

强烈推荐-A (首次)**新纶科技 002341.SZ**

目标估值: 37.50-43.75 元

当前股价: 30.60 元

2010 年 5 月 31 日

顺应产业升级大势，分享洁净室行业“一站式”龙头成长**基础数据**

上证综指	2656
总股本(万股)	7320
已上市流通股(万股)	1900
总市值(亿元)	22
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	22.7%
主要股东	侯毅
主要股东持股比例	40.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	29	29
相对表现	-7	44	25



调整和升级产业结构是未来我国经济发展的重点，大力发展高、精、尖的先进制造业无疑将成为重要方向，而先进制造业的发展与公司所处的防静电/洁净室行业密不可分，作为该行业的龙头，公司不但具有技术、规模和管理方面的综合优势，同时奉行先进、独特的经营理念和模式，持续、快速成长能力值得期待。

- **我国防静电/洁净室行业市场十分广阔。**大力发展高技术、精密化、高附加值的产业，升级产业结构，将成为未来我国经济发展的重点。防静电/洁净室行业是配套于先进制造业的基础性行业，必将受益于产业结构升级的大趋势。
- **新版 GMP 孕育巨大新市场。**新版 GMP 大幅提高了无菌产品生产要求，大量企业洁净厂房面临升级，按历史经验，04 年首轮强制 GMP 认证实施，医药全行业投入高达 1500 亿元，一旦新版 GMP 推行，一个巨大的市场即将启动。
- **公司技术实力领先，产品和服务性价比突出。**公司是国内极少数掌握防静电/防尘面料和导电丝生产技术的企业，是国内唯一能为硬盘磁头和晶圆厂等高端客户提供防静电/防尘产品的企业，具备建造 10 级洁净室和 10 级超净清洗的能力，技术上可以替代进口，产品和服务具有突出的性价比。
- **公司综合优势明显，模式先进，有望引领行业整合。**国内防静电/洁净室行业高度分散，技术水平较低，而公司能提供包括产品、工程、清洗的“一站式”高品质解决方案，靠捆绑定价实现稳定利润率的同时增强客户的粘性，并使各业务之间相互拉动。公司还凭借规模和管理优势与上下游共同构造了“推拉式”供应链，携利益联盟与对手竞争，是有望引领行业整合的行业龙头。
- **工程订单增长和超净清洗连锁经营将使公司成长速度超预期。**公司 Q1 工程收入达 3200 万元，又在近期公告将在大连、北京、合肥、西安、成都、厦门 6 个城市的高新技术园区建立国内标准最高的超净清洗中心，开展高毛利率的超净清洗连锁服务，公司在技术、管理和资金上优势明显，将占据先发优势。
- **上调盈利预测，首次给予“强烈推荐-A”的评级，建议把握公司长期投资价值。**我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.77、1.25、1.73 元，且公司未来的发展存在超预期可能，按 11 年 30~35 倍 PE 的目标估值为 37.50~43.75 元。
- **风险提示：**宏观经济在调控政策下出现反复，下游电子等行业增长低于预期。

廖振华

0755-83734406
 liaozhenhua@cmschina.com.cn
 S1090210040005

袁孝锋

S1090208070224

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	273	337	484	775	1060
同比增长	45%	23%	44%	60%	37%
营业利润(百万元)	33	40	66	108	149
同比增长	-3%	21%	67%	63%	38%
净利润(百万元)	31	35	56	91	126
同比增长	-4%	12%	61%	63%	38%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.77	1.25	1.73
PE	72.2	64.3	39.8	24.5	17.7
PB	17.7	13.9	3.6	3.2	2.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、我国防静电/洁净室行业市场前景十分广阔	3
1、产业结构升级大势所趋，先进制造业欣欣向荣	3
2、新版 GMP 推行在即，洁净室新需求正在孕育	4
二、我国洁净室行业竞争格局	5
三、技术、规模领先，具备经营模式创新能力的“一站式”龙头成长可期	6
1、技术品质领先，持续创新能力强，以高性价比替代进口	6
2、产品线和服务项目齐全，具备强大的系统解决方案提供能力	9
3、以独特的“推拉式”供应链体系主导和整合产业链，后劲十足	10
4、苏州募投项目和深圳光明新区项目将解除公司产能瓶颈	12
5、模式创新，超净清洗连锁经营值得期待	13
6、净化工程业务增长超预期	14
7、销售网络覆盖广泛，通过深度合作稳固客户关系	15
8、股权激励到位，企业文化健康独特，具备很强的人员凝聚力	15
四、盈利预测与估值	16
附录：防静电/洁净室行业简介	17
1、洁净室技术是配套于先进制造业的基础性技术	17
2、静电对精密器件危害极大，防静电产品必不可少	18
3、先进制造业离不开洁净环境，洁净室和相关耗品必不可少	18

图表目录

图 1：我国防静电/洁净室行业市场规模及总规模同比增速	4
图 2：公司产品和服务结构图	6
图 3：公司研发投入在收入中占比较高，且快速增长	7
图 4：公司掌握了防静电、防尘面料和导电纤维的核心制造技术	7
图 5：“推拉式”供应链模式将产业链整合为公司主导的高效利益联盟	11
图 6：公司主营业务收入快速增长且综合毛利率保持稳定	12
图 7：公司的销售及网络覆盖广泛	15
表 1：我国已经或即将开工建设的 8 代以上 TFT-LCD 液晶面板项目	3
表 2：全球和国内洁净室行业的主要供应商	5
表 3：国内防静电/洁净室行业相关企业的经营模式及特点	5
表 4：新纶科技、国内其他企业、国际企业在防静电/洁净室领域的技术水平对比	7
表 5：公司的主要核心技术	8
表 6：公司拥有业内最齐全的产品线和服务项目	9
表 7：公司为主要客户提供服务范围的变化	9
表 8：公司三种主要产品历年的产量、销量、产能利用率和产销率	12
表 9：公司募集资金项目	13
表 10：销售收入预测	16
表 11：发达国家洁净室行业发展历史	17
表 12：部分电子元件的耐击穿电压	18
表 13：各种人体动作产生的静电电压	18
表 14：尘埃对部分行业的危害以及洁净技术应用示例	19
表 15：美国洁净室标准 FED-STD-209E 对洁净等级的划分	19
附：财务预测表	20

一、我国防静电/洁净室行业市场前景十分广阔

1、产业结构升级大势所趋，先进制造业欣欣向荣

优化产业结构，转变经济增长方式是大势所趋。近年来，我国经济保持了较高的增速但是高污染、高能耗、低技术含量的粗犷型增长方式已显露其弊端，为实现可持续发展的目标，大力发展高技术、精密化、高附加值的产业，升级产业结构，转变经济增长方式，将成为未来我国经济发展的重点。

防静电/洁净室行业配是套于先进制造业的基础性行业，我国先进制造业正迅速发展，将使我国防静电/洁净室行业受益显著。我国正处于产业升级换代和全球精密制造加工业向中国转移产能的阶段，微电子、光电子、精密机械、生物医药、航空航天、军工和精细化工等下游客户集中的行业快速发展，尤其是大量的芯片生产线、LED 生产线、液晶面板生产线、多晶硅及太阳能电池生产线和生物医药工厂等正在或即将在中国建设。防静电/洁净室方面的投资在上述行业的工程项目投资中往往占据可观的比例，且洁净厂房向高洁净度等级、大面积升级趋势十分明显，如芯片厂总投资中占比一般达到15%以上投资用于洁净室的建设与维护；目前8代TFT-LCD液晶面板洁净厂房面积多在8万平方米以上，造价高达6000美元/平方米。因此，随着我国上述产业的快速发展，防静电/洁净室行业的市场规模并在迅速增长。

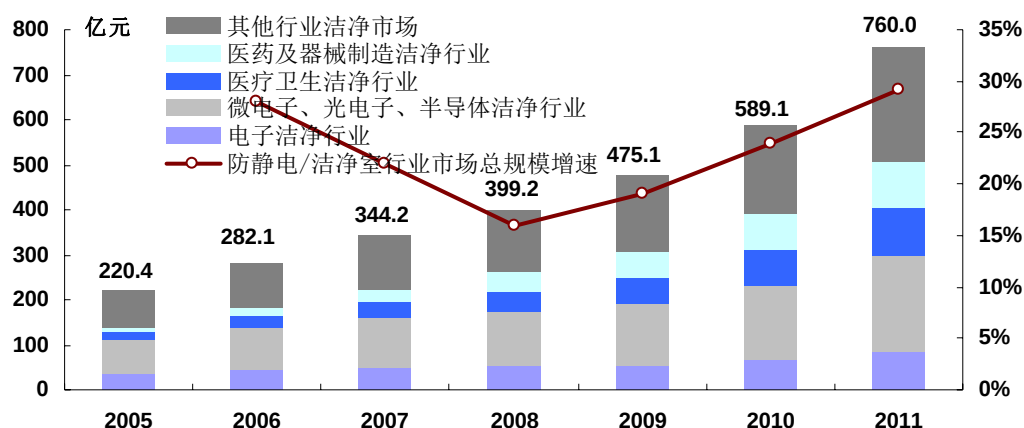
表 1：我国已经或即将开工建设的 8 代以上 TFT-LCD 液晶面板项目

项目	投资额
韩国LG在广州开发区投建8代线	40亿美元
夏普将在南京建设8代线	300亿元
三星与苏州市政府计划兴建8代线	220亿元
龙腾控股与昆山开发区共建飞龙光电8.5代线	230亿元
奇美与佛山广新光电拟建设8.5代线	236亿元
京东方在北京建设8代线	280亿元
华晶光电在深圳建设8.5代线	245亿元

资料来源：招商证券整理

据预测，到 2011 年，我国防静电/洁净室行业的市场规模将高达 760 亿元，09~11 年的年均复合增长率将高达 23.9%。

图 1: 我国防静电/洁净室行业市场规模及总规模同比增速



资料来源：招股说明书、招商证券

2、新版 GMP 推行在即，洁净室新需求正在孕育

旧版 GMP 与国际标准差距较大。我国自 1982 年起试行药品生产管理规范，至 1988 年公布了“药品生产质量管理规范”即 GMP，1992 年国家又发布了 GMP 1992 修订版。随着药品质量要求进一步提高，和国际交流不断密切，我国又于 1998 年出了 GMP 1998 修订版并于 1999 年正式实施，虽然这个标准对提高我国医药行业质量管理水平作用巨大，但是与欧、美、日等发达国家的标准相比，严格程度上仍有明显差距。随着我国人民生活水平和对自身健康的关注程度日益提升，医药对外贸易额也快速增长，实现我国 GMP 标准与国际标准的标准的接轨已经势在必行。

新版 GMP 大幅提高了无菌产品生产要求，大量企业的洁净厂房面临升级改造。本次 GMP 修订：

- ✓ 细化了培养基模拟灌装、灭菌验证和管理的要求，增加了无菌操作的具体要求，强化了无菌保证的措施；
- ✓ 净化级别采用 WHO 的标准，实行 A、B、C、D 四级标准，且规定每一步生产操作都应当达到适当的动态洁净标准。
- ✓ 对悬浮粒子的静态、动态监测，浮游菌、沉降菌和表面微生物的监测都设定了详细的规定并对监测条件给出了明确的说明。

这些标准的提出将使大部大容量注射剂企业和部分冻干粉针企业面临洁净厂房的改造，无菌产品生产企业的改造比例可能将高达 90%。按照历史经验，2004 年首轮强制 GMP 认证实施时，全国全行业投入高达 1500 亿元，新一轮的升级改造一旦启动，无疑将创造一个巨大的洁净室市场，无论是设备、工程还是耗材企业都将从中大大受益。

新版 GMP 将在基本药物中率先推行，医药制造业洁净厂房升级序幕将开启。今年内，《基本药物目录》将生效，药监局表示进入该目录的药品生产将率先参照新版 GMP 标准，生产环境未达要求的只要企业无疑将逐步启动其洁净室升级进程。

二、我国洁净室行业竞争格局

在处于产业链上端的高端净化设备和大型工程领域，国际巨头占优势。洁净室行业发源于西方发达国家，作为服务于先进制造业和高水平医疗等的基础性行业，其技术发展水平与制造业和医疗水平相适应，制高点仍被美、欧、日等发达国家所占据，国际巨头掌握了最核心的技术和全球主要的市场份额，尤其在空调、高效空气过滤器等核心和高端设备制造及大型、超大型洁净厂房设计建造上，外资企业的生产规模和技术水平尚较大幅度领先于国内，也占据了全球和国内主要的市场份额。但是，随着国内技术实力的进步，已部分国内领先企业开始承接并完成了大型洁净厂房项目的设计和建造，如中国电子系统工程第二建设有限公司（简称中电二公司）。

表 2：全球和国内洁净室行业的主要供应商

	净化设备和工程	洁净室耗品
国际	AAF（美国），Fedders（美国），Purafil（美国），Camfil Farr（瑞典），旭化成（日本），日本无机，Apollo（荷兰），Donaldson（美国），Flanders（美国）	ITW Texwipe，金佰利，Cintas，3M，旭化成，LG、三星等
国内	中电二公司、苏州净化集团、金开利	新纶科技、苏州天华、兴业卓辉、卫利国际

资料来源：招商证券整理

国内洁净室产品和工程市场中，数目众多的小公司从事进口产品的代理或中小型、低等级净化工程的建造，市场集中度低，外资产品占主要份额。国际厂商虽然技术实力很强、规模很大，但由于下游市场分散，出于成本考虑，他们主要将业务集中于向国内生产性厂商或代理商供应原材料、半成品、准成品和高端标准化产品上，未直接进行大规模的营销和服务网络建设。因此，国内洁净室耗品行业高分散度，绝大多数企业从事跨国公司产品代理和原材料的简单加工，且年收入规模多在 1000 万元以下，只有少量企业具有较强的技术研发实力、完整的生产体系和产品线，在产品性能和工程质量上能够与国际企业竞争。

表 3：国内防静电/洁净室行业相关企业的经营模式及特点

经营模式	代表企业	企业数量	经营特点
系统解决方案 提供商模式	新纶科技	极少	企业研发能力和生产能力突出，产品种类很多、服务能力全面，规模较大，不仅可以为客户提供完整的防静电/洁净室系统解决方案，而且随着客户需求的不断提高，具备建立“推拉式”供应链的能力。
专业生产型	卫利国际	少	生产一种或有限的几种产品，产品种类少，企业规模较大，在特定领域和细分市场内具有较强的研发和生产能力，通过大规模、专业化生产在部分市场赢得竞争优势。
多方合作型	道益静电	较多	企业中等规模，具备主要产品的生产能力，自身不具备提供集成服务的能力，但可以通过与其他公司合作或代理其他公司产品形成一定的集成服务能力。
简单加工型	无	1000 余家	企业规模较小，通过对原材料、半成品、准成品进行简单加工向下游客户提供一定种类的产品。
贸易型	无	3000 余家	通过进口产品或者进口原材料靠国内其他企业代工生产成品来向下游客户提供一定种类的产品。

资料来源：招股说明书，招商证券

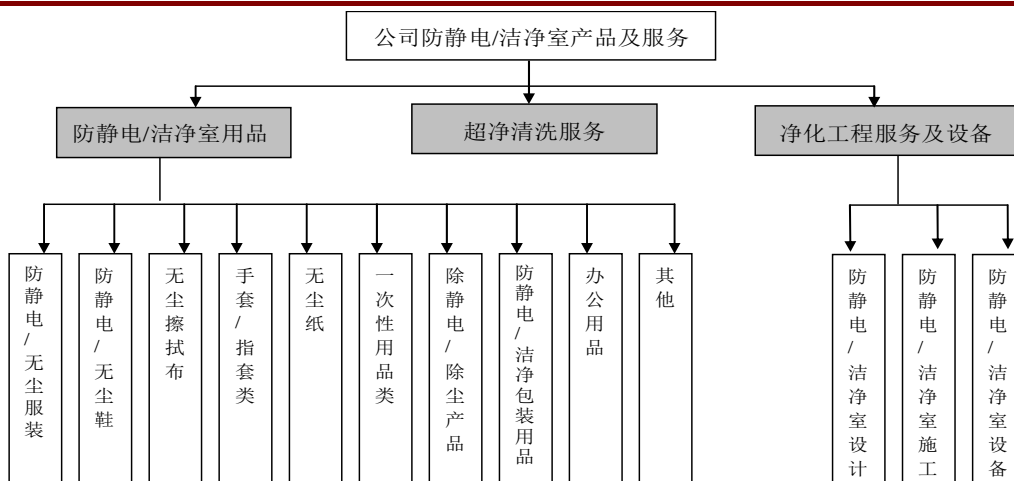
国内龙头企业竞争力正在提升，兼具领先技术实力和持续创新能力、较大生产规模和系统集成能力强的企业将引领行业整合。随着国内领先企业研发实力的增强、生产规模的扩大、产品质量的提高，少数国内企业已具备了同国际性厂商进行竞争的能力，并利用

其生产成本低、市场开拓能力强、“一站式”供应、贴身式服务的优势取得了大型、高端客户公司的认可，与外资企业或国际性厂商的代理商展开直接竞争且其市场份额日益增大。加上自身销售网络的不断拓展，通过代理国外产品或对其进行简单加工进行经营的小规模企业的市场空间正日趋缩小，我国防静电/洁净室行业市场份额正不断向少数国际性厂商及国内的领先厂商集中。

三、技术、规模领先，具备经营模式创新能力的“一站式”龙头成长可期

与国内其他企业相比，公司在产品和服务项目的技术水平、完整程度、销售及服务网络、对供应商控制力、与下游客户关系上优势明显，公司更利用独特的经营模式高效、全面地整合了这些资源，进一步打造了强大的系统集成能力和产业链整合能力，成为了国内处于龙头地位且高速成长的防静电/洁净室耗材、净化工程与超净清洗服务的系统解决方案提供商。

图 2：公司产品和服务结构图

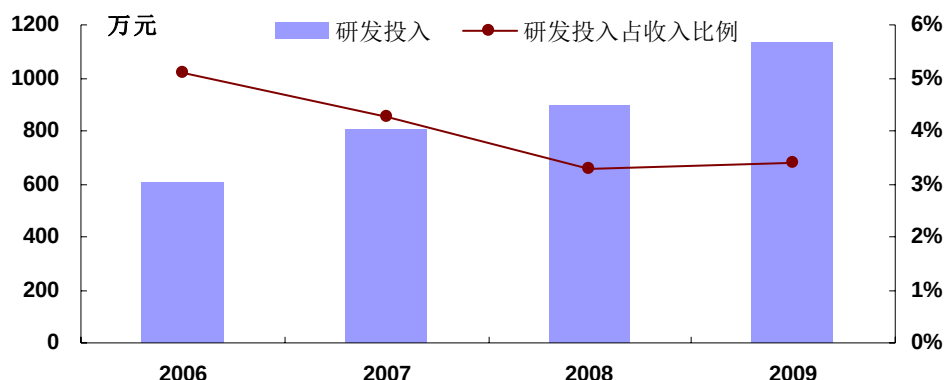


资料来源：招股说明书、招商证券

1、技术品质领先，持续创新能力强，以高性价比替代进口

技术和服务水平领先，持续保持高研发投入。与众多代理型和简单加工型企业不同，公司非常注重技术研发，研发投入逐年快速增长，且均超过收入的 3%，2009 年高达 1135 万元，较 08 年增长 25.9%，目前公司拥有 20 项专利，并有 14 项为发明专利，为“国家级高新技术企业”和“深圳市高新技术企业”称号。公司通过自主研发，掌握了核心的防静电、防尘面料和导电丝制造技术，净化工程和超净清洗的洁净等级已达 10 级，处于业内领先地位。公司的技术优势使得公司的主要客户群属行业中高端客户，具有与国际厂商产品进行竞争的能力。

图 3: 公司研发投入在收入中占比较高, 且快速增长



资料来源: 招股说明书、公司年报、招商证券

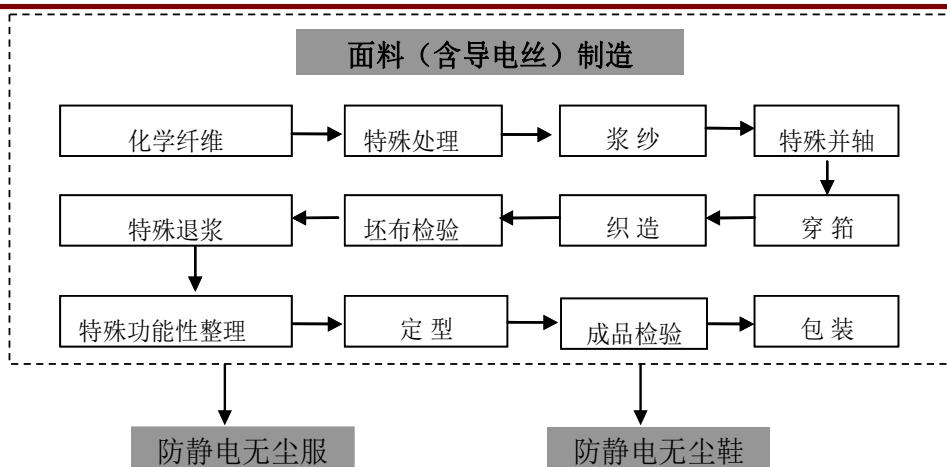
表 4: 新纶科技、国内其他企业、国际企业在防静电/洁净室领域的技术水平对比

领域	国际企业	国内大部分企业	新纶科技
耗品生产	掌握防静电面料和导电纤维的制造技术	所需防静电面料和导电纤维依赖进口 (主要是日本)	自主掌握防静电、防尘面料和导电纤维的制造技术, 在使用中能最大限度的发挥面料和导电纤维的性能
洁净工程	具有 10 级以上的洁净室建造技术	绝大部分企业无法完成 10 级洁净室的建造, 达到 100 级的也较少	能建造 10 级洁净室
超净清洗服务	可达到 10 级清洗水平	仅能提供 1000 级、100 级清洗服务	可完成 10 级清洗

资料来源: 招商证券

掌握防静电、无尘面料和导电丝制造技术。公司掌握了防静电无尘面料、导电丝从纤维合成到织造再到整理等的整套核心技术, 并且产品具有高屏蔽、低电压、耐洗涤的优良特性, 不仅是国内为数不多的掌握面料及导电丝生产技术的企业之一, 产品性能已经具备与国际企业竞争的能力, 也是国内唯一能为硬盘磁头和晶圆厂这类顶级防静电、防尘环境提供防静电/无尘产品的企业, 且面料已具备国际竞争力。

图 4: 公司掌握了防静电、防尘面料和导电纤维的核心制造技术



资料来源: 招股说明书、招商证券

防静电/洁净室行业领域细分且变化多样, 公司具有突出的持续、个性化创新能力。我国正处在产业升级的浪潮中, 防静电/洁净室技术作为配套基础性技术, 不同的行业、企业和产品对洁净室产品和服务的要求也在存在个性化且不断变化, 因此, 公司不仅在

的大力进行核心材料方面的基础创新工作，如“涂炭型功能性高分子材料”，也显示出突出的应用型、个性化新技术的持续创新能力，仅在 2009 年，公司就取得了“具有高隔尘屏蔽性能的透气防静电面料”、“吸湿排汗防静电织物”、“耐洗高屏蔽新能的防静电面料”和“电磁屏蔽包装薄膜”等多项实用新型专利。此外，公司在无尘擦拭布、无尘口罩等耗品领域也掌握了完整的核心技术。

表 5：公司的主要核心技术

技术名称	技术来源	技术特点
涂炭型功能性高分子材料的研究	自主研发	通过炭黑涂履的方式在 PA66 外部形成均匀稳定的导电层
高屏蔽、低电压、耐洗涤无尘面料	自主研发	通过特定的纺织工艺，将导电丝与 PET 长丝进行高密度交织，经高温染色定型、高浓度无硅防静电处理高分子防尘透气涂层后形成高屏蔽、低电压、耐洗涤无尘面料
防静电面料阻燃技术	自主研发	通过专门的后整处理，使其化纤面料在具备抗静电能力的同时，亦有优异的阻燃性能，可应用于高温、对静电有较高要求的环境
防静电面料吸湿速干整理技术	自主研发	通过选用特定的化学原料，经专门的织造、染色、后整工艺，形成防静电吸水透湿面料
防静电鞋垫除臭抗菌技术	自主研发	通过银纤维在双层立体棱形纬编织物的织入，在保证防静电性能的同时，亦有高效的杀菌功能，是防静电灭菌除臭鞋垫的理想材料
防静电无尘服无缝化的研究	自主研发	整套防静电无尘服完全做到一体化，无任何缝线、针眼，最大限度地避免了人体尘埃的外溢，是高级别防静电无尘服的理想工艺
防静电 T/shirt	自主研发	通过导电丝的在针织物的织入，使其拥有防静电工艺
防静电面料防电磁辐射技术	自主研发	通过真空溅镀、铜络涂层等工艺，可使面料等阻挡 85DB 的辐射，适用于防静电服的内胆
防静电除臭抗菌袜子	自主研发	通过在长丝里均匀织入银纤维，使袜子具有抗静电及灭菌效果
强吸湿性、低发尘性无尘擦拭面料的研发	自主研发	通过选用特定的异型长丝针织、吸湿整理技术，加以激光裁切，超纯水清洗，真空包装后，适用于各级别洁净空间的抹布要求
防静电防潮屏蔽袋技术	自主研发	通过对高分子材料的多层复合，使其具有机械强度高、良好的防静电、防潮和静电屏蔽性能、优良的热封性

资料来源：招股说明书、招商证券

定制采购模式助公司牢牢掌握核心技术并保持高资产周转。公司掌握了从纤维合成到织造、再到整理和布局等一系列的面料及其他产品制造的核心技术，其产品对原材料有着特殊的要求，为了在保证产品的品质同时又防止核心技术外泄，公司对原材料采取了**定制采购的模式**：公司将面料生产的每个环节都交给不同的供应商，定制采购的供应商根据公司提出的技术要求、依照公司要求的工艺技术、利用公司提供的关键原料（如导电纤维等）进行生产，公司派出技术人员对定制采购的供应商的生产过程进行技术和质量控制。为保证定制采购过程中不出现公司掌握的关于防静电无尘面料织造、印染、功能整理等专有技术的泄漏，公司与相关厂商签订了保密协议，并在过程中派员现场技术监督。同时，面料生产环节的外包，也降低了公司的资本开支，节约了资金。

产品和服务性价比高，具备较强的进口替代能力。由于防静电/洁净室产品的质量往往显著影响客户生产线的良品率，一般企业不会轻易替换其合格洁净室产品供应商，除非其他供应商具有突出的性价比。新纶的解决方案与进口产品相比，往往能够降低客户 25% 以上的综合成本，并且性能上完全达到客户对良品率的要求，因此，原来只使用进口产品的企业（包括大型跨国公司），在试用新纶的产品后，纷纷开始选择新纶作为供应商。

2、产品线和服务项目齐全，具备强大的系统解决方案提供能力

公司拥有国内最丰富的产品线和服务种类，市场占有率领先。与国内竞争对手相比，公司能提供从洁净工程设计、建造、防静电洁净室耗品到超净清洗的一系列产品和服务，其中耗品又包含了防静电/无尘服、防静电/无尘鞋、无尘擦拭布、无尘口罩、鞋套、无尘打印纸、防静电/无尘手套等众多子产品，是国内产品线和服务项目最齐的企业，并且各单项收入规模均在业内居于前三位，其中防静电/洁净室产品的收入规模居第一位。

表 6：公司拥有业内最齐全的产品线和服务项目

公司	2008 年收入（万元）			
	防静电/洁净室产品	净化工程及设备	超净清洗服务	总计
苏州净化集团有限公司	120	38045	-	38165
新纶科技	20264	5801	1280	27345
卫利国际科贸（上海）有限公司	16000	-	-	16000
深圳市金开利环境工程有限公司	-	17237	500	17737
苏州天华超净科技有限公司	14785	-	2465	17250
深圳市兴业卓辉实业有限公司	10060	729	875	11664
厦门象屿康惠科技有限公司	4300	855	430	5585

资料来源：招股说明书，招商证券

依托领先的技术实力和完整的产品线，公司具备强大的系统解决方案提供能力，各项业务之间能够相互带动。由于公司具有领先的产品质量和技术，丰富的产品线和服务项目，公司具备了为需求各异的客户提供系统化、集成化解决方案的强大能力，能提供从防静电/洁净室工程设计、建造到日常使用的耗品、再到后续超净清洗服务的完整解决方案，使客户能从公司享受到“一站式”的服务，提高了客户的采购效率，并降低了采购成本。而公司的工程、产品和服务的质量也得到了客户的广泛认可，其中包括富士康、精工爱普生、华为、索尼、比亚迪等众多大型高端客户。由于集成服务能力的提升，三项业务相互拉动作用开始逐步体现，公司为客户提供的产品和服务范围逐年扩展。

表 7：公司为主要客户提供服务范围的变化

客户/提供业务范围	2009 年	2008 年度	2007 年度	2006 年度
深圳市华为技术服务有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	-	-
富士康科技集团	提供洁净耗品、净化工程服务	净化工程服务	-	-
佛山普立华科技有限公司	提供洁净耗品、净化工程服务	提供洁净耗品、净化工程服务	净化工程服务	净化工程服务
精工爱普生株式会社	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	提供洁净耗品
北京京东方光电科技有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务
希门凯电子（无锡）有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	提供洁净耗品
惠州索尼精密部件有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	-
泰山光电（苏州）有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-

索尼数字产品(无锡)有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-
美德福(无锡)精密机械有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-
东莞南城新科电子厂	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-

资料来源：招股说明书，招商证券

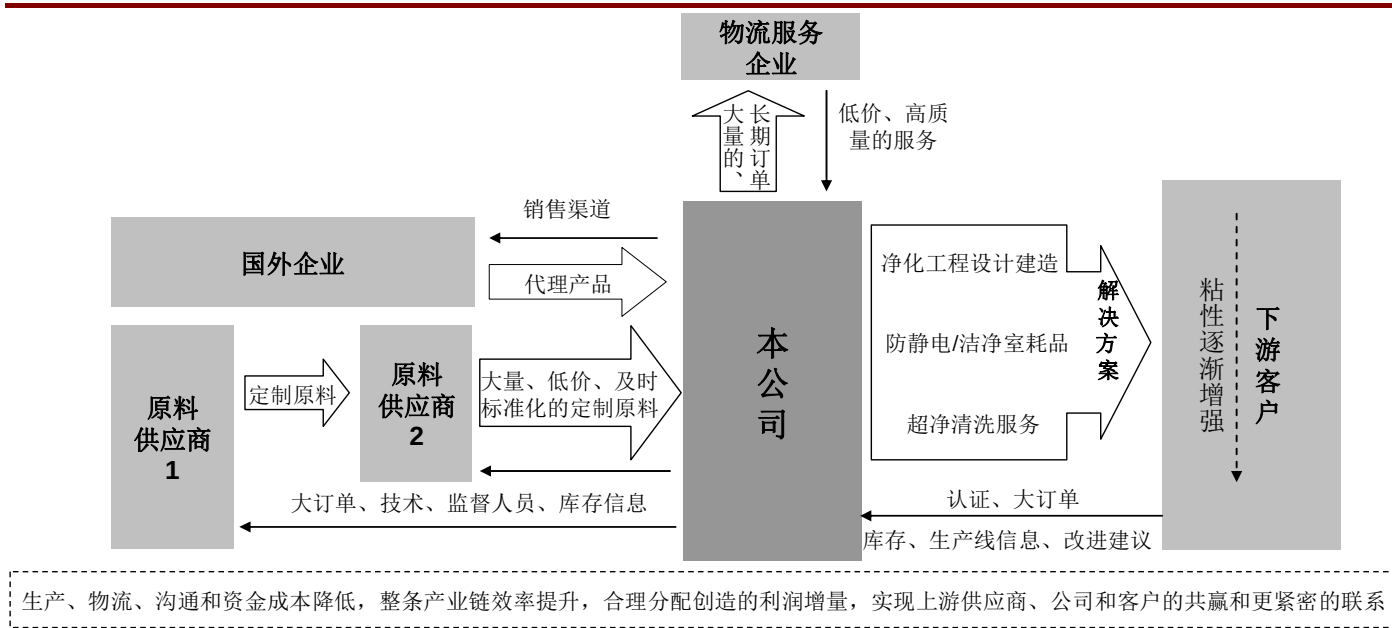
通过解决方案捆绑定价实现“交叉补贴”，有助于保障公司的盈利水平。在为客户提供解决方案时，公司可以采取工程、耗品、服务捆绑定价的定价模式，可以通过“交叉补贴”的定价模式：用某些产品以低价吸引客户后，主要通过后续的长期合作和其他产品来获得回报。有助于公司在对客户保持较强吸引力的同时，又实现了稳定的盈利能力。

3、以独特的“推拉式”供应链体系主导和整合产业链，后劲十足

以客户为导向建立起“推拉式”供应链体系，使公司成为产业链上下游的整合者。公司作为防静电/洁净室行业领先的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、以客户为导向、整合上下游、实现信息流、物流和资金流各方面效率提升的“推拉式”供应链：

- ✓ 一方面，通过向客户提供涵盖净化工程、洁净室耗品和超净清洗服务的完整解决方案，提高了客户的采购效率，降低了采购成本，吸引客户进一步提高与公司的合作深度，将更大规模的采购订单交给公司，实现了向客户的初步推进。
- ✓ 另一方面，大量的在手订单加强了公司对上游企业的议价能力，公司借此积极加强与前端生产商和物流企业的合作，依靠大批量、标准化、一对一的原料采购和物流服务协议，显著降低了供应商的折旧摊销、生产线调整、物流配送、信息沟通和资金成本，在提升了原料质量和供应稳定性的同时，也降低了采购价格。双赢的采购体系使公司实现了对上游供应商的拉动。
- ✓ 在掌握了稳定、低价的原材料供应后，公司反过来又能为客户提供更加高质、低价的产品和服务，从而进一步增强了对客户的吸引力，进而得到更大的订单和更深度的合作，实现了向下游客户的再次推进，形成了以公司为主导、良性循环、贯通上下游的利益联盟。

图 5: “推拉式”供应链模式将产业链整合为公司主导的高效利益联盟

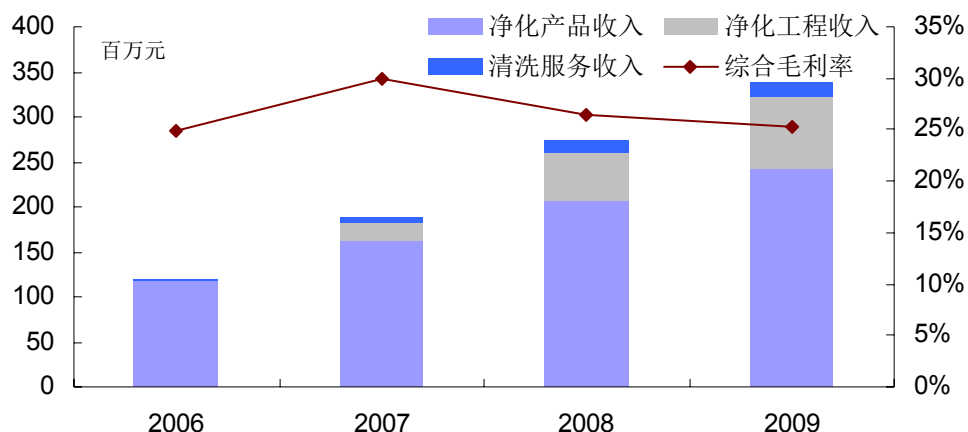


资料来源：招商证券

“推拉式”供应链的本质就是：在公司的主导下，优化产业链各环节的资源配置，提高整条产业链的运营效率，由上下游各环节企业共同分享效率提高带来的利润提升，创造出共赢的交易结构。而与公司竞争的竞争对手，实际上是在与公司主导的利益联盟竞争，竞争的难度很大，甚至最终也将不得不融入这个联盟。而随着公司整合资源的增多，又为其掌握更多的资源奠定了基础，形成了良性循环。

当前竞争格局下，“推拉式”供应链模式已难以复制。目前，公司已从高度分散的市场中脱颖而出，在业内率先主导了产业链的整合，建立了高效的“推拉式”供应链体系，并将主要的客户纳入了该体系。而竞争者若想复制该模式必须以获得部分客户的大订单为系统搭建的出发点，但在技术、规模、成本都处于劣势的情况下，要与公司争夺将可靠性视为生命的客户难度非常大，因为客户将不愿承受更换掉优质供应商的巨大风险。这样竞争对手也将缺乏足够的与上游供应商的议价能力。

先进的经营模式使公司后劲十足，高速成长。正是由于公司先进的经营模式，公司近年来成长迅速，收入不断迅速增长，仅用短短 6 年的时间就发展成国内收入总规模第二，耗品收入规模第一的防静电/洁净室行业的专业企业。06~09 年收入的年均复合增长率达 41%，并且平稳的度过了金融危机市场占有率也稳步提升。随着公司募投项目的陆续投产，公司耗品的产能瓶颈将被突破，**对满足客户需求的能力和对供应商的议价能力也将进一步提升。**我们预计供不应求的局面将是公司的产能利用率和产销率继续保持高位，公司将继续呈现高速成长的态势。

图 6：公司主营业务收入快速增长且综合毛利率保持稳定


资料来源：招股说明书，公司年报，招商证券

4、苏州募投项目和深圳光明新区项目将解除公司产能瓶颈

公司产能利用率和产销率持续高位，产能不足已成为制约公司发展的瓶颈。从历史情况看，公司逐年不断扩充产能，但仍处于供不应求的状况。公司产品长期处于供不应求的状态，产能限制已成为公司收入增长的瓶颈。

表 8：公司三种主要产品历年的产量、销量、产能利用率和产销率

指标	产品类别	2006	2007	2008	2009 (1-6)
产能	防尘服装	55.0	108.0	135.0	70.0
	防尘鞋类	59.5	115.0	147.0	76.0
	无尘擦拭布	38.0	50.0	57.0	30.0
产量	防尘服装	48.0	95.6	129.3	66.4
	防尘鞋类	56.3	107.0	140.8	73.0
	无尘擦拭布	34.8	40.3	53.9	28.5
销量	防尘服装	47.2	91.3	117.5	60.4
	防尘鞋类	55.8	102.6	131.2	67.2
	无尘擦拭布	29.5	37.7	48.9	25.7
产能利用率	防尘服装	87.2%	88.6%	95.8%	94.8%
	防尘鞋类	94.6%	93.1%	95.8%	96.0%
	无尘擦拭布	91.5%	80.5%	94.6%	95.1%

资料来源：招股说明书，招商证券

2011 年起募投项目产能释放将解除公司产能瓶颈，打开公司的成长空间。公司正在加紧募投项目的建设，预计到 2011 年 5 月，产能将能够开始释放，公司计划根据市场开拓进度，分 3 年逐步释放产能。截止至 2009 年底，公司的防尘服装、防尘鞋和无尘擦拭布这些主要耗品的生产能力分别为 144 万件/年、153 万双/年和 59.5 万包/年，募投项目达产后，防尘服、防尘鞋和无尘擦拭布将分别形成 385 万件/年、382 万双/年和 237 万包/年的生产能力，防静电手套、鞋套和无尘打印纸的产能也将分别增长 2.73 倍、2.67 倍和 1.25 倍。

表 9：公司募集资金项目

序号	项目名称	总投资（万元）	募投项目达产后新增产能
1	增资苏州新纶实施防静电/洁净室消耗品扩产项目	8860.	无尘抹布 180 万包，无尘口罩 5000 万只，鞋套 3000 万双，无尘打印纸 25 万包
2	增资苏州新纶实施防静电/洁净室人体装备扩产项目	10740	高滤尘性防静电服 100 万套，普通无尘服 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
3	新纶整体运营系统平台项目	1990	
合计		21590	

资料来源：招股说明书，招商证券

深圳光明新区基地的建设将使深圳基地产能增长 60%。公司 2009 年年报披露，公司计划在深圳光明高新技术产业园区内，投资 2.16 亿元建设新纶科技产业园项目，建设期为 1 年，预计于 2011 年 12 月前建成。我们调研了解到，该项目系将公司目前在租赁厂房内的深圳基地搬迁至光明新区，并在此基础上将深圳地区的净化产品产能扩大 60%，还包括新纶科技的研发中心。

2010 年公司耗品业务的增长主要来自于自筹资金对苏州产能的扩充。目前，公司在深圳和苏州设有两个生产基地，公司在上市前已利用自筹资金建设了防静电防潮屏蔽袋生产线，并在 09 年下半年投产，还大幅提升了防尘口罩生产线的产能，主要订单来自日本的桥本公司，该两项业务在 2009 年分别实现 1935 万元和 1938 万元的收入，我们预计今年该两项业务贡献的收入还将实现翻番增长。此外，其他的人体装备和耗品产能和产能利用率也将得到一定的提升，我们预计将较 09 年增长约 20%。

募投项目达产后，将显著强化“推拉式”供应链模式的竞争力：募投项目达产后，产能瓶颈将得到有效的缓解，并将完成在长三角、珠三角两个客户需求最旺盛地区的产能布局。公司为客户提供防静电/洁净室产品、服务和系统解决方案的能力将更为完善，逐渐增加客户对公司的信任度和订单量，从而使公司对上游原材料供应商和物流等配套服务企业有了更强的议价能力和控制力，销量将进一步提升，而成本进一步降低，使公司主导的利益联盟更加壮大而稳固，从而为公司持续稳健的增长奠定良好的基础。

5、模式创新，超净清洗连锁经营值得期待

超净清洗服务市场潜力巨大。防静电/防尘服、鞋和无尘擦拭布等各种洁净室用品可反复使用，每隔一段时间后就需要进行专业的清洗。目前，大多数企业采用自己设立超净清洗厂房的形式来清洗本公司使用的防静电/洁净室产品，但是，由于防静电/洁净室产品的清洗对人员、设备等的专业化程度要求较高，企业在设备、环境上的投入巨大，且往往难以保证清洗质量，甚至容易造成损耗而缩短了产品的使用寿命，并且一个企业的清洗量往往有限，设备往往面临闲置。在此类企业密集的区域设立专业、大规模、高等级的清洗厂房，服务多家企业，成为结局这个问题的最佳途径。

公司已有超净清洗业务高速增长，毛利率很高。公司自 2006 年起开展超净清洗服务，公司目前在制造业密集的苏州和东莞分别拥有一个超净清洗公司，其中苏州新纶超净技术有限公司为新纶全资子公司，收入进入合并报表，东莞首道超净技术有限公司由公司

持股 50%。2009 年苏州公司实现净化服务收入 1523 万元，较 2008 年增长 19%，较 2007 年增长 213%，且毛利率始终维持在 40%以上。2010 年一季度，苏州公司实现收入 490 万元，预计全年收入可达 2000 万元。

专业化背景、遍布全国的洁净室产品客户和雄厚的资金实力为公司发展超净清洗连锁经营奠定了基础。公司在 2009 年年报中表示将“大力发展超净清洗服务，以连锁经营的模式，迅速占领市场，为主要市场的区域内客户提供便捷、高效的服务”。我们认为：公司计划发展超净清洗连锁经营模式体现公司独到的战略眼光，也的确具有发展该业务的突出优势：

- ✓ **专业化** 公司凭借专业化的背景可以为客户提供最高质量的清洗服务，一般自行清洗仅 50 次寿命的防静电/防尘服装，公司的专业服务可将其寿命提升至 80 次以上，而公司的产品客户遍布全国，并且公司是国内仅有的具备 10 级清洗能力的公司。
- ✓ **客户基础雄厚。**公司是国内最大的洁净室人体装备和耗品生产企业，客户遍布全国，公司最了解自己的产品，清洗自己生产的产品，能够采取最合适的方式，保证最高的质量和最低的成本。而之前通过产品已经了解公司的客户也将较容易接受公司的清洗服务。
- ✓ **雄厚的资金实力保证公司能迅速占领市场。**清洗服务厂房的选址具有排他性，一个客户集中的区域只需要一个大规模清洗点，投入约 1000 万元，服务半径约 2 小时车程，公司作为国内洁净室行业的龙头和率先上市的企业，其资本实力优势明显，可以实现快速、布点，迅速占领全国关键地区的市场。

公司在 5 月 25 日公告，将用超募资金在大连、北京、合肥、西安、成都、厦门这 6 城市的投建 6 个超净清洗中心，每个清洗点的投入 1000 万元，拟建设期为 7 个月左右，分三年完全达产，达产后每个清洗中心将产生约 1000 万元的年收入，但公司拥有较好的客户基础，达产的进度有望超预期，而随着这些清洗点不断的拓展市场，部分优质的清洗点在成熟后通过增加工作班次或扩建，收入水平仍有较大提升空间，如已成熟运营的苏州清洗中心 09 年收入达到 1500 万元，今年有望达到 2000 万元，因此，超净清洗服务将在未来几年为公司贡献非常可观的毛利。而且从长期看，还有更多的地区可以拓展，连锁清洗模式大有可为。

6、净化工程业务增长超预期

2009 年公司实现净化工程收入 7943 万元，同比增长 48%，2010 一季度实现收入约 3200 万元，已达到去年全年 40%的收入水平，超出了我们之前预期。

公司作为净化工程领域的新秀已经表现出强劲的增长势头，我们认为不仅受益于下游微电子等下游行业的快速发展，公司通过之前的产品销售和净化服务所积累起来的客户关系也在逐渐体现价值。此外，公司在净化工程领域的设计、建造能力已经越来越得到客户的认可，不仅老的优质客户信任公司的实力，愿意将新建、扩建洁净厂房的订单给公司，通过在行业龙头客户中的施工案例树立良好的形象，越来越多的公司开始成为新宠为新客户。我们认为，随着公司在工程经验越来越丰富，公司未来有望在被国有大型设计院和承包商以及国际企业把持的大型、高规格洁净厂房市场取得突破。

7、销售网络覆盖广泛，通过深度合作稳固客户关系

销售网络遍及全国。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，在国内制造业最发达的长三角和珠三角地区分别建立了苏州、深圳两大生产、储运基地以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、环渤海湾及中西部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。产品远销日韩、欧美等发达国家。

图 7：公司的销售及服务网络覆盖广泛



资料来源：公司网站，招商证券

占据先进入者优势，与客户深度合作，客户关系稳固。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，对防静电/洁净室产品和服务要求最高、需求量最大的客户主要为国际性的电子、微电子相关企业及其配套企业，其中少量的大型客户贡献了公司的大部分利润。这些客户的粘性很强：

- ✓ 防静电/洁净室产品及服务是关系客户产品质量的关键因素之一，可靠性是他们最为看重的指标，对价格的敏感度较低。
- ✓ 客户对防静电/洁净室产品及服务供应商的认证周期往往长达 1 年以上，且过程极为严格，供应商转换成本很高。
- ✓ 公司凭借技术、品质、规模和服务优势以及强大的解决方案提供能力已成功进入客户的供应体系，而在与大量业内领先企业的合作过程中，公司也为自身积累了更加丰富的经验，在为客户提供更好产品和服务的同时，进一步拉开了与对手的距离。

8、股权激励到位，企业文化健康独特，具备很强的人员凝聚力

公司的持股结构较为合理，按发行后股本计算，除董事长持有 40.3% 的股权外，其余 4 位发起人股东均持有公司 7% 左右的股权，而公司另外 29 位销售、管理和生产技术骨

平均通过深圳飞鲸投资管理有限公司间接持有公司股权，股权激励到位，管理层、骨干员工与公司的利益一致性强，为公司的高效管理和运营奠定了坚实的基础。公司奉行“用心创造无尘空间”的企业价值观，以为客户人员提供高品质的工作环境为己任，据我们实地调研，员工在健康的公司文化和较好的激励政策下具有很强归属感。

四、盈利预测与估值

我们预计公司 10~12 年的 EPS 分别为 0.77、1.25 和 1.73 元/股。

表 10：销售收入预测

		2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
产品收入 (万元)	净化产品收入	16214	20701	24231	33888	53994	73009
	净化工程收入	2112	5364	7943	12500	18500	25000
	超净清洗服务收入	486	1280	1523	2000	5000	8000
毛利率	净化产品收入	29.5%	27.3%	25.2%	25.2%	25.0%	25.0%
	净化工程收入	31.6%	18.3%	21.5%	21.2%	21.0%	21.0%
	超净清洗服务收入	40.9%	45.9%	44.7%	42.0%	40.0%	42.0%
	综合毛利率	30.0%	26.4%	25.2%	24.9%	25.0%	25.3%
	总收入	18812	27345	33697	48388	77494	106009
	收入增长率	57.9%	45.4%	23.2%	43.6%	60.2%	36.8%

资料来源：招商证券

我们认为：公司所处行业发展前进广阔，公司技术、规模、管理优势明显，将在享受行业增长的同时迅速的提升市场占有率，在提供“一站式”解决方案、以“推拉式”供应链建立产业联盟、三项业务相互带动、发展连锁超净清洗服务等独特、先进的经营理念的指引下，公司将具有持续的成长能力和抗风险能力，建议按照 2011 年 EPS 的 30~35 倍 PE 估值，6 个月目标价 37.5~43.7 元，给予“强烈推荐-A”的投资评级。并且我们尤其建议投资者把握公司的长期投资价值，分享我国经济结构调整和产业升级大趋势下，防静电/洁净室龙头的持续成长。

公司面临的风险因素主要包括：宏观经济复苏出现放缓，影响下游电子、微电子行业投资，导致公司的募集资金项目的进展和收益低于预期。

图 8：新纶科技历史 PE Band

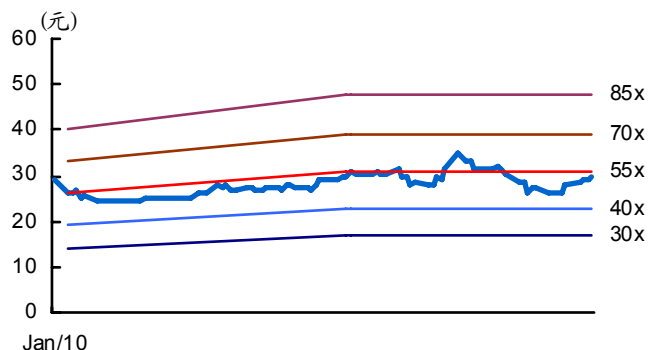


图 10：新纶科技历史 PE Band

图 9：新纶科技历史 PB Band

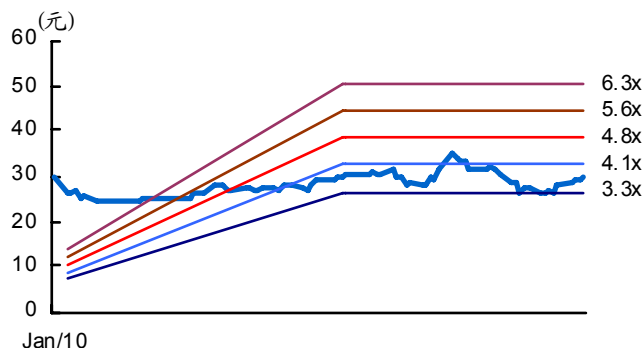


图 11：新纶科技历史 PB Band

附录：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尘埃进行防护，以保证产品质量、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。随着电子、半导体、光电子、军事、生物制药、医疗、食品和化妆品等行业对生产过程静电防护和洁净度要求的提高，通过建设防静电/洁净室控制环境静电和外污染源的产生、通过使用防静电/洁净室耗品控制人体活动静电和内污染源的产生已成为众多行业生产的基础性要求，

1、洁净室技术是配套于先进制造业的基础性技术

洁净室产业是随先进制造业发展起来的新兴产业。现代洁净室形成一项专门技术，其历史不过半个世纪。洁净技术是适应实验研究与产品加工的精密化、微型化、高纯度、高质量和高可靠性等方面的要求而诞生的一门新兴技术，先进制造业的发展离不开洁净室技术的进步。完整的洁净室产业包括洁净设备制造、净化工程设计及建造、洁净室耗品的生产及清洗。

表 11：发达国家洁净室行业发展历史

时间	阶段	说明
50年代之前	生产环境的清洁问题被重视	第二次世界大战期间，美国生产的飞机导航用气浮陀螺仪，由于质量不稳定，每 10 个陀螺仪平均要返工 120 次。50 年代初朝鲜半岛战争期间，美国的 16 万台电子通讯设备，更换了百万个以上的电子部件，雷达出故障的时间占 84%，潜水艇声纳出故障的时间占 48%。后来发现，这些问题都与设备和零件的生产环境部清洁有关。
50 年代初	现代洁净室正式诞生	美国原子能委员会为解决对人体有害的放射性尘埃的捕集问题，于 1951 年研制成功的高效空气过滤器应用于生产车间的送风过滤，才真正诞生了具有现代意义的洁净室。
60 年代初	第一个正式标准诞生	1961 年美国桑第阿国家实验室提出 单向流洁净室气流组织方案 并应用于工程实际，从此洁净室达到了前所未有的更高洁净级别。同年美国空军制定颁发了世界上第一个洁净室标准 T0-00-25-203 空军指令“洁净室与洁净工作台的设计与运转特性标准”。
1963 年	形成了完善的洁净室技术的雏形	1963 年 12 月公布了将洁净室划分为三个级别的美国联邦标准 FED—STD—209。
60 年代中期	洁净室技术大规模推广	洁净室随着美国电子、精密机械等工厂的发展如雨后春笋涌现在各种工业部门。它不仅用于军事工业，也在电子、光学、微型轴承、微型电机、感光胶片、超纯化学试剂等工业部门得到推广，同时开始了将工业洁净室技术移植到生物洁净室的历程。
70 年代初	洁净室建设向更多行业和国家转移	洁净室的建设重点开始转向医疗、制药、食品及生化等行业。除美国而外，其它工业先进国家，日本、德国、英国、法国、瑞士、前苏联、荷兰等也都十分重视并先后大力发展了洁净技术。
70 年代至今	以在微电子和生物制药领域的应用为代表，技术进一步升级	大规模集成电路（LSI）、超大规模集成电路（VLSI）、生物制药、洁净手术室等领域对洁净室达到 100 级甚至 10 级洁净度的要求，洁净室技术水平和市场规模不断迈上新的台阶。

资料来源：招商证券

2、静电对精密器件危害极大，防静电产品必不可少

静电防护相关投资对精密元器件的生产非常重要。人体活动是高强度静电产生的重要原因，人体在不同相对湿度环境里从事不同工作时会产生不同强度的静电，并普遍超过各种元件的击穿电压，如果不采取任何防静电措施，很容易毁坏各种电子元件。防静电技术主要是伴随着半导体、微电子、光电子行业的发展而迅速发展起来的，各种元件日益精密，大多对静电很敏感，静电对集成电路、光电器件等的损害也日益突出。惠普公司对半导体、电子、光电子行业的静电防护投入情况调研发现，每投入 1 美元用于静电防护可减少 9 美元损失，因此，采取各种措施降低静电危害非常重要。

表 12：部分电子元件的耐击穿电压

电子元件	静电击穿电压 (V)
VMOS	30~1800
MOSFET	100~200
砷化镓 FET	100~300
EPROM	100 以上
JFET	140~7000
SAW(声表面波滤波器)	150~500
运算放大器	190~2500
CMOS	250~3000
肖特基二极管	300~2500
SMD 薄膜电阻器	300~3000
双极型晶体管	380~7800

资料来源：招商证券

表 13：各种人体动作产生的静电电压

人体动作	所产生的静电电压 (V)	
	相对湿度 65%~95%	相对湿度 10%~20%
坐在椅子上工作	100	6000
在乙烯树脂地板上行走	250	12000
用橡皮擦印制电路板	1000	12000
在地毯上行走	1500	35000
坐在泡沫塑料椅垫上	1500	18000
从印制电路板撕下胶带	1500	12000
在流水线工位接触聚酯塑袋时	1500	18000
在操作工位与聚氨酯类接触时	1500	18000
用塑料袋包装印制电路板	3000	16000

资料来源：招股说明书，招商证券

人体活动是最大的静电源，防静电的关键在于通过使用防静电耗品控制静电电压，核心技术在于面料和导电纤维的制造和综合运用。在防静电环境中必须通过使用防静电服、防静电鞋和各种其他防静电耗品降低人体活动产生的静电电压，而防静电产品厂商技术水平的竞争也主要体现在其产品对静电电压的控制能力，关键是综合考虑耗品面料、导电丝材料和布局以及与使用环境的匹配情况等因素，最终提升客户企业的良品率。

3、先进制造业离不开洁净环境，洁净室和相关耗品必不可少

尘埃是精密机械、电子、制药和医疗等对洁净度要求较高行业的大敌，洁净度低的研发、生产环境严重影响产品质量，增加成本，危害人体健康甚至生命。从 20 世纪 70 年代

初开始,美国等发达国家大规模地研究和发展洁净技术,通过建造洁净室和广泛使用洁净室耗品,以满足科学实验和工业生产过程中产品加工的精细化、微型化、高纯度、高质量和高可靠性对于控制尘埃污染的生产环境的要求。发展洁净技术是提高科技发展水平的必要手段。

表 14: 尘埃对部分行业的危害以及洁净技术应用示例

相关行业	洁净技术应用示例
精密机械	在普通车间内装配导弹惯性制导用的陀螺仪时平均每生产 10 个产品就需返工 120 次,当在控制空气的尘埃污染的环境中装配后,返工率可降低至 2 次,同时,将在无尘与空气中尘粒达 1000pc/m ³ 的环境中装配的转速为 12000 转/分钟的陀螺仪轴承进行对比,产品的使用寿命相差约 100 倍
电子	大规模和超大规模集成电路的生产要求具备 100 级、10 级洁净度的空间
制药	空气中的细菌易附着在尘埃粒子上,空气中尘埃越多,细菌与尘埃接触并附着机会就越多,影响药品质量。提高制药车间的洁净度,可以降低药品受污染的几率,提高药品的质量,降低制药成本。
医疗	医疗环境中的病菌附着于尘粒并借助于尘粒作为生存和传播的媒介,容易引发感染,后果严重。提高手术室的洁净度,可以有效的降低感染几率。无尘无菌室、手术室的洁净度要求达到 100 级标准。

资料来源:招股说明书,招商证券

表 15: 美国洁净室标准 FED-STD-209E 对洁净等级的划分

洁净等级	粒径 $\geq 0.5 \mu m$ 的粉尘的最高允许浓度 (个/英尺 ³)
1 级	1
10 级	10
100 级	100
1000 级	1000
10000 级	10000
100000 级	100000

资料来源:招股说明书,招商证券

洁净技术水平集中体现在高等级洁净室的设计、建造和耗品制造能力。洁净室最主要的作用是控制产品(如硅芯片等)所接触大气的洁净度及温湿度,使产品能在一个良好的环境空间中生产、制造。人是最主要的污染源,其产生的微尘污染量占洁净室内微尘污染量的 80%,尤其是工作人员在洁净环境中的活动,会明显地增加洁净环境的污染程度,因此对洁净室中的人体防护和隔离是洁净环境保持的重点。美国颁布的洁净室标准 FED-STD-209E 是大多数国际标准的基础,也是目前大家最为熟悉的标准,在这项标准中,按每立方英尺中 $\geq 0.5 \mu m$ 粉尘数量的最高允许数量,将洁净室分成若干等级。设计和建造洁净室时就需要综合考虑气流、气压、温度、湿度、材料、设备、耗品等多方面的因素,不同的应用领域对洁净室等级的要求不同,要使洁净室环境维持在高等级(如 10 级以上)需要非常高的技术水平。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	130	264	521	555	649
现金	19	87	291	186	144
交易性投资	0	0	0	0	1
应收票据	0	0	3	5	7
应收款项	46	72	91	146	200
其它应收款	4	9	12	19	27
存货	46	75	91	145	198
其他	15	20	33	52	71
非流动资产	110	139	278	388	477
长期股权投资	6	8	8	8	8
固定资产	53	69	66	247	408
无形资产	33	39	47	57	67
其他	18	23	158	76	(5)
资产总计	240	402	800	943	1126
流动负债	89	241	176	237	307
短期借款	37	153	30	30	30
应付账款	21	30	55	87	119
预收账款	3	9	18	17	24
其他	29	50	74	103	134
长期负债	20	0	0	0	0
长期借款	20	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	109	241	176	237	307
股本	54	54	73	73	73
资本公积金	15	14	407	407	407
留存收益	58	93	143	226	339
少数股东权益	4	0	0	0	0
母公司所有者权益	127	161	623	706	819
负债及权益合计	240	402	800	943	1126

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	21	22	73	36	104
净利润		35	56	91	126
折旧摊销		0	12	23	44
财务费用		0	(0)	(1)	0
投资收益		0	0	0	(1)
营运资金变动		0	3	(81)	(68)
其它		(13)	2	3	3
投资活动现金流	(81)	(43)	(152)	(132)	(134)
资本支出		0	(160)	(132)	(133)
其他投资		(43)	8	0	(1)
筹资活动现金流	27	89	283	(9)	(12)
借款变动		0	(123)	0	0
普通股增加		0	19	0	0
资本公积增加		0	392	0	0
股利分配		0	(6)	(9)	(13)
其他		89	0	1	1
现金净增加额	(33)	68	204	(105)	(42)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	273	337	484	775	1060
营业成本	201	252	364	581	791
营业税金及附加	3	4	6	9	13
营业费用	15	18	25	40	57
管理费用	16	15	23	37	51
财务费用	5	6	(0)	(1)	0
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	33	40	66	108	149
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	34	41	66	108	149
所得税	3	7	10	16	22
净利润	31	35	56	91	126
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	31	35	56	91	126
EPS (元)	0.42	0.48	0.77	1.25	1.73

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	45%	23%	44%	60%	37%
营业利润	-3%	21%	67%	63%	38%
净利润	-4%	12%	61%	63%	38%
获利能力					
毛利率	26.4%	25.2%	24.9%	25.0%	25.3%
净利率	11.3%	10.3%	11.6%	11.8%	11.9%
ROE	24.5%	21.6%	9.0%	13.0%	15.4%
ROIC	18.3%	12.2%	8.6%	12.4%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	45.4%	59.9%	22.1%	25.2%	27.2%
净负债比率	23.6%	38.0%	3.8%	3.2%	2.7%
流动比率	1.5	1.1	3.0	2.3	2.1
速动比率	0.9	0.8	2.4	1.7	1.5
营运能力					
资产周转率	1.1	0.8	0.6	0.8	0.9
存货周转率	5.2	4.2	4.4	4.9	4.6
应收帐款周转率	6.1	5.7	5.9	6.5	6.1
应付帐款周转率	9.0	10.0	8.6	8.2	7.7
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.48	0.77	1.25	1.73
每股经营现金	0.28	0.30	1.00	0.49	1.42
每股净资产	1.73	2.20	8.51	9.64	11.19
每股股利	0.00	0.20	0.08	0.12	0.17
估值比率					
PE	72.2	64.3	39.8	24.5	17.7
PB	17.7	13.9	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	48.0	37.5	26.7	16.0	10.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

廖振华: 上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

裘孝锋: 复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟: 南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

李荣耀: 上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。