ISO9000 质量保证体系的认证，公司的结构泡沫材料通过了德国劳氏船级社认证（GL），轨道车辆用材料德国 DIN5510 认证，公司汽车类产品通过了劳氏质量认证有限公司/国际汽车特别工作组（IATF）的 ISO/TS16949 认证，运动休闲类产品通过了欧洲 RoHS 认证，使公司产品进入相关领域销售有了保障。

3. 公司主营业务分析

报告期内公司总体业绩呈增长态势，营业收入逐年增长，主营业务收入占据绝对主体且占比有所提高。2007-2009 年及 2010 年 1-6 月分别实现营业收入 20043.00 万元、23196.69 万元、25329.41 万元和 16878.44 万元。

图 12: 公司营业收入与净利润水平



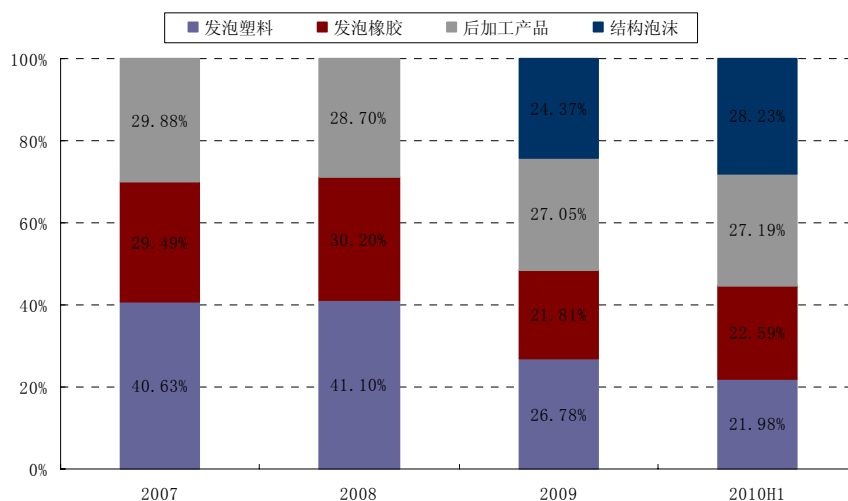
资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

报告期内公司逐步调整产品结构，始终站在行业技术更新的前沿，主要生产高技术含量、高附加值的产品。报告期内，公司主营业务收入稳步增长，高毛利水平的产品所占比重逐步提高，盈利能力有所提升。公司一直保持较高水平的研发投入，保证了技术的持续创新，相继开发的氯丁橡胶发泡材料、丁苯橡胶发泡材料和结构泡沫材料等产品均为国内首创，为公司产品结构升级，盈利能力提升奠定了良好基础。

公司通过对软质发泡材料的后加工，制成手机、空调、电视、汽车等产品的配件，毛利水平与发泡塑料和发泡橡胶原板相比提升明显，其占公司主营业务收入的比重保持在 28% 左右，2007-2009 年及 2010 年 1-6 月后加工销售毛利占主营业务毛利的比例分别为 52.77%、43.91%、31.13% 和 29.92%，是公司盈利的稳定来源。

2009 年 5 月结构泡沫产品投产，2009 年度和 2010 年 1-6 月销售毛利率分别为 58.92% 和 59.08%，已经成为公司主营业务毛利的主要增长点。本次募集资金投资的新型结构泡沫生产能力扩建项目建成后，将进一步提升公司盈利能力。

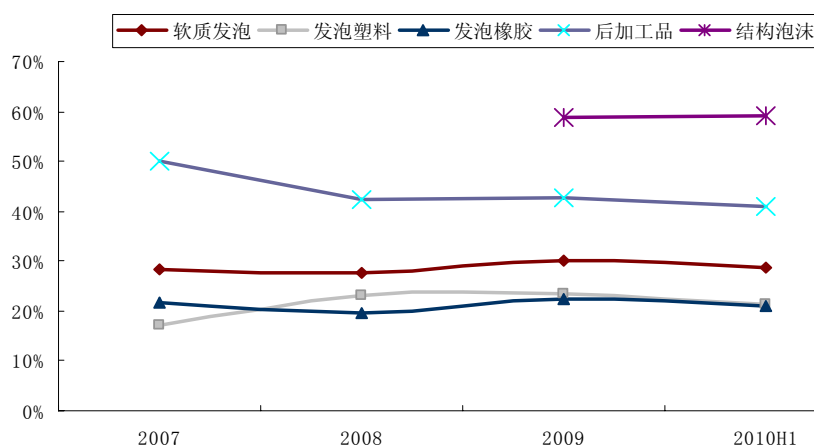
图 13: 公司主要产品营收占比



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

产品结构升级是公司综合毛利率水平上升的主要原因。在软质发泡材料产品中, 后加工品因为客户提供了发泡材料全套解决方案, 有利于客户集中采购, 产品毛利率明显高于发泡塑料、发泡橡胶原板。此外结构泡沫产品因其技术门槛高, 需求价格弹性小, 产品毛利率较高。报告期内, 随着公司逐渐优化产品结构, 不断提高高端产品在产品结构中的比重, 带动了公司主营业务毛利率的逐年提升。

图 14: 公司产品毛利率水平



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

4. 募投项目分析

新型结构泡沫生产能力扩建项目总投资 31847.50 万元, 除

了增加结构泡沫原板的产能,还能弥补现有切割、开槽、打孔、贴网等后加工产能的不足,提高成品交货能力。募投项目完工后,公司将形成年产结构泡沫原板 7000 吨,配套加工 6500 吨的产能规模,基本实现生产能力与加工能力匹配。项目建成投产后,预计 2011 年达产率为 30%,2012 年以后达产率为 100%。项目全部达产后预计年产结构泡沫材料原板 4000 吨,年营业收入预计为 30600 万元,年利润总额为 10115.80 万元,净利润为 7586.80 万元。所得税后项目投资财务内部收益率为 33.40%,项目投资回收期为 4.4 年,项目具有良好的经济效益。

技术中心建设项目总投资 6742.20 万元,项目的建设将促进公司进一步巩固其结构泡沫产品的技术优势,扩大市场影响力和应用范围,也是公司开拓新兴市场、多元化发展和公司新材料、新产品快速产业化的重要保障。

募集资金项目建成后将会大幅提高公司的效益。

表 5: 募投项目及资金投入计划

单位: 万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金 投资额	预计投入的时间进度		
				2010 年	2011 年	2012 年
1	新型结构泡沫生产能力扩建项目	31847.50	26967.50	14177.10	9997.90	7672.50
2	技术中心建设项目	6742.20	6742.20	6742.20	—	—
2	其他与主营业务相关的营运资金项目	—	—	—	—	—
	合计	38589.70	33709.70	20919.30	9997.90	7672.50

资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

根据我们的盈利预测,按发行后的总股本计算,公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.92 元和 1.41 元。

我们选取红宝丽、硅宝科技、回天胶业、鼎龙股份和奥克股份等 5 家化工新材料上市公司作为可比对象,截至 2011 年 1 月 10 日,上述 5 家上市公司对应 2011 年的平均 PE 为 30 倍。鉴于公司在行业中的地位,且公司在未来三年力争将主打产品由传统的防护型泡沫材料转化成高性能结构型泡沫材料,成为国际最大的结构泡沫材料供应商之一,我们认为公司对应 2011 年合理 PE 为 26-31 倍,建议询价区间为 23.92-28.52 元。

表 6: 公司主营业务分析

		2007	2008	2009	2010H1
发泡塑料	产能: 立方米	70000	70000	60000	60000
	产量	71550	68878	57804	27852
	销量	68170	71146	57332	27330
	主营业务收入: 万元	7959.53	9341.33	6655.67	3655.03
	主营业务成本	6595.93	7171.79	5105.00	2871.20
	毛利率	17.13%	23.23%	23.30%	21.45%
	发泡橡胶	产能: 立方米	18000	18000	18000
产量		17939	18520	17887	9056
销量		15964	19832	17448	9400
主营业务收入: 万元		5775.52	6862.88	5419.98	3756.07
主营业务成本		4512.63	5513.96	4206.64	2969.68
毛利率		21.87%	19.66%	22.39%	20.94%
空调配件		产能: 万片	10000	11000	12000
	产量	9094	10735	9911	7097
	销量	9085	10723	9923	7242
	主营业务收入: 万元	4088.25	3645.82	3274.59	2172.60
	主营业务成本	2011.42	1959.99	1889.11	1304.65
	毛利率	50.80%	46.24%	42.31%	39.95%
	手机配件	产能: 万片	30000	32000	25000
产量		22598	31797	10068	4518
销量		22586	31856	10009	4857
主营业务收入: 万元		1355.16	1911.36	1401.26	582.84
主营业务成本		671.35	1173.19	688.16	280.58
毛利率		50.46%	38.62%	50.89%	51.86%
后加工产品		产能: 万片	500	1000	4000
	产量	199	949	2415	2141
	销量	201	934	2430	1896
	主营业务收入: 万元	36.18	308.22	1020.60	1042.80
	主营业务成本	19.68	174.54	533.77	534.75
	毛利率	45.60%	43.37%	47.70%	48.72%
	电视配件	产能: 万片	2000	4000	6000
产量		989	3497	5181	3074
销量		995	3518	5160	2438
主营业务收入: 万元		388.05	844.32	1032.00	731.40
主营业务成本		221.93	575.07	747.58	551.33
毛利率		42.81%	31.89%	27.56%	24.62%
汽车配件		产能: 吨			3000
	产量			1072	923
	销量			1041	786
	主营业务收入: 万元			6055.40	4694.56
	主营业务成本			2487.53	1920.89

毛利率			58.92%	59.08%
综合毛利率	28.41%	27.69%	37.01%	37.28%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7: 利润表

科目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	253	314	424	572
营业成本	160	198	246	314
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	12	13	17	23
管理费用	28	35	47	63
财务费用	6	3	3	2
资产减值损失	3	0	0	0
营业利润	43	64	109	167
营业外净收支	2	1	0	0
利润总额	45	65	109	167
减 所得税	10	14	23	35
净利润	35	51	86	132
减 少数股东损益	1	0	0	0
归母公司净利润	34	51	86	132
摊薄后 EPS	0.36	0.55	0.92	1.41

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

6. 风险提示

关注主要原材料价格波动风险以及宏观经济变动的风险。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>