

精细化工



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

永太科技（002326）

精细氟化工的领先者

无评级

市场数据

报告日期	2009-12-22
收盘价(元)	
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	133.50
流通股本(百万股)	26.80
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
每股净资产(元)	6.21

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	393	424	540	769
同比增长	36.2%	7.8%	27.4%	42.4%
净利润(百万元)	43	58	82	141
同比增长	5.2%	34.6%	40.6%	72.2%
毛利率	26.5%	27.3%	27.9%	32.0%
净利率	11.0%	13.7%	15.2%	18.3%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.61	1.06
每股经营现金流(元)	0.47	0.34	0.65	0.94

股价走势

投资要点

- **氟精细化工发展前景良好。**近年来国际氟化工行业不断向中国转移；氟精细化工是氟化工行业中附加值最高、产品销售额最大的子行业，主要下游液晶、医药和农药市场容量达数十亿美元，且仍在快速增长中，未来增速将在15%以上。
- **永太科技是国内精细氟化工的领先企业。**公司主要生产苯系列氟精细化学品，涵盖液晶、农药、医药三大领域，08年营业收入达3.9亿元，其中3,5-二氟溴苯、3,4,5-三氟溴苯、2,3,4-三氟硝基苯、3,5-二氟苯胺等产品的销量位居全国第一；公司借助浙江萤石资源，承接国际产能转移，与国际知名医药、化工企业建立了良好的合作关系。
- **永太科技的优势在于一体化产业链和先进技术。**公司产能较大、产品种类多且齐全，形成了一体化产业链，因此可以依据市场需求灵活调整产品和原料结构；一体化生产也保证了产品质量的稳定，并将副产品综合利用，从而降低生产成本。同时公司的自主知识产权技术也为其保持领先奠定了坚实基础。
- **募投项目前景良好，将提升公司长期价值。**精细化工的行业属性决定了企业必须不断推陈出新，募投项目有良好的市场前景，公司与关键客户的良好关系和合作协议保证了产品顺利销售；高附加值产品的开发不仅将形成新的利润增长点，也将进一步巩固并发展公司与现有关键客户的合作关系，充分分享行业景气。
- **合理估值区间 18.3-22.0 元。**我们预计公司 09~11 年 EPS(摊薄)分别为 0.44、0.61、1.06 元，给予公司 2010 年 30-36 倍市盈率的估值，对应股价为 18.3-22.0 元。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、汇率波动风险。

相关报告

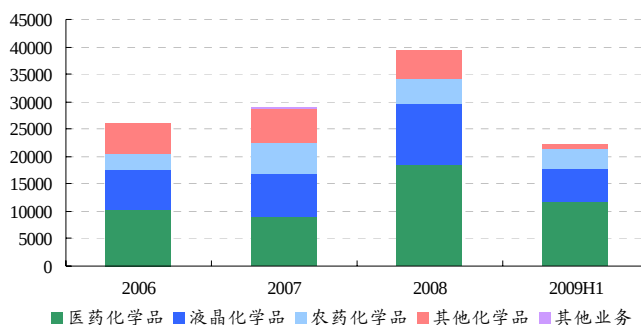
目 录

1、公司基本情况	- 3 -
2、氟精细化工行业分析	- 4 -
2.1 氟化工产业链概况	- 4 -
2.2 氟精细化工需求分析	- 5 -
2.3 氟精细化工竞争分析	- 7 -
3、公司分析	- 7 -
4、公司竞争优势分析	- 9 -
4.1 完整产业链优势	- 9 -
4.2 技术优势	- 9 -
5、募投项目分析	- 9 -
6、盈利预测与估值	- 10 -
6.1 盈利预测假设	- 10 -
6.2 盈利预测结果	- 11 -
7、风险提示	- 12 -
7.1 原材料价格波动风险	- 12 -
7.2 汇率波动风险	- 12 -
 图 1 公司业务收入结构（万元）	- 3 -
图 2 公司股权结构	- 3 -
图 3 氟化工产业链	- 4 -
图 4 氟化工产品增值路径图	- 4 -
图 5 2005 年全球氟化工销售额（亿美元）	- 5 -
图 6 我国萤石出口情况（万吨）	- 5 -
图 7 液晶显示器市场占有率将不断提高	- 5 -
图 8 全球大尺寸 TFT 液晶面板出货面积	- 5 -
图 9 我国医药制造业发展迅速	- 6 -
图 10 世界抗菌素市场份额比例图	- 6 -
图 11 我国农药制造业发展迅速	- 6 -
图 12 我国农药中间体毛利率趋稳	- 6 -
图 13 公司分产品收入情况	- 8 -
图 14 公司主要装置开工率	- 8 -
图 15 公司分产品营业利润情况	- 8 -
图 16 公司分产品毛利率	- 8 -
图 17 公司产业链图	- 9 -
 表 1 永太科技发行前后股权结构情况（以发行 3350 万股计算）	- 3 -
表 2 国内主要氟化工企业和公司主要竞争对手	- 7 -
表 3 精细化工企业分类	- 7 -
表 4 氟精细化工主要化合物	- 8 -
表 5 募集资金项目及使用计划（万元）	- 10 -
表 6 公司盈利预测假设	- 11 -
表 7 公司盈利预测结果	- 11 -
表 8 相关上市公司估值比较	- 11 -
附表	- 13 -

1、公司基本情况

浙江永太科技股份有限公司（以下简称“永太科技”）主要从事氟精细化学品的研发、生产和销售，产品类别包括液晶化学品、医药化学品、农药化学品和其他化学品，是国内产品链最完善、产能最大的氟精细化学品生产商之一，公司近几年的收入结构及变化如图 1 所示。

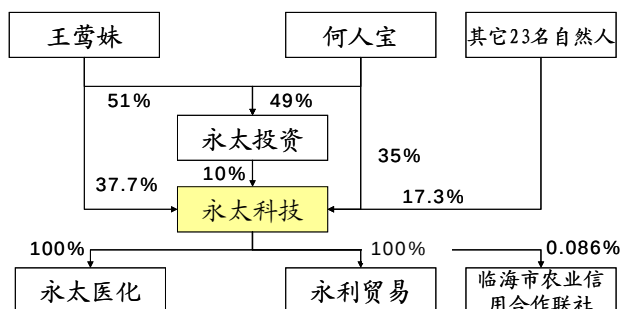
图 1 公司业务收入结构（万元）



数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

王莺妹、何人宝分别直接持有公司 37.7%、35%的股份，并通过两人共同全资所有的永太投资间接持有公司 10%的股份，合计控制 82.7%，因此王莺妹、何人宝夫妇是永太科技的控股股东与实际控制人。公司本次拟发行人民币普通股 A 股不超过 3350 万股，占发行后总股本的 25.1%。

图 2 公司股权结构



数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

表 1 永太科技发行前后股权结构情况（以发行 3350 万股计算）

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
王莺妹	3770	37.7%	3770	28.2%
何人宝	3500	35.0%	3500	26.2%
永太投资	1000	10.0%	1000	7.5%
刘洪等股东	1730	17.3%	1730	13.0%
本次发行			3350	25.1%
合计	10000	100.00%	13350	100.00%

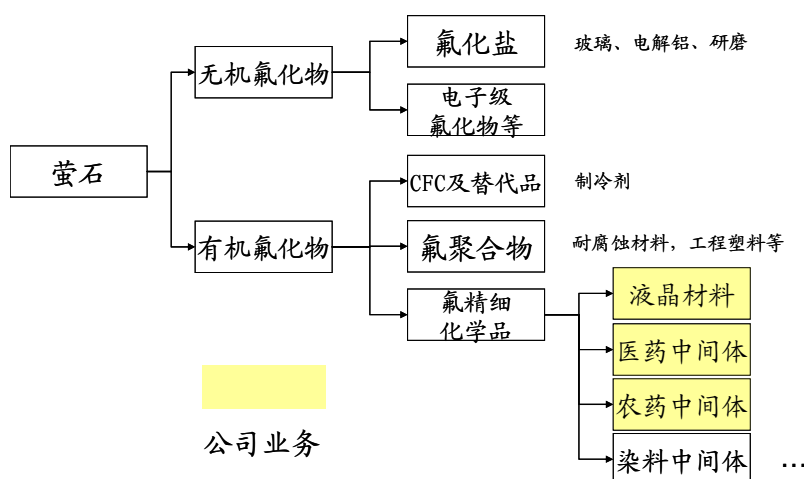
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

2、氟精细化工行业分析

2.1 氟化工产业链概况

氟化工产品包括无机氟化物和有机氟化物，有机氟化物又主要分为三大类：CFC及替代品、含氟聚合物和含氟精细化学品。含氟精细化学品位于氟化工产业的高端，是氟化工行业中附加值最高、产品销售额最大的子行业。

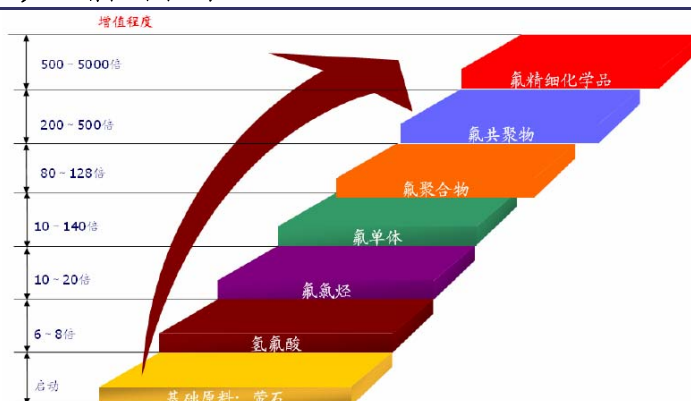
图 3 氟化工产业链



资料来源：兴业证券研发中心

2005 年，全球氟化工产品总销量约 250 万吨，销售额超过 210 亿美元，2000-2005 的年平均增长率为 3.5%。随着应用领域不断拓展，预计今后 10 年，氟化工产品的全球平均需求增长率仍将保持在 3% 以上。

图 4 氟化工产品增值路径图

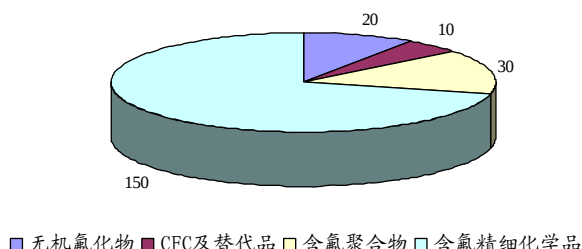


资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

萤石资源是氟化工发展的基础，我国萤石的保有储量为 2.6 亿吨，占世界总储量 2/3 以上，且集中于浙江、湖南和内蒙古。丰富的萤石资源是国内氟化工行业的优势所在，近年来由于萤石资源和人力成本等优势，以及我国通过出口配额等政策

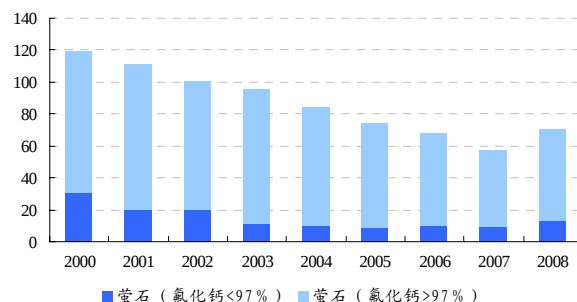
限制萤石出口，国际氟化工行业不断向我国转移，加入 WTO 以后，我国氟化工行业年均增长率超过 15%。

图 5 2005 年全球氟化工销售额（亿美元）



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 6 我国萤石出口情况（万吨）



资料来源：中国海关，兴业证券研发中心

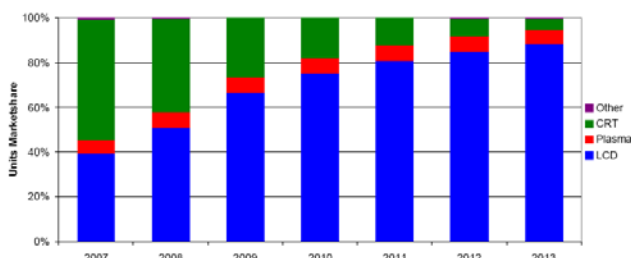
目前全球氟化工产业链的高端仍然集中于美国、日本、西欧等发达国家，2005 年全球氟精细化学品产值占氟化工行业总产值的 70%，而国内的这一比例仅为 20%。“十一五”期间，我国氟化工产业发展的重点将是大力发展中高档产品，提高氟精细化学品的比例，加快高附加值的氟材料、可溶性氟聚合物和 CFC 替代品的规模化生产，氟精细化工的发展速度将超越行业平均。

2.2 氟精细化工需求分析

氟精细化工的产品包括含氟电子化学品（液晶材料）、含氟医药、含氟农药等，下面我们逐一进行分析。

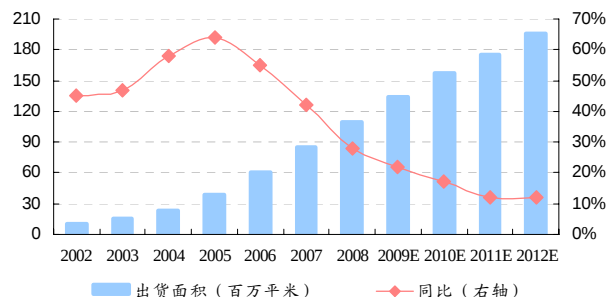
液晶材料：2002 年起，平板显示技术（FPD）已经超越传统显示技术（CRT）成为市场主流，FPD 技术从 TN（扭曲向列）发展到 STN（超扭曲向列），再到 TFT（薄膜式晶体管）。由于 TN 和 STN 存在显示容量的缺陷，TFT 将逐渐成为 FPD 主流技术。2006 年全球 TFT 液晶材料市场的规模已经超过 15 亿美元，且仍在高速增长，动力主要来自笔记本电脑和电视。

图 7 液晶显示器市场占有率将不断提高



资料来源：Merck KGaA，兴业证券研发中心

图 8 全球大尺寸 TFT 液晶面板出货面积



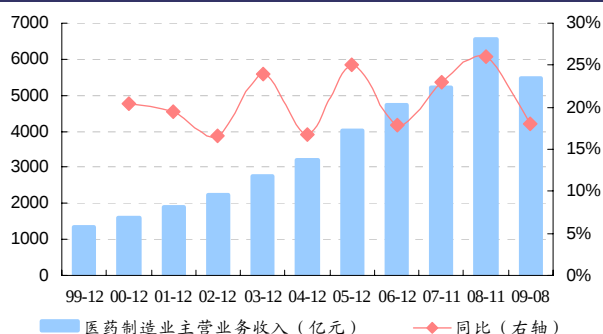
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

液晶材料需要具有高稳定性和低粘度，目前主要有含氟体系和烃类体系两类，含氟体系同时由于具有较高的极性，可以满足 TFT 显示技术的要求，因此 TFT 液晶

材料必须使用含氟液晶，含氟液晶同时也可作高档 TN、宽温 TN 和 STN-LCD 的原材料。

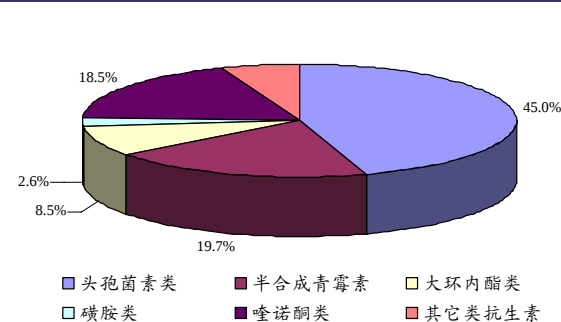
含氟医药：含氟有机化合物具有较高的脂溶性和疏水性，能够促进其在生物体内吸收与传递的速度，因此，含氟医药具有用量少、毒性低、药效高、代谢力强等特点。目前，国内外含氟药物已经达到数百种，许多是一线的临床治疗药物，年销售额已经超过了 10 亿美元，现有含氟医药主要包括抗菌素、糖尿病药物和消炎抗风湿类药等。

图 9 我国医药制造业发展迅速



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 10 世界抗菌素市场份额比例图

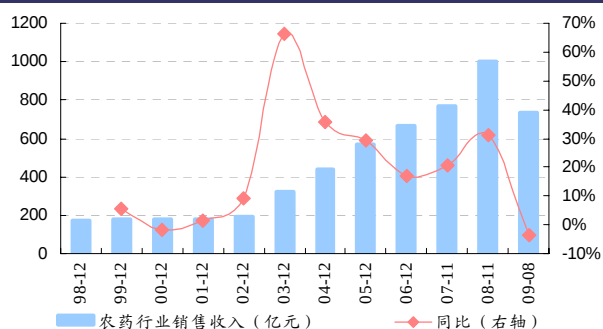


资料来源：京新药业招股书，兴业证券研发中心

我国氟医药最常见的是喹诺酮类抗菌素，其具有杀菌谱较广、毒副作用较小、价格适中等优势，自 20 世纪 70 年代开发以来发展非常迅速。目前诺氟沙星、环丙沙星和氧氟沙星等大品种不仅满足国内需求，且每年有 80% 以上的产品出口。喹诺酮类药目前已占世界抗感染药物市场的 18.5%，平均年增长率为 7%，预计 2010 年，喹诺酮类药将超过头孢菌素类，成为抗菌药物市场中增长最快的一类药物。

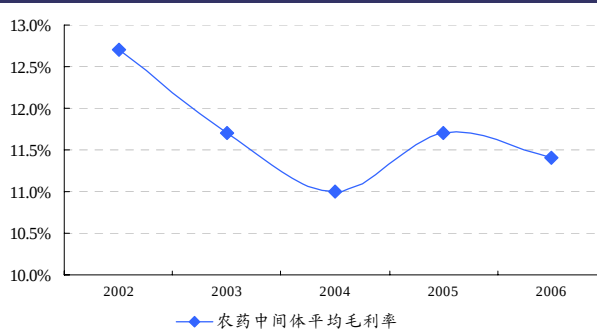
含氟农药：氟农药有很高的生物活性，且具有高效、广谱、低毒、低残留等特点，氟的引入使其原有农药的性能进一步提高，如含氟吡啶衍生物制成的除草剂吡氟禾草灵的性能提高了 1 倍多，杀虫剂氯氟脲兼有杀虫和不育功能。目前氟农药约占世界农药品种的 12%；而最近研制开发的农药新品种一半以上为氟农药，氟农药已经成为世界农药工业发展的重点。

图 11 我国农药制造业发展迅速



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 12 我国农药中间体毛利率趋稳



资料来源：联化科技招股书，兴业证券研发中心

2.3 氟精细化工竞争分析

我国的氟化工企业集中于浙江、江苏、山东和上海,合计占全国氟化工产品的 80%,主要企业包括浙江巨化、上海三爱富、山东东岳、江苏梅兰等,就产品而言,上述企业与永太科技有较大差别。从下游行业和客户构成来看,公司的竞争对手主要是生产医药、农药中间体和液晶材料的精细化工厂商,具体见下表。

表 2 国内主要氟化工企业和公司主要竞争对手

企业名称	主要产品
浙江巨化	无机氟化物、CFC 及替代品
上海三爱富	氟聚合物、氟精细化学品(有机溶剂)、CFC 及替代品
山东东岳	无机氟化物、CFC 及替代品
江苏梅兰	氟聚合物、CFC 及替代品
浙江省三门解氏化工	有机氟中间体
扬中德立医药化工	氟喹诺酮类药物中间体
烟台万润精细化工	液晶材料
西安瑞联近代电子材料	液晶材料

资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

精细化工行业作为技术密集行业,其核心竞争力体现在产业链构筑、化学工艺和核心催化剂的选择及过程控制上,不同公司在生产效益与产品质量上存在较大差异,永太科技在技术方面具备较大优势,我们将在“公司分析”部分详细叙述。

3、公司分析

精细化工行业技术烦杂、环节冗长、更新速度快,即使大型化工企业也无法全部掌握研发、生产的所有技术、环节,部分大型化工企业逐渐将研发、生产的某个环节委托给技术更先进、生产更经济的企业,行业分工日趋细化。

表 3 精细化工企业分类

分类	业务重点	代表企业
国际大型综合化工企业	终端产品研究和市场开拓	巴斯夫、拜耳等
发达国家中小型生产商	满足特定市场的需要,个别产品占优	伊斯曼、Saltigo
发展中国家生产商	承接国际订单,发挥比较优势	中国、印度厂商

资料来源: 兴业证券研发中心

永太科技是行业内产品链最完善、产能最大的苯系列氟精细化学品的生产商之一,覆盖了相关下游的大部分产品(表 3)。其中含氟液晶化学品 3,5-二氟溴苯、3,4,5-三氟溴苯、3,4,5-三氟苯酚、2,3,4-三氟苯胺,医药化学品 2,3,4-三氟硝基苯,农药化学品 3,5-二氟苯胺、2,4-二氟硝基苯的销量均位居全国第一。

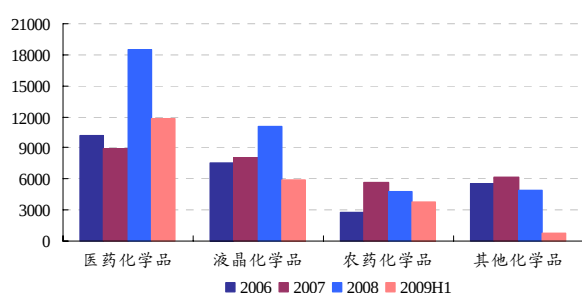
表 4 氟精细化工主要化合物

类别	主要化合物
液晶 氟化物	3,4,5-三氟溴苯、3,4,5-三氟苯酚、2,3-二氟苯乙醚、2,3-二氟苯丁醚、3,4-二氟溴苯、3,5-二氟溴苯、双环己基苯类、环己基联苯类、双环己基烯烃类、烯基双环己基苯类、环己基联苯侧向二氟乙氧基类、烷基双环己基酮、戊基双环己基甲酸
医药 氟化物	2,3,4-三氟硝基苯、2,3,4,5-四氟苯甲酰氯、2,3,4,5,6-五氟苯甲酸、2,4-二氯-5-氟苯乙酮、3-氯-4-氟苯胺、2,4,5-三氟苯乙酸、对氟苯酚、对氟苯甲酰氯、4-溴-2-氟苯胺、1,3-二氟苯
农药 氟化物	2,4-二氟硝基苯、2,4-二氟苯胺、3,5-二氟苯胺、邻氟苯胺、对氟苯酚、2,3-二氯-5-三氟甲基吡啶、2,6-二氟苯甲酰胺、3,4-二氯三氟甲苯、2,4-二氟-3,5-二氯苯胺、4-三氟甲基苯胺、3-三氟甲基吡啶

备注：粗体为公司现有产品或募投项目产品

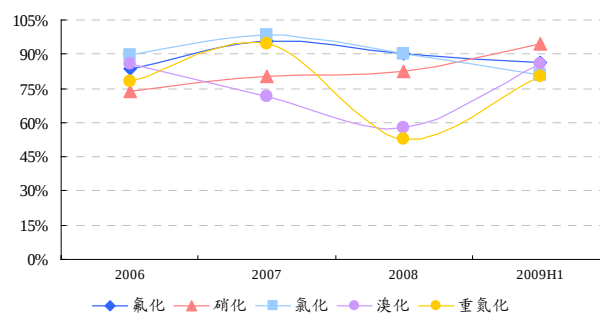
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 13 公司分产品收入情况



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

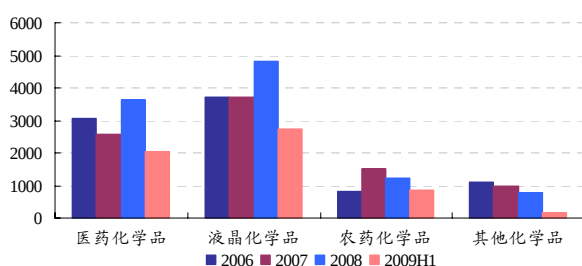
图 14 公司主要装置开工率



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

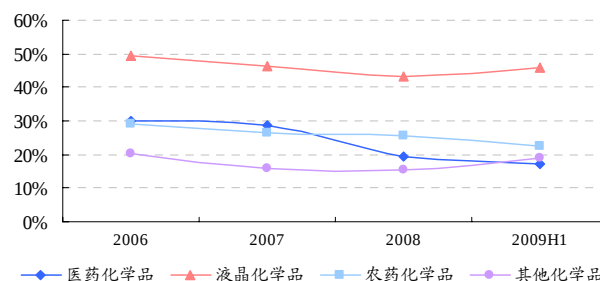
公司利用浙江本地的萤石资源，承接国际订单，实现了销量和收入的快速增长，医药、农药和液晶化学品的收入增速分别超过 30%、30%和 20%（部分年份销售收入下降系公司主动调整产品结构所致）并与德国默克、巴斯夫、日本第一制药、法国罗地亚、日本住友化学等知名的医药、化工企业建立了良好的合作关系；开工率指标也始终处于高位。

图 15 公司分产品营业利润情况



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

图 16 公司分产品毛利率



资料来源：Wind，兴业证券研发中心

公司不同产品毛利率差别较大，总的来说，医药、农药产品的毛利率呈缓慢下降趋势（08 年医药出口退税降低，毛利率下降较快），而液晶产品毛利率较高且稳定；作为精细化工的代表企业，公司的优势体现在通过调整产品结构保持毛利率

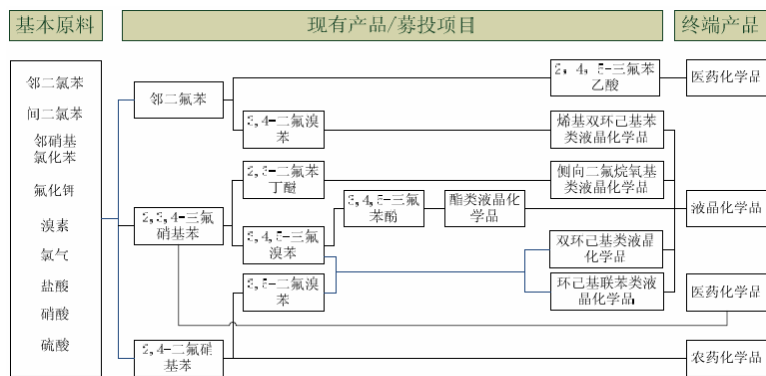
的平稳，例如 3,4,5-三氟苯酚是 2004 年研发成功并投向市场的高附加值产品，产销量均保持了快速平稳增长，而 2,6-二溴-4-硝基苯胺由于毛利率较低且环保支出高，目前已经停止生产。

4、公司竞争优势分析

4.1 完整产业链优势

永太科技是行业内产品链最完整,产能最大的苯系列氟精细化学品的生产商之一,产品结构齐全且绝大多数可以单独销售,公司可以依据市场需求灵活调整产品和原料结构,实现公司利益最大化。完善的产品链带来生产的一体化,避免中间产品影响,保证产品质量的稳定,有利于客户的集中订购。同时综合性生产平台能够将副产品综合利用,从而降低了生产成本。

图 17 公司产业链图



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

4.2 技术优势

公司拥有两项发明专利，并还有八项发明专利申请处于审核期，保证了公司的自主知识产权，为核心产品毛利的稳定提供了一定的保障。此外，公司还拥有以氟苯系列产品中的定向导入氟原子技术为代表的多项非专利技术，它们为公司保持在同行业中的技术领先地位奠定了坚实的基础。

5、募投项目分析

公司拟发行不超过 3350 万股，募集资金投资 TFT 液晶系列高技术产业化项目和西他列汀侧链高技术产业化项目，具体使用计划见下表。其中 TFT 液晶项目主要是对公司现有等级液晶化学品进行深加工，生产可以直接用于调制 TFT 液晶材料的产品；而西他列汀侧链项目是将公司自主研发并申请专利的西他列汀侧链生产工艺进行产业化，生产的西他列汀侧链是用于生产西他列汀的重要化学品。

表 5 募集资金项目及使用计划（万元）

	第一年	第二年	项目实际 投资额	预计募集 资金投入
TFT 液晶系列高技术产业化项目	11029.41 (其中土地出让金 2080 万元)	16699.42	27728.83	25648.83
西他列汀侧链高技术产业化项目	5138.96 (其中土地出让金 415.28 万元)	-	5138.96	4723.68
合计	16168.37	16699.42	32867.79	30372.51

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

精细化工的行业属性决定了企业必须始终以技术创新为核心，不断推陈出新，改善产品结构，进而提升盈利水平。而高附加值产品的开发不仅将形成新的利润增长点，也将进一步巩固并发展公司与现有关键客户的合作关系，更深地契入其全球产品链生产环节，充分分享行业景气。

我们认为，募投项目前景光明，将提升公司长期价值。募投的两项产品都有极好的市场前景：TFT 液晶作为未来发展的主趋势，将获得超越行业平均的发展速度，未来年均增速在 15%以上，本项目所开发的产品属于新型 TFT-LCD 液晶材料的关键中间体，国内尚无生产商形成规模化生产。

西他列汀作为 06 年 10 月上市的新药，市场反应良好，2008 年第一季度销售收入同比增长 212%，未来年均增速超过 40%，公司与该产品的中国境内代理商签署了长期合作协议，从 2007 年开始生产并销售西他列汀侧链产品，目前公司通过调整其他产品产能形成西他列汀侧链生产能力（30 吨/年）远不能满足协议要求。

募投项目销售有保障。液晶材料方面，公司与全球最大的液晶生产商 Merck 形成了长期的合作关系，同时已经和国内最大的液晶材料生产商永生华清签署了《合作协议》，永生华清将在充分考虑市场价格的基础上优先购买公司液晶产品；西他列汀方面，公司与默克公司代理商龙祺化工签署了有效期 20 年（07 年 1 月签署）的协议，杭州龙祺有义务争取年采购量不低于 50 吨，与项目 60 吨/年的产能匹配。

6、盈利预测与估值

6.1 盈利预测假设

- TFT液晶产品于2011年部分建成投产，2012年完全达产；西他列汀侧链产品于2010年完全达产；
- 公司各类产品营业收入增速略快于行业整体增速；
- 公司各项产品毛利率基本稳定，其中医药、农药类产品毛利率逐年微降；
- 随着公司经营模式由以销定产向订单生产和根据市场预测生产相结合的方式转变，营业费用占比略有提高；管理费用率保持稳定
- 公司所得税按15%计算。

表 6 公司盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
医药化学品	主营业务收入 (万元)	18479	21251	24438	28104
	毛利率 %	19.57%	17.50%	17.25%	17.00%
西他列汀	主营业务收入 (万元)			4500	4500
	毛利率 %			35.00%	35.00%
液晶化学品	主营业务收入 (万元)	11104	13325	15723	18082
	毛利率 %	43.26%	46.00%	46.00%	46.00%
TFT 液晶	主营业务收入 (万元)				15000
	毛利率 %				50.00%
农药化学品	主营业务收入 (万元)	4770	6201	7442	8930
	毛利率 %	25.60%	22.50%	22.25%	22.00%
其他化学品	主营业务收入 (万元)	4905	1600	1920	2304
	同比增长率 %	15.60%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	18479	21251	24438	28104
	营业费用 / 主营业务收入 %	1.57%	1.70%	1.70%	1.70%
	管理费用 / 主营业务收入 %	8.94%	9.00%	9.00%	9.00%
	财务费用 / 主营业务收入 %	3.70%	0.00%	-1.06%	-0.70%
	实际税率 %	9.06%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

6.2 盈利预测结果

表 7 公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	393	424	540	769
增长率 %	36.2%	7.8%	27.4%	42.4%
营业利润 (百万元)	46	69	96	166
增长率 %	-19.6%	47.6%	40.6%	72.2%
净利润 (百万元)	43	58	82	141
增长率 %	5.2%	34.6%	40.6%	72.2%
最新摊薄每股收益 (元)	0.32	0.44	0.61	1.06
每股净资产 (元)	1.39	6.60	7.21	8.27
动态市盈率 (倍)				
市净率 (倍)				

数据来源：兴业证券研发中心整理

基于前述假设，按本次发行 3500 万股计算，我们预计永太科技 09~11 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.44、0.61、1.06 元。公司未来两年营业收入和净利润的复合增长率分别为 34.7%和 55.6%，IPO 项目投产将进一步提升公司盈利水平。

表 8 相关上市公司估值比较

	2009.12.16 收盘价	EPS			PE		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E
联化科技	35.59	0.87	1.11	1.34	40.91	32.06	26.56
扬农化工	40.87	1.46	1.90	2.35	27.99	21.51	17.39
利尔化学	24.76	0.48	0.63	0.78	51.58	39.30	31.74
平均					40.16	30.96	25.23
永太科技		0.44	0.61	1.06			

数据来源：Wind，兴业证券研发中心

我们选取联化科技、扬农化工、利尔化学等农药、医药精细化工厂商作为比较基准，以 12 月 15 日收盘价计，基于 09-11 年 EPS 的平均 PE 分别为 40 倍、31 倍和 25 倍。据此，我们给予公司 2010 年 30-36 倍市盈率，对应股价为 18.3-22.0 元。

7、风险提示

7.1 原材料价格波动风险

公司主要原材料是氟化钾、邻二氯苯和二氯硝基苯等，随着全球经济的复苏和中国经济的持续增长，各种原材料的需求仍将持续增长，原材料价格将在总体上继续保持上涨的趋势，公司将面临成本上升，利润空间被压缩的风险。

7.2 汇率波动风险

公司 2006-2009 上半年的出口销售收入占当年销售收入总额的 41.53%、49.16%、49.62%和 56.4%，比重较高，汇率的波动对公司的经营业绩存在一定的影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	267	807	823	927
货币资金	79	570	522	513
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	51	85	108	154
其他应收款	4	4	5	8
存货	108	123	156	209
非流动资产	195	290	408	531
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	154	208	302	406
在建工程	8	34	67	83
油气资产	0	0	0	0
无形资产	31	31	31	31
资产总计	462	1097	1231	1458
流动负债	252	192	243	330
短期借款	100	0	0	0
应付票据	101	108	136	183
应付账款	47	77	97	131
其他	3	7	9	16
非流动负债	24	25	25	25
长期借款	22	22	22	22
其他	2	3	3	3
负债合计	276	217	268	355
股本	100	134	134	134
资本公积	9	612	612	612
未分配利润	68	120	194	321
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	186	881	963	1104
负债及权益合计	462	1097	1231	1458

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	43	58	82	141
折旧和摊销	0	9	14	19
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	0	-6	-5
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	34	8	12	26
经营活动产生现金流量	24	45	87	126
投资活动产生现金流量	-23	-90	-140	-140
融资活动产生现金流量	1	536	6	5
现金净变动	2	491	-48	-9
现金的期初余额	77	79	570	522
现金的期末余额	79	570	522	513

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	393	424	540	769
营业成本	289	308	390	523
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	6	7	9	13
管理费用	35	38	49	69
财务费用	15	0	-6	-5
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	46	69	96	166
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	48	69	96	166
所得税	4	10	14	25
净利润	43	58	82	141
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	43	58	82	141
EPS (元)	0.32	0.44	0.61	1.06

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	36.2%	7.8%	27.4%	42.4%
营业利润增长率	-19.6%	47.6%	40.6%	72.2%
净利润增长率	5.2%	34.6%	40.6%	72.2%
盈利能力(%)				
毛利率	26.5%	27.3%	27.9%	32.0%
净利率	11.0%	13.7%	15.2%	18.3%
ROE	23.3%	6.6%	8.5%	12.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	59.7%	19.7%	21.8%	24.3%
流动比率	1.06	4.21	3.39	2.81
速动比率	0.63	3.57	2.74	2.18
营运能力(次)				
资产周转率	0.89	0.54	0.46	0.57
应收帐款周转率	7.09	6.24	5.60	5.87
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.44	0.61	1.06
每股经营现金	0.47	0.34	0.65	0.94
每股净资产	1.39	6.60	7.21	8.27
估值比率(倍)				
PE				
PB				

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。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。