

金属新材料 II

2009 年 9 月 29 日

安泰科技(000969)

当前股价: 23.34 目标价: 21.6

非晶带材项目成为公司业绩增长的强力引擎

投资要点:

- 截至 2009 年 6 月 30 日, 公司前次募集资金基本投入完成, 但还没有产生收益。公司金刚石工具项目、难熔新材料项目是在原有产能上的升级扩产, 项目达到预期收益的确定性较高, 预计两项目将在 2009 年之内完成建设与试生产, 2010 年将是业绩释放期。公司现有业务的持续增长扩大了公司股票的安全边际, 大大地降低了投资风险。
- 非晶带材首期 1 万吨生产线已于 9 月 18 日投产, 后续 3 万吨的生产线预计 2009 年底或 2010 年初投产。我们按照安泰科技 2010-2012 年 60%、75%、90% 的成材率来预测未来三年的盈利情况。根据我们的预测, 非晶带材项目未来三年将为公司贡献 0.33、0.76、0.93 元的每股收益, 非晶带材项目成为公司业绩增长的强力引擎。
- 由于前次募集资金项目在 2009 年底全面投产, 安泰科技的业绩在 2010-2011 年将出现较快增长。根据我们的预测, 公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别是 0.39 元、0.77 元、1.21 元, 对应动态市盈率分别为 59.79、30.45、19.23 倍。
- 但是我们也应该注意到公司的非晶带材项目的顺利达产还存在一定的不确定性, 这使得公司的业绩释放可能会有所推迟。公司目前的股价已经基本反映了未来业绩的快速增长, 我们给予公司“观望”的投资评级。未来 6 个月合理股价区间对应于 2010 年 28-30 倍 PE, 即 21.6-23.1 元。

研究员: 刘敏达

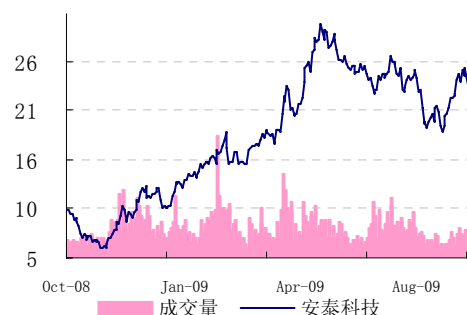
电 话: 025-84457777-348

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	44126.37
流通 A 股 (万)	29264.97
52 周内股价区间 (元)	5.96-30.25
总市值 (亿)	102.99
总资产 (亿)	41.03
每股净资产 (元)	4.47

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	30.00	28.67	36.69	44.78
+/-%	15.31	-4.43	27.97	22.02
净利润 (亿)	1.48	1.72	3.47	5.79
+/-%	7.30	16.18	101.28	67.13
EPS (元)	0.34	0.39	0.77	1.21
P/E	69.47	59.79	30.45	19.23

一、非晶带材项目成为公司增长的超级引擎

1.1 非晶带材及其性能简介

非晶合金是 20 世纪 70 年代问世的一种新型材料，以每秒 100 万度的速度对熔化的合金进行超急凝固处理，从钢液到薄带产品一次成型。合金凝固时由于来不及有序排列结晶，得到的固体合金是长程无序结构，没有晶态合金的晶粒、晶界存在。这种结构类似与玻璃，因此也称为金属玻璃。“非晶合金带材”含铁 78%-81%、含硼 13-5%、含硅 3.5%-8%，另外还含微量的镍和钴等金属元素，外表面特征是具有金属色泽的银灰色薄带。

非晶带材是一种性能优良的软磁材料，可以应用在电力变压器和电子变压器上，对冷轧取向硅钢进行替代，能够大量减少能量的损耗。

表 1：非晶合金与冷轧取向硅钢物理性能比较

物理性能	非晶合金	冷轧硅钢
饱和磁感应强度 (T)	1.54	2.03
矫顽力 (A/m)	<4	>30
单位铁损 (W/kg)	0.18	1.2
电阻率 ($\mu\Omega \cdot \text{cm}$)	140	50
密度 (g/cm^3)	7.18	7.65
饱和磁致伸缩系数 $\times 10^{-6}$	30	10
最大导磁率	>200	>10
厚度 (mm)	0.027	0.3

资料来源：华泰证券研究所

与冷轧硅钢相比，非晶合金材料的优点有：

1. 非晶合金带材的厚度比冷轧硅钢片低一个数量级，电阻率也接近冷轧硅钢片的三倍，因此由非晶合金制成的铁芯，它的涡流损耗比冷轧硅钢片制成的铁芯要小很多。

2. 由于非晶合金的原子排列是随机的，不存在原子定向排列产生的磁晶各向异性，也不存在产生局部变形和成分偏移的晶粒边界。因此，磁导率高，矫顽力小，具有前所未有的软磁性。非晶合金的矫顽力是冷轧硅钢片的 1/7 左右，非晶合金的磁滞回线所包络的面积远远小于冷轧硅钢片，因此非晶合金的磁滞损耗比冷轧硅钢片的也小很多。

与冷轧硅钢相比，非晶合金材料的缺点有：

1. 非晶合金的饱和磁感应强度比冷轧硅钢片低，这将造成采用非晶合金的变压器体积比冷轧硅钢片变压器大 30%左右，因而使用的铜线和其它原材料也较多，制成的变压器价格高。

2. 非晶合金的饱和磁致伸缩系数是冷轧硅钢片的 3 倍，因此在制造变压器铁芯时不宜过度夹紧，因此噪音较大，而配电变压器的标准对于噪音有明确的规定。

综上所述，虽然非晶合金在物理性能上存在某些不足，但总体上来说非晶合金是一种具有优异软磁性能的材料。与冷轧硅钢片相比，非晶合金更适合作为变压器铁芯材料，未来将部分取代冷轧硅钢片在变压器中的应用。

1.2 非晶合金变压器比取向硅钢变压器更具性价比

硅钢片变压器中的硅钢片上有两种损耗：磁滞损耗和涡流损耗。磁滞损耗，随着硅钢片的材质系数、磁通密度、磁通变化频率及体积的增大而增加。涡流损耗，随着硅钢片的电导率、片厚的平方值、磁通密度及体积的增大而增加。因此，片厚的厚薄对涡流损耗的影响较大，要求用薄的硅钢片来叠装变压器铁心。涡流的磁场会减弱主磁场。由于铁心的中部所交链的涡流回路数量最多，中心部分的去磁作用也就越明显。结果是沿边缘的磁通多于中间的磁通，形成所谓的“集肤效应”。采用薄硅钢片，不仅可有效地减少涡流，而且能降低集肤效应的不良影响。硅钢片越薄，其效果越好，但是硅钢片越薄，加工这种硅钢片的工艺越复杂，成本越昂贵、呈几何级数增加。在铁心的制造中，硅钢片越薄，加工越困难，而且硅钢片片间绝缘所占尺寸相对增加，使叠片系数下降，造成磁通密度增高，因此硅钢片也不能过薄。目前硅钢变压器采用的硅钢片厚度一般在 0.23-0.35mm。

铁基非晶合金的损耗比 0.23mm 厚的 3%硅钢小，一方面是铁基非晶合金带材厚度薄、电阻率高，更主要的原因是铁基非晶合金是非晶态，原子排列是随机的，不存在原子定向排列产生的磁晶各向异性，也不存在产生局部变形和成分偏移的晶粒边界。因此，妨碍畴壁运动和磁矩转动的能量壁垒非常小，具有前所未有的软磁性，所以磁导率高，矫顽力小，损耗低。铁基非晶合金磁芯的工作磁通密度为 1.35T~1.40T，取向硅钢为 1.6T-1.7T。为了保证变压器铁心磁通量一致，铁基非晶合金铁心的截面积必须为硅钢铁心的 130-140%左右。但是，即使铁心重量重，对同样容量的工频变压器，磁芯采用铁基非晶合金的损耗，比采用硅钢的要低 70%-80%。

表 2：非晶合金变压器(SH15)与 S9 系列变压器价格预测与价差静态回收期预测

容量 (KVA)	型号	材料成本 (元)	非晶与硅钢变压器 价格估算(元)	非晶与硅钢变压器 价格比	节约电量(kWh/ 台年)	非晶变压器价 差静态回收年 限(年)
30	S9	5281	10562	1.32	850	6.57
	SH15	6957	13913			
50	S9	7302	14604	1.31	1113	6.76
	SH15	9558	19116			
80	S9	9847	19693	1.31	1666	6.14
	SH15	12915	25831			
100	S9	11345	22689	1.29	1885	5.77
	SH15	14608	29216			
400	S9	30661	61321	1.30	5260	5.89
	SH15	39958	79916			
800	S9	53976	107952	1.21	8941	4.30
	SH15	65511	131021			

资料来源：华泰证券研究所

非晶带材较高的饱和磁通、优异的铁心损耗以及其他特性使使用非晶带材比取向硅钢具有更大的经济可行性。美国通过使用非晶带材制作的电力变压器每年可节约近 5×10^{10} kWh 的空载损耗，节能产生的经济效益节约为 35 亿美元。同时减少电力损耗也就降低了发电的燃料消耗，从而减少了诸如 CO₂、SO₂、NO_x 等有害气体的排放量，满足了社会可持续发展和保护生态环境的需要。

2008 年世界取向硅钢产量在 220 万吨左右。根据日立金属 2015 年非晶带材达到 15 万吨的扩产计划，即使加上 2015 年安泰科技可能达到 7 万吨的产量，非晶带材对取向硅钢的

替代率也不过 10%。

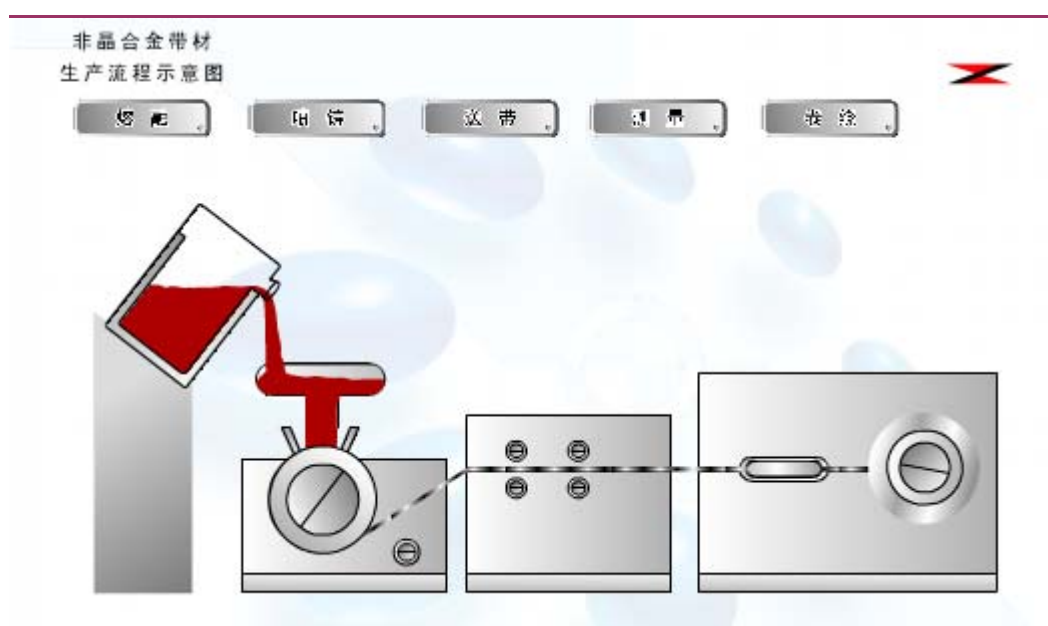
目前非晶变压器销售价格是相同容量的硅钢变压器的 120-130% 左右。正是由于这个价格比例，非晶变压器相对于取向硅钢变压器在 25-30 年的使用寿命中，具有吸引人的性能价格比。总拥有费用法（简称 TOC）是一种评价变压器能源效率比较全面的方法，它是根据综合比较变压器价格和能耗水平的原则，按照总拥有费用最低来选择变压器。另外，我国有关部门规定：凡节能产品，其初始投资的超额部分（比老产品）的回收年限不应超过 5 年，最长不超过 7 年。按此计算，非晶带材变压器的价格必须 ≤ 1.3 倍同容量冷轧硅钢变压器的价格，才符合国家节能产品替代要求。另外，非晶变压器的稳定性是有保证的。最早上网运行的非晶变压器，已经有 20 年的运行历史，在温度稳定性、时效稳定性、机械稳定性以及磁冲击稳定性等方面完全能达到使用要求。由安泰科技生产的非晶带材所制成的变压器，在甘肃等地上网运行，并未发生质量上的问题。

1.3 安泰科技非晶带材生产工艺难度大、投资效益高

安泰科技 4 万吨非晶带材生产线由 1 条 1 万吨级、2 条 1.5 万吨级生产线组成。经过大量攻关，安泰科技已全面掌握了非晶带材及其制品生产所需的相关技术，形成了自己的知识产权，已经授权的发明和实用新型专利达 23 项，其中：材料方面有 6 项，方法装置的有 11 项，涉及变压器铁芯及元器件方面的有 6 项。上述专利和实用技术，均有实证基础，并且大部分已经在生产中得到应用。

公司首期 1 万吨生产线经过热试，其生产系统可靠性和稳定性已基本达到设计水平，非晶带材的物理和力学性能已达到设计指标要求，具备了连续生产条件，已于 9 月 18 日投产。后续 3 万吨的生产线已进入设备制造后期，预计 2009 年底完成设备安装、冷调试和热调试，2009 年底或 2010 年初投产。公司首条 1 万吨非晶带材生产线的投产使公司成为全球仅有的两家非晶合金宽带供应商之一，将有利于我国推广非晶合金变压器在电力行业的广泛应用。

图 1：非晶合金带材生产流程示意图



资料来源：置信电气网站

非晶合金材料是一次喷制成型，与其它薄带需要多重轧制不同，生产工艺过程有效简化，比取向硅钢生产工艺节省 6-8 道工序，降低了生产成本与能耗，节省损耗能量 80% 左右。但喷制薄带的工艺难度大大超过了轧制薄带，喷制的成品率取决于对非晶材料生产的特性了解和设备的精度。日立金属 2008 年度非晶带材的产能为 52000 吨，产量达到 50000 吨，取得 96% 的成材率。安泰科技以往用于生产互感器用窄带材为主的“千吨级非晶带材及制品项目”产量达到约 800 吨，设备利用率约达到 80% 以上。

武钢股份二硅钢取向硅钢单位投资金额约 3 万元/吨，2008 年底将近完工的三硅钢单位投资金额上升到 5 万元/吨，两个项目平均也有 38732 元/吨，是安泰科技的非晶合金带材单位产能投资金额 4630 元/吨的 8.36 倍。安泰科技的非晶带材在投资效益上具有明显优势。

表 3：安泰科技 4 万吨非晶带材项目投资概算

序号	工程项目	投资额（万元）	占项目投资总额比例（%）
一	工程费用	21,669.9	67.72
1	建安费	6,576.7	20.55
2	设备购置、安装费	11,944.2	37.33
3	土地费用	300.0	0.94
4	工程建设其他费用	1,294.4	4.05
二	预备费用	1,554.7	4.86
三	铺底流动资金	10,330.1	32.28
	总投资	32,000.0	100.00

资料来源：公司公告

表 4：武钢股份取向硅钢投资金额与取向硅钢设计产能

项目	投资金额（亿元）	取向硅钢设计产能（万吨）	无取向硅钢设计产能（万吨）	取向硅钢单位投资金额（元/吨）
二硅钢	47.45	16	66	29656
三硅钢	61.00	12	8	50833
总计	108.45	28	74	38732

资料来源：武钢股份公司公告

1.4 非晶带材项目的盈利将呈现爆发式增长

非晶合金带材一般含铁 78%-81%、含硼 13-5%、含硅 3.5%-8%，另外还含微量的镍和钴等金属元素。其主要原材料为纯铁、硼铁、金属硅。非晶合金带材的牌号众多，我们选择典型的 Metglas 2605SA1，成份为 Fe₈₀Si₉B₁₁ 铁基非晶合金进行估算。据估算，目前 Metglas 2605SA1 铁基非晶合金的原材料成本在 15513 元/吨左右。

表 5：Metglas 2605SA1 铁基非晶合金原材料成本估算

Fe ₈₀ Si ₉ B ₁₁	工业纯铁	硼铁 FeB20C0.1	金属硅 2202	合计（元）
每100吨需要原料重量(吨)	36	55	9	
不含税单价(元/吨)	4300	24000	8500	
小计	154800	1320000	76500	1551300

资料来源：华泰证券研究所

安泰科技与日立金属是全球仅有的两家非晶合金宽带供应商。日立金属作为目前全球非晶合金带材的最大供应商，在美国工厂的产能为 2.2 万吨，在日本本土新建的 3 万吨项目投产后，目前的总产能约为 5.2 万吨。然而，日立金属在美国的 2.2 万吨产能，约 8000-10000 吨出口至中国，其余产品供给至印度、美国以及日本等其他国家。在日本本土新扩建的 3 万吨产能，约 8000-10000 吨供给印度市场，1 万吨供给日本及美国等市场，新增中国的供给量最多为 1 万吨。总体上，日立金属 5.2 万吨的产能完全释放后，供给中国市场的非晶合金带材约 2-2.5 万吨。根据测算，至 2010 年，如果 30% 的配电变压器改用非晶材料，我国对非晶合金带材的需求量将高达 20 万吨以上。仅仅依靠日立金属的供给，我国非晶合金带材将存在巨大的供需缺口。基于对非晶带材未来市场前景的看好，我们认为非晶带材的价格未来将保持在比较高的位置，非晶带材产品的毛利率也能够长期维持高位。

为了谨慎起见，我们按照安泰科技 2010-2012 年 60%、75%、90% 的成材率来预计未来三年的盈利情况。根据我们的预测，非晶带材项目未来三年将为公司贡献 0.33、0.76、0.93 元的每股收益。

表 6：安泰科技非晶带材项目盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年
产能 (吨)	25000	40000	40000
成材率	60%	75%	90%
产量 (吨)	15000	30000	36000
价格 (元/吨, 含税)	37000	37000	37000
原材料成本 (元/吨)	15513	15513	15513
折旧费 (元/吨)	1247	623	519
工资 (元/吨)	2333	1333	1111
其他制造费用 (元/吨)	500	500	500
期间费用 (元/吨)	500	500	500
单位成本总计 (元/吨)	20093	18470	18144
非晶带材收入 (万元)	47436	94872	113846
非晶带材成本 (万元)	23270	46539	55847
非晶带材利润总额 (万元)	17296	39463	48529
非晶带材净利润 (万元)	14702	33543	41250
每股收益	0.33	0.76	0.93

资料来源：华泰证券研究所

二、募投项目即将全面投产，业绩进入速增长期

公司 2006 年非公开发行股票募集资金拟投资 3 个项目。截至 2009 年 6 月 30 日，公司前次募集资金基本投入完成，但还没有产生收益。公司金刚石工具项目、难熔新材料项目是在原有产能上的升级扩产，项目达到预期收益的确定性较高，预计两项目将在 2009 年之内完成建设与试生产，2010 年将是业绩释放期。

表 7：安泰科技募集资金投资项目进度 (单位：万元)

投资项目	承诺募集资金投资金额	实际投入金额	项目投入进度	报告期收益	项目达到预定可使用状态日期
高性能难熔材料及制品产业化项目	10,404.00	10,425.39	100.21%	0	2009 年
年产 4 万吨非晶带材及制	18,340.00	18,697.40	101.95%	0	2009 年

品项目

高品级聚晶金刚石材料及

高档专业金刚石工具产业 11,246.00 10,285.36 91.46% 241 2009年

化项目

合计 39,990.00 39,408.15 241

资料来源：华泰证券研究所

我们认为：公司现有业务的持续增长扩大了公司股票的安全边际，大大地降低了投资风险；而非晶带材项目对公司今后的发展具有极其重要的作用，其顺利达产将对公司的投资价值产生质的影响。

2.1 金刚石工具产品瞄准高端市场

安泰科技金刚石工具产品的瞄准了国际市场（主要出口欧、美市场），年出口比例约为95%。公司2005年在美国市场取得突破后，在美国将不再面临来自同行的恶性价格竞争。另外，公司是目前国内唯一通过OSA认证的企业，这将使得公司在欧洲市场的竞争中占有优势地位。

公司非公开发行募投的金刚石工具项目是在IPO募集资金项目基础上进行扩产和产业升级。计划建设热压烧结、激光焊接和高温焊接共三条生产线及聚晶金刚石合成生产线，重点对无压烧结锯片，热压锯片、激光焊接锯片进行扩产的同时，将进行若干产品工艺技术升级。

此项目总计划为11246万元，达产后将形成年产各类金刚石专业制品200万件及聚晶金刚石产品60万件的规模。公司预计，该项目达产年销售收入25500万元，税后利润3802.7万元，财务内部收益率（税后）为26.9%，财务净现值（ $I_c=12\%$ ）为9797.0万元，投资回收期为4.8年，投资利润率26.2%，销售净利润率为15.6%，项目盈亏平衡点平均为42.5%左右。

截至2009年6月30日，项目厂房、研发楼及市政等辅助配套设施的土建工程已全部完成，工艺设备已完成订货，其中59台设备提前使用，高压供电方案已经电力部门的审批，正在积极实施。本项目2009年6月底募集资金支出10285.36万元，预计2009年年底之前建成投产。

表8：金刚石工具项目产能及收入预测

产品	达产产量(万件)	均价(元/件)	收入(万元)
激光焊接锯片	40	200	8000
高频焊接锯片	10	800	8000
热压烧结锯片	150	30	4500
聚晶金刚石锯片	5	300	1500
聚晶金刚石钻头	5	400	2000
聚晶金刚石	50	30	1500
合计	260		25500

资料来源：公司资料

我们认为：公司的金刚石工具具有相当的市场竞争力，未来项目的达产以及销售的不确定性较小。如果项目能顺利进行，金刚石工具的收入与利润将会保持20%以上的复合增

长率。

2.2 难熔材料项目将稳步成长

高性能难熔材料及制品研究的技术成果全部为公司的自有技术成果。高性能难熔材料及制品项目的建设是在多年的科研成果基础上实施的。项目的构成包括精细难熔金属及其合金制品、难熔金属及其合金靶材、特种陶瓷及陶瓷复合材料。

难熔材料业务由难熔材料分公司经营，该分公司是所有分公司、事业部中盈利能力最好的，连续五年在公司内部考核中排名第一。难熔材料业务没有列入公司首次募集资金投资范围，公司依靠自有资金，通过持续技改投入，难熔分公司的设备能力和水平得到大大提高。公司难熔材料业务近几年稳步增长，尤其是民品的开发已显现出成效。

前次增发的资金投向为精细难熔金属及其合金制品、难熔金属及其合金靶材和特种陶瓷及陶瓷复合材料三项，主要产品包括：难熔复合材料和制品、高比重合金、烧结钨钼制品、变形态钨钼及其合金制品、高性能靶材等。

表 9：募资项目达产后公司各类难熔材料的产量

产品名称	产量(吨)
精细难熔材料及制品	难熔复合材料(WCu)
	80
	高比重合金(WNiFe)
	120
高性能靶材	烧结钨钼制品(W)
	60
	变形态钨钼及其合金制品
	100
陶瓷粉末及制品	粉末冶金 Cr 及 Cr 合金
	30
陶瓷粉末及制品	磁记录 NiCr 合金靶
	20
陶瓷粉末及制品	AlN 陶瓷粉末
	25
陶瓷粉末及制品	陶瓷制品
	5
合计	440

资料来源：公司资料，华泰证券研究所

公司预计，该项目达产年销售收入 23441 万元，税后利润 2861.9 万元，年平均投资利润率 16.26%，税后财务内部收益率 16.17%，投资回收期 7.63 年（含建设期），项目盈亏平衡点平均为 35.1%。

截至 2009 年 6 月 30 日，项目已完成建筑面积 16700 平方米的厂房及附属办公用房的建设，设备基础、辅助设施完成，电力、自来水均正式接通到位；新购工艺设备基本安装完毕，搬迁改造设备在保证正常经营不受影响的前提下，公司详细安排计划，按计划实施；网络通信、监控基本完工；市政道路正在收尾，绿化等正在施工。截至 2009 年 6 月底，募集资金已使用完毕，预计 2009 年底之前可建成投产。

三、股权激励方案实施，公司业绩具备安全底线

2008 年 2 月 28 日，公司召开第三届董事会第六次临时会议审议通过了《安泰科技股份有限公司股票期权激励计划》。2008 年 12 月 29 日召开第四届董事会第七次会议，审议通过了《安泰科技股份有限公司股票期权激励计划》，并经中国证监会审核无异议。2009

年1月21日公司召开2009年第一次临时股东大会审议通过了《安泰科技股份有限公司股票期权激励计划》。

首期计划授予激励对象股票期权总额度为756.49万份期权。公司股票期权激励计划的授权日确定为2009年1月22日。股票期权成本计入公司管理费用，并在经常性损益中列支。首期股票期权的行权价格为17.44元。行权限制期为2年，自2009年1月22日至2011年1月21日，在限制期内股票期权不可以行权。行权有效期为2011年1月22日至2014年1月21日。超过行权有效期的，其行权权利自动失效，并不可追溯行使。

根据公司的股权激励计划要求：股票期权授予上一年度净资产收益率（此处净资产收益率指标为扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率指标）不低于7%，相比上一年度的净利润增长率不低于15%（此处净利润增长率指标为扣除非经常性损益后的净利润增长率指标）。照此要求，2009-2011年公司扣除非经常性损益后的每股收益将不低于0.38、0.44、0.52元/股。我们认为：在市场环境不出现大幅波动的情况下，公司未来几年的业绩具备安全底线。

表10：公司相关年度的股权激励摊销费用（单位：万元）

总费用	各年度摊销				
	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年度
2366.36	638.92	851.89	559.05	266.22	50.29

资料来源：公司资料，华泰证券研究所

四、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下价格与产量假设：

- 1、 高级聚晶金刚石材料及高档专业金刚石工具产业化项目 2009 年底全面投产，2009-2011 年达产率为 15%、70%、100%；
- 2、 高性能难熔材料及制品产业化项目 2009 年底全面投产，2009-2011 年达产率为 10%、70%、100%；
- 3、 非晶带材项目的建设进度与盈利预测沿用上文的结果；
- 4、 公司其他业务保持稳定；
- 5、 公司的综合所得税率为 15.5%。

根据我们的预测，公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别是 0.39 元、0.77 元、1.21 元，对应动态市盈率分别为 59.79、30.45、19.23 倍。由于前次募集资金项目在 2009 年底全面投产，安泰科技的业绩在 2010-2011 年将出现较快增长。

但是我们也应该注意到公司的非晶带材项目的顺利达产还存在一定的不确定性，这使得公司的业绩释放可能会有所推迟。公司目前的股价已经基本反映了未来业绩的快速增长，我们给予公司“观望”的投资评级。未来 6 个月合理股价区间对应于 2010 年 28-30 倍 PE，即 21.6-23.1 元。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2610	4616	5063	6240
现金	606	1973	2610	3686
应收账款	328	442	432	448
其它应收款	34	55	50	53
预付账款	605	966	735	689
存货	804	949	960	1028
其他	233	229	275	336
非流动资产	1493	1777	1960	2149
长期投资	107	127	127	127
固定资产	792	970	1405	1577
无形资产	156	157	158	159
其他	438	523	270	285
资产总计	4103	6393	7022	8388
流动负债	1424	3395	3263	3367
短期借款	399	1247	1379	1368
应付账款	312	652	559	620
其他	713	1496	1326	1379
非流动负债	319	475	625	775
长期借款	250	400	550	700
其他	69	75	75	75
负债合计	1743	3870	3888	4142
少数股东权益	389	415	456	509
股本	441	441	452	477
资本公积	1054	1054	1288	1812
留存收益	475	612	937	1449
归属母公司股东权益	1971	2108	2678	3737
负债和股东权益	4103	6393	7022	8388

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	302	771	409	745
净利润	183	198	388	632
折旧摊销	80	44	57	71
财务费用	50	29	38	28
投资损失	-1	0	-1	-1
营运资金变动	-19	492	-66	20
其它	10	7	-7	-5
投资活动现金流	-391	-338	-240	-260
资本支出	340	300	230	250
长期投资	-52	20	0	0
其他	-103	-18	-10	-10
筹资活动现金流	262	935	467	591
短期借款	97	848	132	-11
长期借款	175	150	150	150
普通股增加	40	0	11	25
资本公积增加	3	0	234	523
其他	-54	-63	-60	-96
现金净增加额	169	1368	636	1076

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3000	2867	3669	4478
营业成本	2538	2416	2941	3444
营业税金及附加	9	11	14	17
营业费用	81	65	86	96
管理费用	92	113	133	146
财务费用	50	29	38	28
资产减值损失	26	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1
营业利润	206	234	459	748
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	205	234	459	748
所得税	23	36	71	116
净利润	183	198	388	632
少数股东损益	34	26	41	52
归属母公司净利润	148	172	347	579
EBITDA	336	307	554	847
EPS (元)	0.34	0.39	0.77	1.21

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.3%	-4.4%	28.0%	22.0%
营业利润	0.2%	13.9%	95.9%	62.8%
归属于母公司净利润	7.3%	16.2%	101.3%	67.1%
获利能力				
毛利率	15.4%	15.8%	19.9%	23.1%
净利率	4.9%	6.0%	9.4%	12.9%
ROE	7.5%	8.2%	12.9%	15.5%
ROIC	11.2%	12.7%	21.3%	31.0%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	60.5%	55.4%	49.4%
净负债比率	37.26%	42.55%	49.61%	49.92%
流动比率	1.83	1.36	1.55	1.85
速动比率	1.25	1.07	1.25	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.55	0.55	0.58
应收账款周转率	9	7	8	9
应付账款周转率	7.63	5.01	4.86	5.84
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.39	0.79	1.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	1.75	0.93	1.69
每股净资产 (最新摊薄)	4.47	4.78	6.07	8.47
估值比率				
P/E	69.47	59.79	30.45	19.23
P/B	5.23	4.89	3.94	2.98
EV/EBITDA	32	35	19	13

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。