

原材料/基础化工

2010 年 1 月 5 日



新股研究

新股询价报告

建议询价区间：14.86-16.98 元

新纶科技（002341）：洁净室行业龙头，打造“推拉式”供应链

核心观点

结论：我们采用相对估值法对新纶科技进行估值。我们预测公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.47、0.64 元，参照可比公司 09 年的估值水平，我们认为公司合理的估值区间为 35-40 倍，合理估值价位为 16.51-18.87 元。建议网下询价区间为 14.86-16.98 元。

公司是集防静电/洁净室耗品研发、生产、销售（含自产产品销售及代理），净化工程，超净清洗服务一体化的防静电/洁净室行业系统解决方案提供商，是国内防静电/洁净室行业龙头企业。公司 2008 年防静电/洁净室耗品市场占有率为 0.91%，净化工程市场占有率为 0.67%，超净清洗服务市场占有率为 0.14%。报告期内公司营业收入呈快速增长趋势：2006-2008 年，公司营业收入的环比增长率分别为 57.91%、45.36%；2009 年上半年，公司克服了全球金融危机对部分下游行业的不利影响，公司营业收入同比增长 6.24%。未来公司有望取得更大的市场份额。

新纶科技正致力构建以公司为中心的，涵盖上游供应商和下游终端客户的信息流、物流和资金流等方面共享的“推拉式”供应链：一方面，对上游供应商进行拉动，利用国内经营环境、生产成本和本公司的服务平台优势，加强与产品前端生产商的合作，延伸公司产品链；另一方面，向下游客户进行推进，融入客户的生产过程，帮助客户降低库存，减少生产环节，实现“生产线对生产线”的嵌入式服务。

公司建立了较为完善的销售及服务网络体系，建立了苏州、深圳两大生产、储运基地及遍布全国各主要城市的 24 个办事处，销售网点数量在国内同行业中最多，公司已基本形成辐射长三角、珠三角及环渤海湾地区庞大的销售网络，能为主要市场区域内的客户提供快捷、有效的贴近嵌入式服务。此外，公司还积极开拓海外市场，并在香港、马来西亚、泰国、新加坡、印度、菲律宾等地建立了分销机构。

公司拟发行 1900 万股，投入募集资金 2.16 亿元，用于苏州新纶实施防静电/洁净室消耗品、人体装备扩产及整体运营系统平台建设。募集资金项目建设完成后，公司防静电/洁净室产品的产能大为提高，将为公司实现“推拉式”供应链的发展战略做好前期物质准备。

风险提示：1、所得税政策变化风险。2、对半导体行业依赖的风险。3、行业激烈竞争风险。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	1900
总股本（万股）	7320
网上发行日期	2010-1-11
建议询价区间（元）	14.86-16.98

研究员：马琳娜

电话：010-84183255

E-mail: malinna@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表1 公司IPO发行基本参数

公司名称	深圳市新纶科技股份有限公司
公司简称	新纶科技
发行地	深圳证券交易所
网上申购日期	2010-1-11
股票代码	002341
本次发行股数	1900 万股
每股发行价	
发行方式	网下询价配售与网上资金申购
发行后总股本	7320 万股
每股盈利（2008 年）	0.57 元
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.42 元
发行前每股净资产	2.65 元
发行后每股净资产	1.96 元

资料来源：公司招股意向书

2、新纶科技基本情况

公司是集防静电/洁净室耗品研发、生产、销售（含自产产品销售及代理），净化工程，超净清洗服务一体化的防静电/洁净室行业系统解决方案提供商，是国内防静电/洁净室行业龙头企业。公司主营业务为：防静电/洁净室耗品的研发、生产、销售；净化工程的设计、施工、维护；超净清洗服务。防静电/洁净室耗品包括防静电/无尘服、鞋、口罩、手套、指套、抹布、打印纸、笔记本等产品，主要用于半导体、电子、微电子、医药、石化、日化、生物工程、航天、军工等领域的静电敏感区域及洁净室；净化工程是指防静电/洁净室设计、装修、设备配置服务；超净清洗服务是指防静电/无尘服、鞋、口罩、手套、抹布、托盘的专业清洗服务。

2.1 股权结构

表2 发行后公司主要股东及持股比例

十大股东	股份数（万股）	持股比例（%）	股权性质
侯毅	2950	40.3	个人股
张原	550	7.51	个人股

刘晓渔	500	6.83	个人股
张强	500	6.83	个人股
庄裕红	500	6.83	个人股
深圳兰石创业投资有限公司	300	4.1	境内法人股
深圳市飞鲸投资顾问有限公司	120	1.64	个人股
本次发行	1900	25.96	流通股

资料来源：公司招股意向书

2.2 主要财务指标

表3 公司最近三年主要财务指标

项目	2009 上半年	2008	2007
营业收入（百万元）	143.09	273.45	188.12
营业利润（百万元）	19.49	32.85	33.99
利润总额（百万元）	20.91	34.32	35.06
归属于母公司所有者净利润（百万元）	17.15	31.05	32.2
总资产（百万元）	286.65	240.08	173.41
净资产（百万元）	143.68	126.62	95.57
总股本（万股）	5420	5420	5420
流动比率	1.16	1.46	2.68
速动比率	0.72	0.95	2.09
应收账款周转率（次）	2.62	5.76	5.93
存货周转率（次）	1.94	5.20	4.98
资产负债率（%）	49.88	45.39	42.38
每股净资产（元）	2.65	2.42	1.84
净资产收益率（摊薄）（%）	11.93	24.52	33.69
每股经营活动的现金流量（元）	0.13	0.38	0.54
每股收益（元）	0.32	0.57	0.67

资料来源：公司招股意向书

2.3 募集资金投向

短期来看，募集资金项目建设完成后，公司防静电/洁净室产品的产能大为提高，项目达产后具备年产无尘抹布 180 万包、净化口罩 5,000 万只、鞋套 3,000 万双、无尘打印纸 25 万包、高滤尘性防静电服 100 万套、普通无尘防静电服 150 万套、防静电工作鞋 100 万双、一次成型 PU 鞋 145 万双、防静电无尘手套 600 万双的生产能力。并使得生产和服务中心的分布更为合理，公司在珠三角、长三角、环渤海湾三个中国高新产业密集区的竞争优势将更为明显。整体运营系统平

台将大幅提高公司的内部管理能力和对外服务水平，公司的系统集成能力将大为提升。长期来讲，募集资金项目的建成将为公司实现“推拉式”供应链的发展战略做好前期物质准备。

表4 公司募集资金投向一览表

项目	投资总额 (万元)	募集资金投资 额(万元)	建设期 (月)
增资苏州新纶实施防静电/洁净室消耗品扩产	8860	8860	11
增资苏州新纶实施防静电/洁净室人体装备扩产	10740	10740	11
新纶科技整体运营系统平台建设	1990	1990	12
合计	21590	21590	

资料来源：公司招股意向书

3 防静电/洁净室行业简介

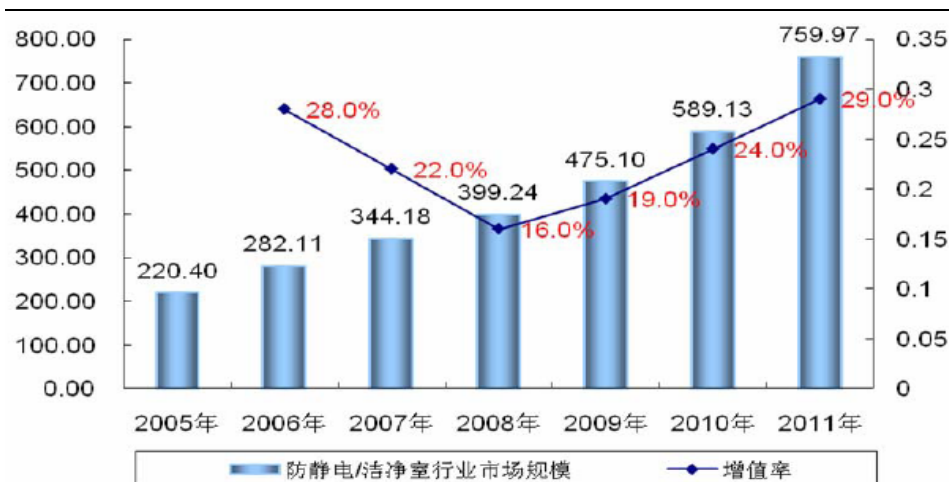
防静电/洁净室行业主要对作业环境中的静电或（及）尘埃进行防护，从而保证产品质量、纯度，降低设备损耗，是静电防护和洁净技术两大现代科学技术的结合在工业领域的具体运用。主要可分为对静电的防护、对尘埃的防护、对尘埃及静电同时进行防护三种防护类型。

3.1 国内行业的发展

由于我国具有生产环境、劳动力成本等方面的优势，国内部分厂商在代理国外产品的基础上逐步进入防静电/洁净室耗品的简单加工环节，国际性厂商也在中国设立生产基地用于生产外销产品，使得我国已成为全球范围内无尘手套、无尘抹布和防静电/无尘服等产品的主要产地。在市场竞争中，少数业内企业已初步建立起防静电/洁净室领域系统解决方案提供商的商业模式。

虽然全球金融危机在短期内会给防静电/洁净室行业的部分下游行业的增长带来负面影响，但从中长期来看，在未来几年内，我国半导体和光电子（晶圆、液晶显示器制造等）等行业将继续保持增长势头，医药医疗、食品行业对防静电/洁净室产品及服务的品质要求不断提高。随着新增防静电/洁净室的投入使用以及原有客户需求的增加，中国将成为世界防静电/洁净室市场增长最快的国家之一。2008 年我国防静电/洁净室行业的市场规模大约为 399.24 亿元，预计 2009 年将保持 19%以上的增长幅度，而 2010 年、2011 年随着相关下游行业的恢复性增长将出现 24%和 29%的增长，且在产品结构上，中高端产品和服务所占份额将有较大增长。

图1 2005 年-2011 年防静电/洁净室行业市场规模及增长（单位：亿元）



资料来源：汉鼎咨询《2005 年-2011 年中国防静电/洁净室市场研究及重点企业深度调研报告》

3.2 竞争格局和市场化程度

目前，我国防静电/洁净室行业还处于初期发展阶段，市场化程度很高，属完全竞争的格局：在 5,000 家左右的相关企业中，代理、贸易型企业占 70%；在生产型企业中，生产规模普遍较小，且大部分仅能在进口的半成品、准成品基础上进行简单加工，普遍在原材料上受国外厂商的高度控制、在销售上缺乏完善的大规模客户网络、在配套服务上缺乏综合服务能力；业内规模较大的企业中，大多数企业专注于防静电/洁净室工程施工建设（如：苏净集团、深圳金开利）或防静电/洁净室耗品产销（如：卫利国际、苏州天华），大多不具备在防静电/洁净室领域提供全面服务或系统解决方案的能力。因此，具有自主研发和原料生产能力、拥有完善的营销网络、具备系统解决方案提供能力的厂商在我国防静电/洁净室行业的竞争中具有明显的优势。

表5 行业内主要企业

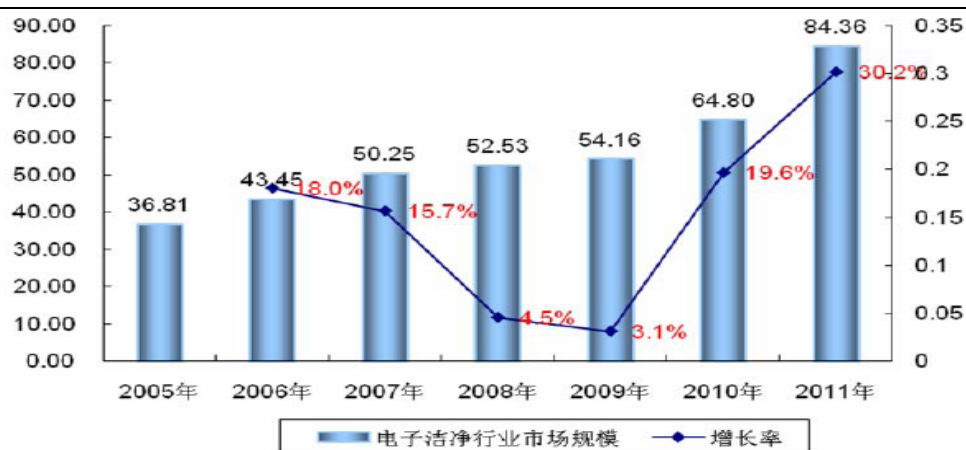
公司名称	防静电/洁净室耗品	净化工程及设备	超净清洗服务
苏州净化集团有限公司		主营	
深圳市新纶科技股份有限公司	主营	主营	主营
卫利国际科贸（上海）有限公司	主营		
深圳市金开利环境工程有限公司		主营	主营
苏州天华超净科技有限公司	主营		主营
深圳市兴业卓辉实业有限公司	主营	主营	主营
厦门象屿康惠科技有限公司	主营	主营	主营

资料来源：中国电子学会洁净技术分会，各企业介绍

3.3 下游产业发展势头强劲

现阶段，我国正处于产业升级换代和全球精细加工企业向中国转移产能的阶段，电子、半导体、光电子、生物制药、医疗卫生等下游客户集中的行业得到了快速的发展，虽然部分下游行业受全球金融危机的影响出现了短期内的经营困难、产能下降，但其整体的、中长期的发展趋势并未产生根本性变化；从中长期来看，在相关下游行业企业数量的增加、下游企业技术进步以及国家推行 GMP 认证等因素的综合作用下，下游行业对生产环境要求不断提高，防静电/洁净室耗品和服务的应用将越来越广泛。防静电/洁净室耗品及服务在主要下游行业的市场空间巨大。

图2 2005 年-2011 年电子洁净行业市场规模及增长（单位：亿元）



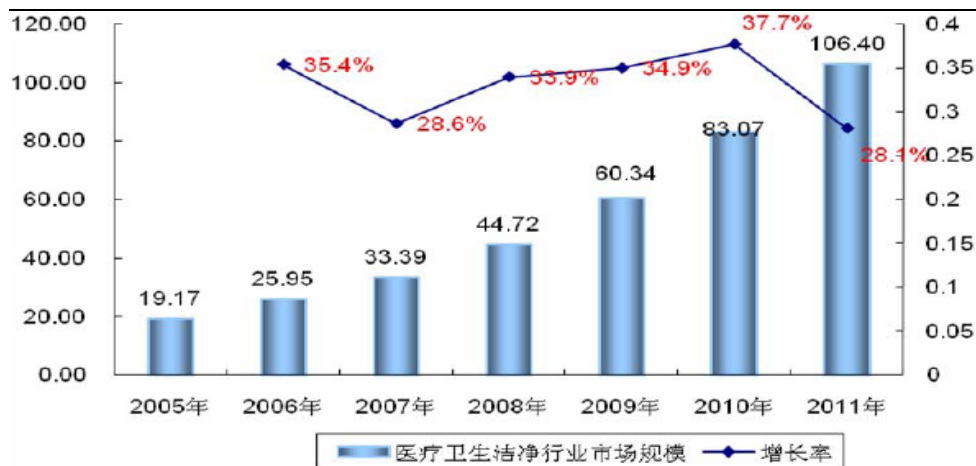
资料来源：中国电子元件行业协会、汉鼎咨询相关调研

图3 2005 年-2011 年微电子、光电子、半导体洁净行业市场规模及增长（亿元）



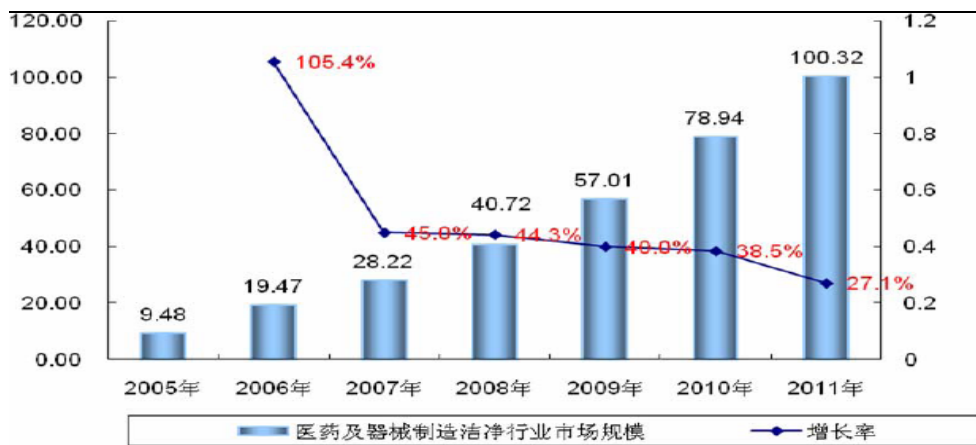
资料来源：SEMI 行业和策略研究部门、汉鼎咨询相关调研

图4 2005 年-2011 年医疗卫生洁净行业市场规模及增长（亿元）



资料来源：《中国医学装备》、汉鼎咨询相关调研

图5 2005 年-2011 年医药及器械制造洁净行业市场规模及增长（亿元）



资料来源：汉鼎咨询《2005 年-2011 年中国防静电/洁净室市场研究及重点企业深度调研报告》

图6 2005 年-2011 年其它行业洁净市场规模及增长（亿元）



资料来源：汉鼎咨询《2005 年-2011 年中国防静电/洁净室市场研究及重点企业深度调研报告》

4 公司投资亮点

公司 2008 年防静电/洁净室耗品市场占有率为 0.91%，净化工程市场占有率为 0.67%，超净清洗服务市场占有率为 0.14%。报告期内公司营业收入呈快速增长趋势：2006-2008 年，公司营业收入的环比增长率分别为 57.91%、45.36%；2009 年上半年，公司克服了全球金融危机对部分下游行业的不利影响，公司营业收入同比增长 6.24%。未来公司有望取得更大的市场份额。

4.1 推拉式经营模式提升公司竞争力

新纶科技作为防静电/洁净室行业系统解决方案提供商，已经建立起围绕下游终端客户的防静电/洁净室耗品（含自产及代理）、净化工程及超净清洗服务的一站式服务模式，并在强化完善这一模式的基础上，正致力构建以公司为中心的，涵盖上游供应商和下游终端客户的信息流、物流和资金流等方面共享的“推拉式”供应链：一方面，对上游供应商进行拉动，利用国内经营环境、生产成本和本公司的服务平台优势，加强与产品前端生产商的合作，延伸公司产品链；另一方面，向下游客户进行推进，融入客户的生产过程，帮助客户降低库存，减少生产环节，实现“生产线对生产线”的嵌入式服务。

这一经营模式一方面有助于帮助下游终端客户实现最短的供应链和最低的采购成本，另一方面有助于帮助上游供应商获取更多关于终端客户的产品需求信息以调节其产品生产，并能够利用公司构建的销售、服务渠道更好为终端客户提供服务，最终实现“推拉式”供应链上所有的参与各方形成以公司为中心的相互依存关系，共同降低成本、提高利润，实现共赢。这一“推拉式”供应链的经营模式，摆脱了单纯向供应商协商降价以降低采购成本的传统经营模式，较行业其他竞争对手仍大多采用的贸易型或简单加工型经营方式而言，具有独特的经营模式先发优势。

4.2 完善的销售及客户服务网络优势

经过多年的经营，公司建立了较为完善的销售及服务网络体系，围绕公司下游主要行业的国内布局，建立了苏州、深圳两大生产、储运基地及遍布全国各主要城市的 24 个办事处，销售网点数量在国内同行业中最多，公司已基本形成辐射长三角、珠三角及环渤海湾地区庞大的销售网络，能为主要市场区域内的客户提供快捷、有效的贴近嵌入式服务。此外，公司还积极开拓海外市场，并在香港、

马来西亚、泰国、新加坡、印度、菲律宾等地建立了分销机构。

自公司成立以来，公司为 4,000 多家客户提供防静电/洁净室服务，公司的客户包括：爱普生、索尼、富士康、比亚迪、LG、中兴通讯、华为、佳能、飞利浦、奥林巴斯、欧姆龙、英飞凌、日立、松下、三星、IBM 等知名企业。随着公司“推拉式”供应链体系的逐步建立，公司的客户网络更加完善、紧密，销售能力将进一步增强，为公司的进一步扩张提供了有力支持。

4.3 未来毛利率仍将维持在业内较高水平

随着市场的不断发展，市场竞争愈加激烈，防静电/洁净室行业的整体毛利率将会下降，但是由于公司具备了以下特点，公司未来几年的毛利率将较为平稳，仍将维持在行业较高的水平：（1）公司的生产销售规模不断扩大，规模效益将越来越明显，对上游供应商的议价能力也逐步加强。从近三年又一期的发展趋势看，上游原材料价格也在同步下降。（2）公司一直以来注重研发的投入，在公司现有产品的基础上，积极开发适应客户需求的新产品。新产品的不断推出将显著提高该类产品的售价，同时增加公司自产产品的比重，进而提高公司的毛利率。（3）公司具备的一站式综合服务能力提高了公司整体的盈利能力，并使公司对客户具有较高的议价能力。

5 投资风险

1、**所得税政策变化风险。**公司 2006 年-2008 年减半征收企业所得税，若无法获得新的税收优惠政策，公司 2009 年起将无法继续享受减半征收所得税的优惠政策。2006 - 2008 年度，公司因享受上述税收优惠政策的净利润影响额为 98.75 万元、269.68 万元、314.64 万元，分别占同期净利润（合并口径）的 7.89%、8.46%及 10.08%。公司目前已通过国家级高新技术企业认证，在 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期间，将享受 15%的企业所得税税收优惠政策。

2、**对半导体行业依赖的风险。**公司目前的客户群相对集中于半导体行业，2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，公司对半导体行业的销售收入占公司同期营业收入的比重分别为 35.37%、36.85%及 35.91%。2008 年以来，受到全球金融危机的影响，世界半导体行业发展速度出现下滑。

3、**行业激烈竞争风险。**防静电/洁净室行业在我国属于完全竞争状态，全国范围内有 5,000 多家不同规模的同行业企业。

6 业绩预测

表 6 公司 2009 年-2011 年业绩预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011
一、营业总收入	273.45	321.00	417.30	584.22
二、营业总成本	240.63	282.38	363.43	507.23
营业成本	201.20	237.54	310.89	435.24
营业税金及附加	2.93	4.01	5.22	7.30
销售费用	15.03	17.98	23.37	32.72
管理费用	16.20	16.05	20.87	29.21
财务费用	4.97	5.30	2.09	1.75
资产减值损失	0.31	1.50	1.00	1.00
三、其他经营收益				
投资净收益	0.03	0.06	0.00	0.00
四、营业利润	32.85	38.69	53.87	76.99
加：营业外收入	1.55	2.00	1.00	1.00
减：营业外支出	0.09	0.05	0.10	0.10
五、利润总额	34.32	40.64	54.77	77.89
减：所得税	3.12	6.10	8.22	11.68
六、净利润	31.20	34.54	46.56	66.21
减：少数股东损益	0.15	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	31.05	34.54	46.56	66.21
七、每股收益：	0.57	0.47	0.64	0.90

资料来源：WIND 国都证券研究所

7 估值定价

我们采用相对估值法对新纶科技进行估值。沪深两市中的化纤公司有烟台氨纶、山东海龙、华峰氨纶等。我们预测公司09、10年的EPS分别为0.47、0.64元，参照可比公司09年的估值水平，我们认为公司合理的估值区间为35-40倍，合理估值价位为16.51-18.87元。建议网下询价区间为14.86-16.98元。

表7 同比上市公司估值

代码	名称	总市值 (亿)	收盘价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
002254	烟台氨纶	6150.76	37.70	0.61	1.11	62.02	34.10
002064	华峰氨纶	5061.73	13.71	0.26	0.63	52.96	21.64
000584	友利控股	3217.91	7.87	0.10	0.41	75.78	19.29

600063	皖维高新	3721.28	10.11	0.25	0.52	41.16	19.42
600527	江南高纤	2469.49	7.03	0.28	0.39	25.31	17.97
002206	海利得	3662.50	29.30	1.05	1.31	27.90	22.37
002172	澳洋科技	3932.40	11.30	0.25	0.65	46.12	17.31
000949	新乡化纤	3673.40	6.24	0.17	0.35	37.49	17.81
000782	美达股份	2224.82	5.50	0.10	0.26	57.30	20.83
000677	山东海龙	6937.74	8.03	0.21	0.42	38.90	19.00

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。