

评级：强烈推荐（首次）**基础化工****深度报告**

第一创业研究所

分析师：巨国贤 S1080209110062

联系人：景殿英 S1080110110018

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

天晟新材（300169）

——技术壁垒与广阔市场成就长期高成长

交易数据

当前股价（元）	39.29
总市值（百万元）	3673.62
流通股本（百万股）	18.80
流通股比率（%）	20.1%

摘要：

- **结构泡沫市场迷人，供需缺口不断放大** 结构泡沫目前主要应用于风电行业、轨道交通、船舶游艇、航空工业和节能建筑等。预计全球结构泡沫材料市场规模将保持 20% 的增长率，除天晟外结构泡沫生产企业没有大规模扩产计划，市场将供不应求，生产企业继续维持高毛利率水平。
- **结构泡沫寡头垄断，天晟市场占有率将快速提升** 由于高技术壁垒，结构泡沫市场目前呈现寡头垄断的格局，同时各生产企业对技术都高度保密，使得寡头垄断的格局在未来几年内有望继续保持。天晟新材 2009 年生产结构泡沫 1,072 吨，国内市场占有率 9.44%。与戴铂、阿瑞克思相比，天晟新材结构泡沫的生产基地在国内，除了原材料和人工成本较低外，国产化还能降低物流成本。随着公司产能的增加及客户推广的深化，天晟在国内结构泡沫的市场占有率将不断上升。
- **软质泡沫重点发展高附加值后加工产品** 软质发泡材料方面，公司对产品结构进行了主动调整，逐步增加了盈利能力较强的后加工产品的比例，产品结构的优化将增加公司在软质发泡领域的盈利能力。
- **募投项目及技术储备提供持续增长潜力** 随着公司结构泡沫产能的增加及软质泡沫向高毛利率后加工品发展，公司业绩有望高速增长。而储备的新产品不断投放将为公司持续高增长源源不断提供动力。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.91 元和 1.60 元，对应的动态市盈率为 76 倍、43 倍和 25 倍。公司近期增长依靠结构泡沫市场占有率的提高及后加工品销量的增加，长期增长将依靠公司储备的新产品不断开拓出新的市场，成就公司长期的高增长，给予公司“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、公司简介：寡头垄断的结构泡沫制造商	3
1.1、国际领先的泡沫生产企业	3
1.2、公司股权结构及沿革	3
2、结构泡沫寡头垄断，供需缺口不断放大	4
2.1、结构泡沫应用于多个新兴领域，前景可期	4
2.2、结构泡沫市场寡头垄断格局不变	5
2.3、全球结构泡沫供需缺口不断放大	6
3、国内结构泡沫需求增长，天晟市场占有率提升	7
3.1、受益下游产业，结构泡沫需求增长	7
3.2、天晟结构泡沫国内占有率将快速上升	9
4、软质泡沫重点发展高附加值后加工产品	10
4.1、软质泡沫国内需求稳定增长，公司基础扎实	10
4.2、重点发展后加工产品	12
5、富有持续高增长潜力	12
5.1、结构泡沫产能释放提升公司盈利能力	12
5.2、储备项目是公司长期增长的动力	13
6、盈利预测、估值及投资建议	14
6.1、盈利预测	14
6.2、投资建议：强烈推荐	14

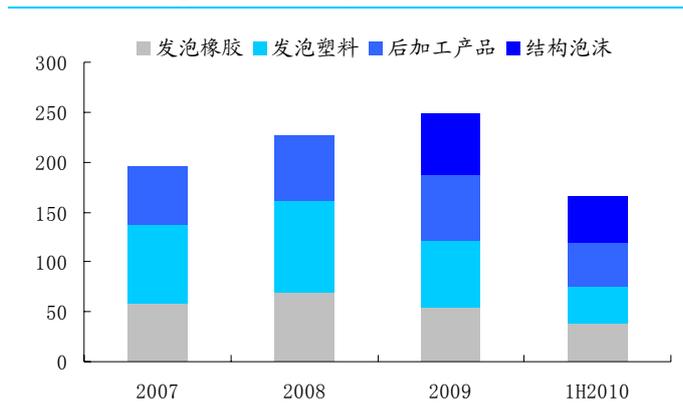


1、公司简介：寡头垄断的结构泡沫制造商

1.1、国际领先的泡沫生产企业

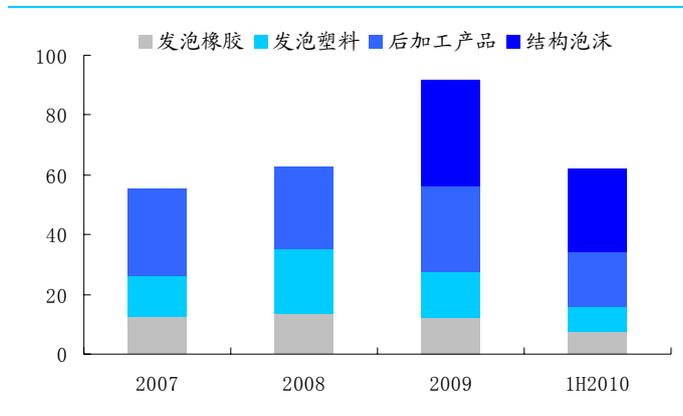
天晟新材主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品等。公司目前拥有 78,000 立方米软质发泡材料和 3,000 吨结构泡沫材料的年生产能力。

图 1 公司分产品收入构成（百万元）



数据来源：wind 资讯、第一创业研究所

图 2 公司分产品毛利构成（百万元）



数据来源：wind 资讯、第一创业研究所

1.2、公司股权结构及沿革

常州天晟新材料股份有限公司是由天晟有限公司于 2008 年 7 月整体变更设立的股份有限公司。自然人股东吕泽伟先生、孙剑先生、吴海宙先生各持有公司 14.22% 股份，合计持有 42.66% 股份，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。



2、结构泡沫寡头垄断，供需缺口不断放大

2.1、结构泡沫应用于多个新兴领域，前景可期

A、风力发电机叶片

目前应用于风力发电机叶片的芯材主要有 PVC 结构泡沫和巴萨木。由于 PVC 结构泡沫芯材性能优良，价格适中，现在兆瓦级叶片采用的芯材基本上都是 PVC 结构泡沫芯材，其占了叶片体积的 85%，但是占叶片重量的比例不到 10%，采购价值约占叶片原材料采购价值的 1/3。

B、轨道交通设备

结构泡沫材料在轨道交通车辆中主要应用于结构底板、车顶、侧板、车尾部，主要优势是可以减低车身重量、保温、隔音降噪、增强安全性、节省燃油成本。

C、船舶

结构泡沫材料在游艇中主要应用于船体、甲板、防水壁，可以起到减轻结构重量，增加结构刚度，提高结构强度等作用。

D、航空工业

结构泡沫材料制成复合夹芯材料后在飞机中的应用部件包括中央翼、外翼、垂尾、平尾、机身地板梁和后承压框等，一方面使得结构一体化程度高、系统安装较为简单、减少零部件数、缩短总装时间，另一方面可使飞机结构减重 10%~40%、结构设计成本降低 15%~30%。同时，复合材料具有优异的性能，在疲劳和恶劣的使用环境下不会造成剩余强度的降低。

E、绿色节能建筑

结构泡沫作为夹层结构制成建筑幕墙，可以减轻墙体重量，提高墙体保温隔热的效果，并且具有良好的隔音、阻燃和耐腐蚀性，未来成长空间巨大。与传统蜂窝铝板比较，结构泡沫具有更好的隔热保温性能，符合建筑节能的大趋势，目前国际上已经在逐步推广应用。

图 3 结构泡沫应用领域示意图





		
航空工业	绿色节能建筑	

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

2.2、结构泡沫市场寡头垄断格局不变

结构泡沫按基材种类可以分为 PVC 结构泡沫、PET 结构泡沫、PMI 结构泡沫、SAN 结构泡沫等，其中，PVC 结构泡沫是目前应用最为广泛的结构泡沫材料。

表 1 结构泡沫材料分类

种类	性能特点	缺点	应用领域	公司
PVC结构泡沫材料	闭孔结构，动态和静态机械性能良好，耐水和各种化学物质。应用广泛，价格中等。	遇火有氯化氢放出；高温加工时有气体放出。	风力发电 轨道交通 船艇 建筑节能	天晟新材 瑞典DIAB公司 瑞士AIREX公司 瑞士Gurit公司
PET结构泡沫材料	热塑型泡沫，生产废料和回收料可再用于发泡；部分结晶塑料，耐高温耐化学溶剂；离火自息，燃烧时无有毒气体放出；机械性能良好，高温使用时无气体放出。	结晶度高时泡沫显脆性；切磨加工时过热泡沫会熔化；密度较高	风力发电 轨道交通 航空航天 建筑节能	天晟新材 瑞典DIAB公司 瑞士AIREX公司
PMI结构泡沫材料	高性能泡沫芯材；耐热耐火性能好；机械性能优良；密度低	价格偏高，产量不大	航空航天 医疗设备 通讯设备	德国Degussa公司
SAN结构泡沫材料	机械性能优良，韧性好；耐温性好；密度分布均匀，适用于多种成型工艺和多种工业领域。	产生废料，回收料不可用熔融法再生；高温加工有气体放出；耐苯乙烯侵蚀不强。	风力发电 轨道交通 工业	瑞士Gurit公司
其它结构泡沫材料，如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。			

数据来源：公司招股意向书、第一创业研究所

结构泡沫是一种新型的材料，其研发需要丰富的高分子发泡经验和多学科的技术支持。在产业化路线设计时，多数设备为根据工艺要求的定制产品。目前世界上仅有少数几家公司拥有此产品的生产技术，并且对技术进行封锁。因此，结构泡沫呈现出寡头垄断的格局，由于高技术壁垒这种寡头垄断的格局在未来几年内有望继续保持。

表 2 结构泡沫主要生产企业及产能

企业名称	产能
天晟新材	3,000吨
戴铂（DIAB）	26,500吨
阿瑞克斯（AIREX）公司	13,000吨

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所



2.3、全球结构泡沫供需缺口不断放大

随着发展中国家经济快速发展，尤其是风力发电产业的增长，发展中国家如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，预计全球结构泡沫材料市场规模将保持 20% 的增长率。

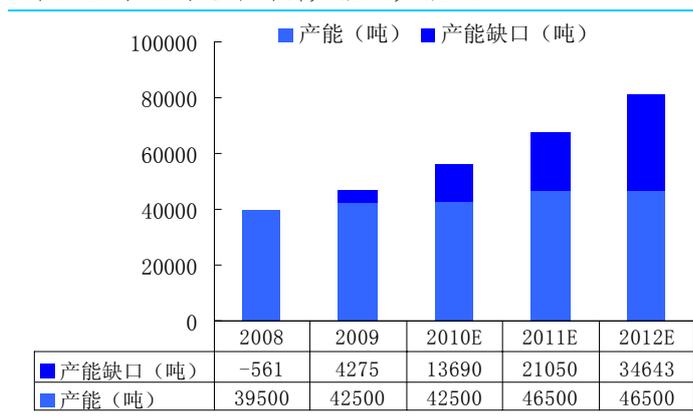
图 4 全球结构泡沫材料总体市场规模及预测



数据来源：中国风能协会、中国复合材料工业协会、第一创业研究所

目前结构泡沫主要生产企业仅天晟新材有扩产 4000 吨的计划，戴铂和阿瑞克斯暂时没有计划，而固瑞特 PVC 结构泡沫试生产时间不长、产能较小，因此，近几年全球结构泡沫市场的供需缺口将逐年加大。由于供需缺口的存在，我们认为结构泡沫市场不存在价格竞争的必要，将继续维持 60% 左右的高毛利率水平。

图 5 全球结构泡沫材料产能及产能缺口



数据来源：中国风能协会、中国复合材料工业协会、第一创业研究所



3、国内结构泡沫需求增长，天晟市场占有率提升

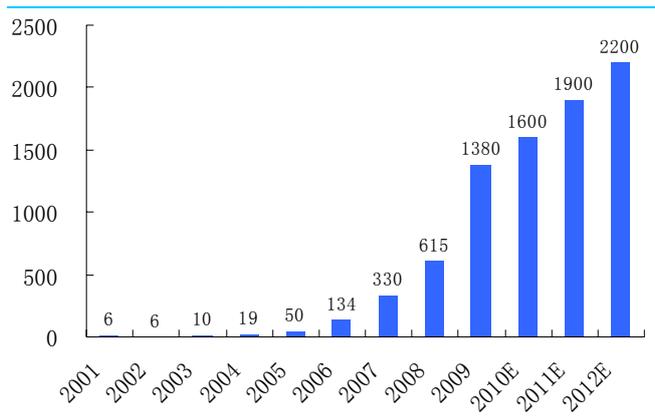
3.1、受益下游产业，结构泡沫需求增长

国内结构泡沫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为结构泡沫材料行业的持续高速发展奠定了基础。

A、风电行业

风电叶片是国内结构泡沫最主要的应用市场。风力发电与火电相比，具有明显的环境效益。风电在成本方面的竞争力也逐步加强，目前，我国风电每度成本已经下降到 0.5~0.6 元。2007 年，我国火电的直接成本为 0.3 元/度。随着风电技术的进步，煤炭价格不断上升以及污染排放的治理成本不断提高，风电和火电的成本差距将逐渐缩小。在国家对可再生能源的政策扶持下，风电行业从 2005 年来经历了高速的发展，我们预计每年风电装机容量将有 15-20% 的增速。

图 6 中国风电装机容量及预测（万千瓦）

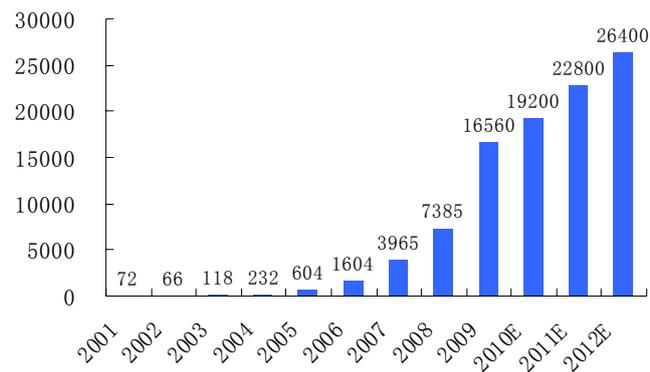


数据来源：中国风能协会、第一创业研究所

按每年新增 1,000 万千瓦的装机容量，以平均单机容量 1.5 MW 计算，每年将新增风电整机 6,700 套，需要风电叶片 20,000 片。按每个风电叶片需结构泡沫材料 0.6 吨计算，2010 年以后风电行业每年对结构泡沫材料的需求量将达到 1.2 吨。如果以中国风能协会预测的 2010 年 1600 万千瓦装机容量计算，所需结构泡沫将达到 1.92 万吨。



图 7 中国风电叶片结构泡沫需求量及预测 (吨)



数据来源：中国风能协会、第一创业研究所

另一方面，国内风电单机容量的大型化也会增加对结构泡沫的需求，以目前 1.5MW 的主流单机容量向 2MW 单机容量发展为例，单机容量提升为 1.33 倍，然而由于风电叶片的增厚，所需的结构泡沫是原先的 1.67 倍，使得相同装机容量结构泡沫需求提升了 25%。

B、轨道交通

a、铁路机车

根据国务院批准的《中长期铁路网规划》，我国将规划建设省会城市及大中城市间的快速客运通道。具体内容包括建设客运专线 1.2 万公里以上，规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统。到 2012 年，我国将建成“四纵四横”高速铁路专线网。

由于目前铁路建设速度大大加快，在 2010 年-2020 年预计每年需要 250-300 列（8 辆编组）时速 300 公里动车组。根据现有技术参数，单个动车组车厢需要结构泡沫材料 0.2 吨，按 8 节编组，1 列动车组需要结构泡沫材料 1.6 吨，因此 2010 年以后，动车组列车对结构泡沫材料的年需求量将达到 400-480 吨。

b、城市轨道交通

中国正处于城市化进程加速阶段，城市人口和规模增速很快，交通拥堵日益严重，城市轨道交通是未来城市交通的理想发展方向之一。地铁轨道交通建设在我国处于持续上升时期，2010 年以后每年需要轨道交通车厢 3500 节，其单个车厢结构泡沫用量与动车组基本相同，因此每年城市轨道交通对结构泡沫的年需求量将达到 700 吨左右。总体来看，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。

C、船舶游艇

随着近几年中国船舶工业的强劲增长，中国已经发展成为全球的造船中心，2010 年国内手持订单、新接订单、造船完工和交付量三大指标更是超越韩国成



为全球第一。结构泡沫材料在船艇制造领域通常用于船底、舷部、甲板、舱壁及上层建筑中。预计 2010 年以后船舶游艇行业每年对结构泡沫材料的需求量将逐步达到 500 吨左右。

D、航空工业

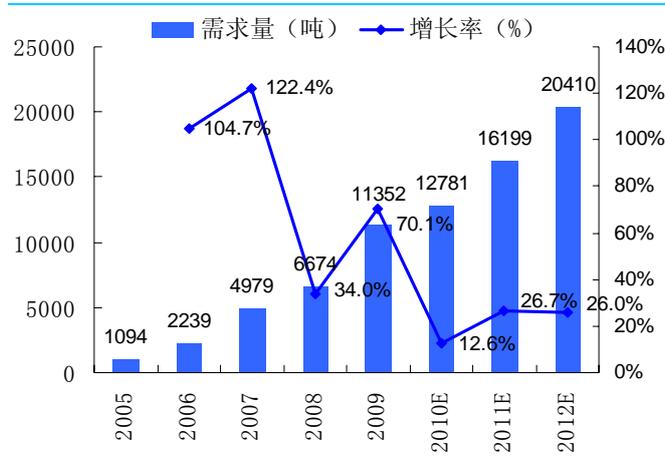
随着国内大飞机项目上马，未来对结构泡沫芯材的需求将快速增长，预计 2011 年以后，航空工业对结构泡沫芯材的市场需求将逐步达到 200-300 吨。

E、建筑行业

目前我国每年新增建筑面积约 20 亿平方米，其中建筑幕墙的竣工面积为 7500 万平方米，使用蜂窝铝板和普通铝塑复合板的面积为 2250 万平方米。结构泡沫材料的成本和保温性能远优于蜂窝铝板，导热系数仅有蜂窝铝板的 4.27%，以结构泡沫作为芯材的复合铝板在国内市场将逐步推广，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，到 2012 年需求量将达到 6000 吨左右。

受益于风电、轨道交通、船舶游艇、航空、节能建筑等行业的发展，国内对于结构泡沫的需求年复合增长率在 25% 以上，成为全球结构泡沫最优秀的潜在市场，为天晟新材的发展提供良好的外部环境。

图 8 我国结构泡沫材料总体市场规模及预测



数据来源：中国塑料加工工业协会、第一创业研究所

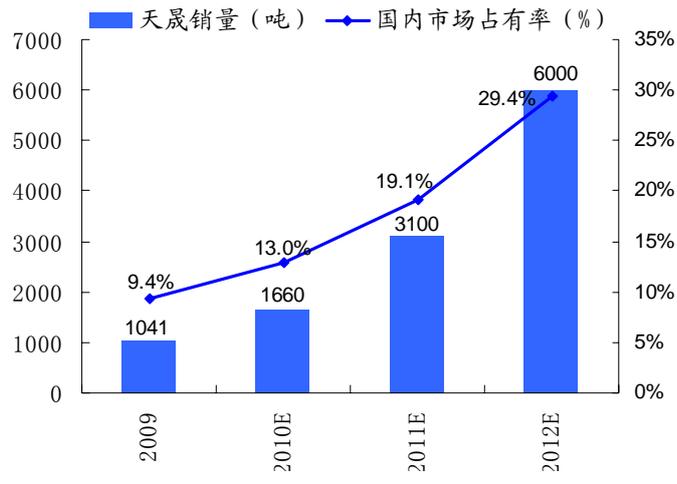
3.2、天晟结构泡沫国内占有率将快速上升

2009 年 2 季度，天晟新材开发的我国首条高分子结构泡沫材料生产线投产，至 2009 年底生产结构泡沫 1,072 吨，国内市场占有率 9.44%。

与戴铂、阿瑞克思相比，天晟新材结构泡沫的生产基地在国内，除了原材料和人工成本较低外，国产化还能降低物流成本。随着公司产能的增加及客户推广的深化，天晟在国内结构泡沫的市场占有率将快速上升。



图 9 天晟结构泡沫销量及国内市场占有率预测



数据来源：中国塑料加工工业协会、第一创业研究所

4、软质泡沫重点发展高附加值后加工产品

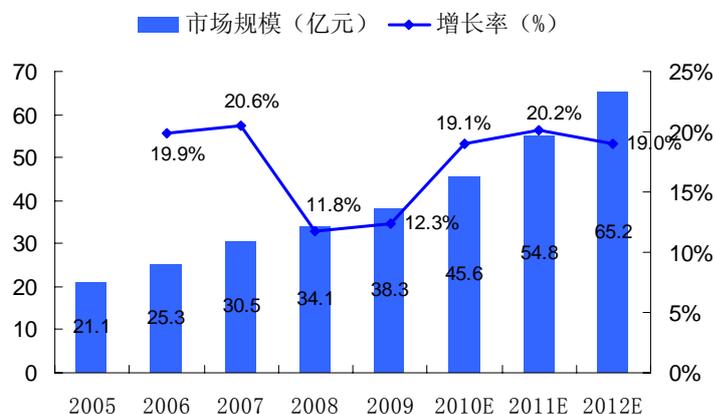
4.1、软质泡沫国内需求稳定增长，公司基础扎实

软质发泡材料是以塑料、橡胶等原材料，加以催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂等辅料，通过物理发泡或交联发泡，使塑料和橡胶中出现大量细微泡沫，体积增加，密度减少。软质发泡材料质量轻、柔软度好，具备缓冲、吸音、吸震、保温、过滤等功能，广泛应用于电子、家电、汽车、体育休闲等行业。

国内泡沫塑料市场规模年增长近 20%

塑料软质发泡材料主要包括聚氨酯、聚苯乙烯和聚烯烃等，广泛应用于体育用品、家电、电子、汽车、保暖材料等领域。据中国化工信息预测，我国塑料软质发泡市场近几年每年将增长 20% 左右。

图 10 中国塑料软质发泡市场规模及增长率



资料来源：中国化工信息、第一创业研究所

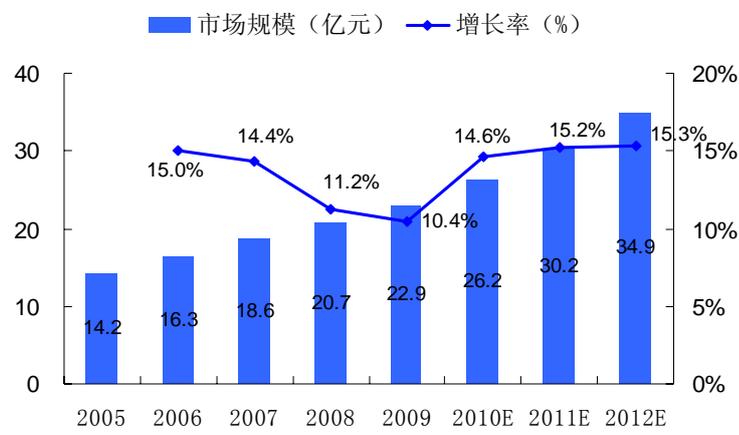


国内泡沫橡胶市场年增长 15%

橡胶软质发泡材料具有良好的保温性、密封性、防震性、吸音性、隔热性、低透水性、耐油及耐候性等作用，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、鞋材等领域。

我国橡胶软质发泡的技术落后于台湾、日本和欧美地区，因此台湾、日本的企业在我国纷纷成立合资或独资的企业，占据主要市场。目前，国内企业市场占有率不断提高，常州天晟、泉州三盛橡塑发泡鞋材有限公司、泉州至和织造有限公司是国内主要的发泡橡胶生产企业。

图 11 中国橡胶软质发泡市场规模及增长率



资料来源：中国化工信息、第一创业研究所

天晟是国内具有优势的软质泡沫生产商

天晟新材自成立以来一直从事于高分子发泡材料的研发、生产和销售。软质泡沫领域公司目前拥有塑料泡沫、橡胶泡沫、后加工品等，主导产品包括丁苯橡胶 (SBR)、氯丁橡胶 (CR)、导电乙烯-醋酸乙烯酯共聚物 (EVA)、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物 (EVA) 等发泡材料。公司拥有年生产 78,000 立方米软质发泡材料的生产能力，规模化生产可以降低原材料的采购成本、模具开发的摊销费用和单位产品的销售费用。

同时公司具有较强的新技术、新产品开发能力，是国内多项泡沫材料技术第一家研发并投入工业化生产的公司。如：丁苯橡胶 (SBR) 发泡材料、氯丁橡胶 (CR) 发泡材料等。



4.2、重点发展后加工产品

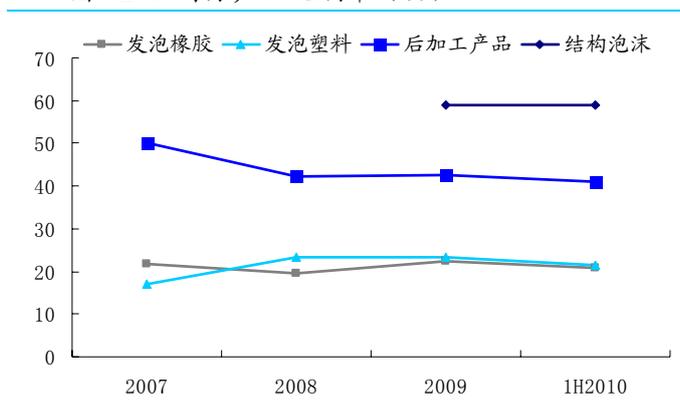
由于发泡塑料、发泡橡胶市场竞争较为激烈，毛利率水平较低，公司对产品结构进行了主动调整，逐步增加了盈利能力较强的后加工产品的比例，同时有计划的减少了毛利水平较低的发泡塑料和发泡橡胶等产品的产量。公司后加工产品主要包括空调系列、电视系列、手机系列、汽车系列等高分子产品。

表 3 公司产品种类及竞争情况

产品种类	厂商数量	进入壁垒	竞争状况
发泡塑料	较多	低	充分竞争
发泡橡胶	较多	低	充分竞争
结构泡沫材料	内资企业唯一生产商	很高(技术垄断性)	寡头垄断
后加工产品	较少	较高(技术和客户)	垄断竞争

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所

图 12 公司分产品毛利率 (%)



数据来源：wind 资讯、第一创业研究所

5、富有持续高增长潜力

5.1、结构泡沫产能释放提升公司盈利能力

公司募投项目“新型结构泡沫生产能力扩建项目”将新增结构泡沫原板 4000 吨/年的产能，其中风电叶片用新型结构泡沫 2600 吨，轨道和游艇用新型结构泡沫 1400 吨，同时增加 Kits 板 5500 吨/年的产能。募投项目完工后，公司将形成年产结构泡沫原板 7,000 吨，配套加工 6,500 吨的产能规模，基本实现生产能力与加工能力匹配。结构泡沫产能的增加将提升公司在结构泡沫领域的市场占有率和盈利能力，Kits 板产能的配套将使公司产品向下游制品延伸，提升公司产品的附加值。



5.2、储备项目是公司长期增长的动力

公司的长期投资价值不仅仅局限于 PVC 结构泡沫，而是公司丰富的技术储备和在多个新领域的潜在市场。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。这种运作模式使公司多次填补国内空白，被证明为一种非常有效的模式，我们认为公司仍将不断的推出新产品，创造利润新的增长点。

表 4 公司研发项目进展情况

类别	项目名称	研发目标	进展情况
高分子软质发泡材料	EPDM减震垫	轨道交通	中试
	Tsponon发泡材料	光电，电子	进行中
高分子结构泡沫材料	PVC结构泡沫材料系列产品	风电，船舶等	部分产品生产，部分研发中
	建筑幕墙开发	绿色节能建筑	部分产品生产，部分研发中
	PVC结构泡沫材料回收利用	建筑	中试
	PET结构泡沫材料	轨道交通，风电	中试
	Kits成套芯材	风电，船舶等	中试
	Scrim玻纤布	风电，船舶等	中试
	PMI结构泡沫材料	军工，航天	进行中
PP挤出式泡沫材料	新型包装材料	进行中	

资料来源：公司招股意向书、第一创业研究所



6、盈利预测、估值及投资建议

6.1、盈利预测

表 5 天晟新材盈利预测

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	253	338	438	639
收入同比(%)	9%	33%	30%	46%
归属母公司净利润	35	48	85	149
净利润同比(%)	32%	37%	75%	76%
毛利率(%)	37.0%	36.8%	40.9%	45.0%
ROE(%)	17.2%	19.1%	8.1%	12.4%
每股收益(元)	0.51	0.52	0.91	1.60
P/E	77.65	75.85	43.25	24.59
P/B	13.38	10.83	2.61	2.29
EV/EBITDA	76	43	25	15

数据来源：第一创业研究所

6.2、投资建议：强烈推荐

投资建议：强烈推荐

结构泡沫主要应用于风电行业、轨道交通、船舶游艇、航空工业和节能建筑等。由于高技术壁垒，结构泡沫市场呈现寡头垄断的格局。目前结构泡沫生产企业除天晟新材外没有大规模扩产计划，全球结构泡沫市场将供不应求。寡头垄断及供需缺口将维持结构泡沫行业的高毛利率水平。天晟新材募投项目的投产将使其在国内结构泡沫的市场占有率将快速上升。软质发泡材料方面，公司将重点增加盈利能力较强的后加工产品的比例。同时公司有着多项技术储备，我们认为公司仍将不断的推出新产品，创造利润新的增长点。随着公司结构泡沫产能的增加、软质泡沫向高毛利率后加工品发展及新产品的不断推出，公司业绩有望持续高速增长。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.91 元和 1.60 元，对应的动态市盈率为 76 倍、43 倍和 25 倍。鉴于公司结构泡沫优秀的潜在市场、寡头垄断的市场格局，高毛利率后加工品销量的增长，及公司储备技术新产品的不断投放能力，给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：原材料价格波动风险

公司主要原材料为 PE、PVC、EVA、CR、SBR 等石油化工产品，原材料产品价格主要随国际原油的价格而波动，原材料价格的上升将会增加公司的生产成本。



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	205	229	706	797	营业收入	253	338	438	639
现金	62	83	517	505	营业成本	160	213	259	352
应收账款	69	71	93	148	营业税金及附加	1	2	3	4
其他应收款	4	5	6	9	营业费用	12	16	20	30
预付账款	8	9	12	16	管理费用	28	41	44	64
存货	46	49	59	88	财务费用	6	5	4	-1
其他流动资产	16	12	19	30	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	246	389	674	773	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	163	289	447	538	营业利润	44	59	106	189
无形资产	67	85	108	136	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	16	15	119	99	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	451	618	1380	1570	利润总额	47	62	109	191
流动负债	177	307	264	297	所得税	10	12	21	36
短期借款	117	235	180	180	净利润	37	50	88	155
应付账款	49	51	64	93	少数股东损益	1	2	3	5
其他流动负债	11	21	20	24	归属母公司净利润	35	48	85	149
非流动负债	64	50	53	56	EBITDA	50	88	152	247
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.51	0.69	0.91	1.60
其他非流动负债	24	10	13	16					
负债合计	240	357	317	352	主要财务比率				
少数股东权益	5	7	10	15	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	70	70	94	94	成长能力				
资本公积	73	73	764	764	营业收入	9.2%	33.4%	29.6%	46.0%
留存收益	62	111	196	345	营业利润	35.4%	34.8%	78.5%	77.7%
归属母公司股东权益	205	254	1053	1203	归属于母公司净利润	32.2%	36.7%	75.4%	75.9%
负债和股东权益	451	618	1380	1570	获利能力				
					毛利率 (%)	37.0%	36.8%	40.9%	45.0%
					净利率 (%)	14.0%	14.3%	19.4%	23.4%
					ROE (%)	17.2%	19.1%	8.1%	12.4%
					ROIC (%)	11.8%	11.2%	11.4%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.3%	57.8%	23.0%	22.4%
					净负债比率 (%)	65.35%	76.95%	69.34%	62.47%
					流动比率	1.16	0.75	2.67	2.69
					速动比率	0.89	0.58	2.45	2.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.63	0.44	0.43
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	3.88	4.27	4.48	4.47
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.52	0.91	1.60
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	1.06	1.50	2.06
					每股净资产 (最新摊薄)	2.94	3.63	15.05	17.18
					估值比率				
					P/E	77.65	75.85	43.25	24.59
					P/B	13.38	10.83	2.61	2.29
					EV/EBITDA	76	43	25	15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	74	105	144
净利润	37	50	88	155
折旧摊销	0	24	41	59
财务费用	6	5	4	-1
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	0	8	-35	-75
其他经营现金流	-23	-13	6	6
投资活动现金流	-95	-166	-325	-157
资本支出	96	150	300	130
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-16	-25	-27
筹资活动现金流	52	113	655	1
短期借款	55	118	-55	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	24	0
资本公积增加	0	0	691	0
其他筹资现金流	-3	-5	-4	1
现金净增加额	-23	21	435	-12

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120