

## 异地扩张可复制，资金面决定扩张速度

## 研究结论

- **包装市场广阔，“争夺增量”模式使得全国扩张有需求保障。**国际瓦楞纸箱协会（ICCA）预计瓦楞纸包装需求 2006~2011 年的年均增长率为 4.4%。期间全球瓦楞纸箱市场的新增需求量将达到 416 亿平方米，其中，56%的需求来自中国，即 5 年间超过 230 亿平米的瓦楞纸箱需求将出现在中国市场中，而公司当前产能尚为 4.9 亿平米。此外，我们根据食品饮料、电子、医疗等行业的历史收入增长率来看，均保持在 20%以上的增长；最后，公司布点选址往往在包装市场容量 5 亿元以上的地区，这样即使是当地的需求增量也可以消化公司新设项目，避免了单纯的价格竞争策略，因此我们判断公司全国性快速扩张步伐有需求保证。
- **投入产出比高，生产异地复制带来未来 3 年公司规模增长。**公司隶属轻资产扩张的包装企业，投入产出比维持在 2 以上的水平，资产周转率相当高，此外，从 2005 年开始公司应收账款占比和三费占比一直维持在较为稳定的水平上，这也说明了公司管理层具有卓越的管理能力，而且上市两年的历程已经证明了公司具备异地扩张的能力，目前公司在建产能集中在合肥、天津和海宁基地，完全达产后将提升公司产能为 9.4 亿平米，这将带动公司未来 3 年的增长。
- **资金面决定公司成长速度。**包装行业议价能力偏弱，下游对公司账期一般为 2~3 个月左右，而上游账期为 1 个月左右，此间差异导致公司扩张期间往往带来财务费用的大幅增长。此次增发成功将使得公司成功获得 5 亿元发展资金，帮助其摆脱了财务瓶颈重获发展动能，我们认为公司能够充分利用好投资者的资金并创造更大的价值。
- **首次给予增持评级，建议积极参与增发。**我们预测公司 2010~2012 年 EPS 增发摊薄后为 0.40 元，0.59 元和 0.82 元，按照当前股价对应市盈率为 40X，27X 和 20X，我们认为公司增长模式可复制，经营壁垒来自于生产具有可复制的优势，产品具备竞争力的价格和卓越的管理能力，我们按照公司未来 43%的盈利复合增长率，给予 43PE 估值，公司当前合理股价为 17.31 元，我们给予增持评级，建议投资者积极参与公司增发项目。
- **风险因素：**资金面决定公司扩张速度，增发受阻导致盈利增长不达预期。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

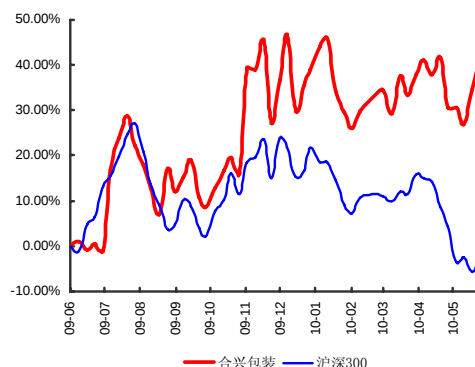
8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 投资评级        | 买入 增持 中性 减持 (首次) |
| 股价 (5月28日)  | 16.01            |
| 目标价格        | 17.31 元          |
| 总股本/A股 (万股) | 19000 / 19000    |
| A股市值 (亿元)   | 30               |
| 国家/地区       | 中国               |
| 行业          | 轻工               |
| 报告日期        | 2010年5月29日       |

## 股价表现



| 评价周期     | 1个月   | 3个月   | 12个月  |
|----------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | 8.9%  | 6.3%  | 40.3% |
| 相对表现 (%) | 16.0% | 19.5% | 37.0% |

资料来源：WIND

## 重点公司盈利预测及投资评级

|                | 2009A  | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 885.93 | 1405.98 | 1826.12 | 2417.90 |
| 同比%            | 38.96% | 58.70%  | 29.88%  | 32.41%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 67.19  | 87.80   | 128.64  | 180.19  |
| 同比%            | 31.60% | 30.67%  | 46.53%  | 40.07%  |
| 毛利率%           | 20.17% | 19.97%  | 20.21%  | 20.19%  |
| ROE%           | 15.43% | 10.14%  | 12.94%  | 15.70%  |
| EPS            | 0.35   | 0.40    | 0.59    | 0.82    |
| PE             | 45.27  | 40.02   | 27.31   | 19.50   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 目 录

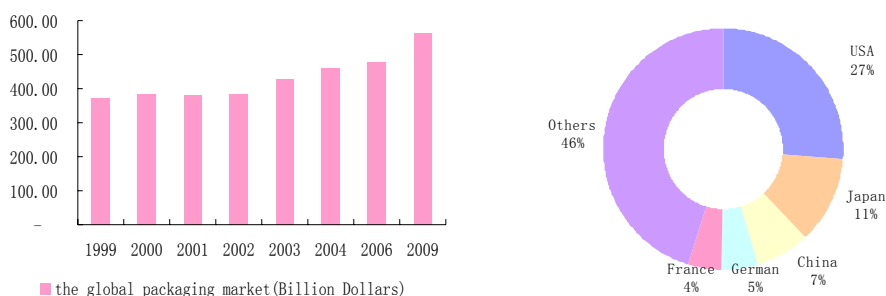
|                                 |          |
|---------------------------------|----------|
| <b>一 包装市场广阔，未来维持在 8%以上增长</b>    | <b>3</b> |
| 1.1 食品饮料稳定增长，消费电子方兴未艾           | 3        |
| 1.2 环保愈加被重视，纸包装替代其他类型包装         | 4        |
| 1.3 纸包装产业链中二级纸箱厂轻资产扩张           | 4        |
| 1.4 结论：包装市场空间广阔，纸制品包装增长快于行业均值   | 5        |
| <b>二 合兴包装未来保持规模增长，资金面决定成长速度</b> | <b>5</b> |
| 2.1 “争夺市场增量”模式，异地扩张可持续          | 6        |
| 2.2 投入产出比高，卓越管理能力带来持续增长         | 7        |
| 2.2 资金面决定成长速度                   | 8        |
| 2.4 结论：增发机遇带来公司成长               | 8        |
| <b>三 盈利预测与估值</b>                | <b>9</b> |
| 3.1 核心假设与敏感性分析                  | 9        |
| 3.1.1 未来三年均有增长点                 | 9        |
| 3.1.2 预计未来三年公司将复制以前的成长路径        | 10       |
| 3.2 三表预测                        | 10       |

## 一 包装市场广阔，未来维持在 8%以上增长

据 Pira 公司统计，2009 年全球包装行业的产值达到 5630 亿美元，近三年的复合增长率在 5.7% 左右，其中中国包装产业产值 2005 年占比全世界仅为 7%。

而又据国际瓦楞纸箱协会（ICCA）发布的《2006~2011 年全球瓦楞纸箱市场预测报告》指出，2001~2006 年全球瓦楞纸箱生产量的年均增长率为 4.2%，预计 2006~2011 年的年均增长率为 4.4%。预计 2006~2011 年全球瓦楞纸箱市场的新增需求量将达到 416 亿平方米，其中，56% 的需求来自中国，即超过 230 亿平米的瓦楞纸箱需求将出现在中国市场中。

**图 1：全球包装市场容量达到 5630 亿美元 2005 年中国是包装行业第三大市场，占比 7%**

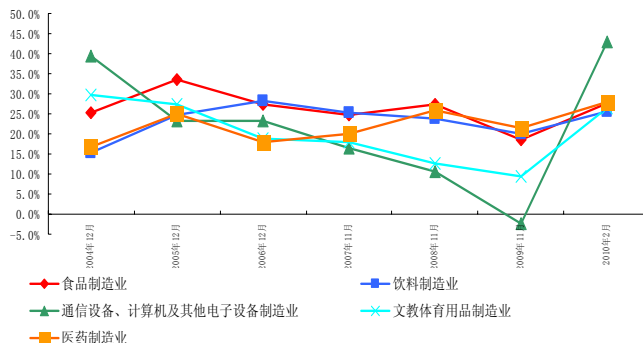


资料来源：GfK，东方证券研究所

### 1.1 食品饮料稳定增长，消费电子方兴未艾

包装材料一般运用在食品饮料、电子、医疗等各行行业中，从下游行业增长情况看，除了电子行业波动较大外，其他行业基本保持了 20% 左右的收入增长需求，由于这类行业产品单价较为稳定，因此可以认为对包装材料的需求增长也将保持在 20% 以上的增长，从下游行业看，我们判断国内未来包装材料需求增长有较为坚实的基础。

**图 2：包装行业下游产值一般均维持在 20% 以上增长**



资料来源：东方证券研究所

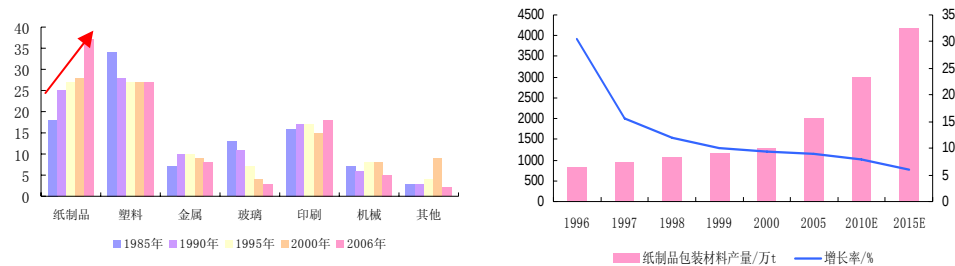
## 1.2 环保愈加被重视，纸包装替代其他类型包装

当前越来越多的国家和地区要求包装材料无害化处理，需要做到“4R”和“1D”，即减少使用包装材料(Reduce)、可回收(Reclaim)、可复用(Reuse)、再循环(Recycle)，以及可降解(Degradable)，瓦楞纸箱包装具有经济、重量轻、便于贮存、易加工、废弃物自行降解且易回收利用等特点，被公认为“绿色包装”。随着消费者环保意识的不断增强，瓦楞纸箱包装已成为包装材料中重要的组成部分；可以预见全世界环保的压力越来越大，必将对瓦楞箱等绿色包装产生更旺盛的需求。

从下图来看，国内纸包装占到包装工业产值比重一直在逐年提升，从1985年的18%一路提升至2006年37%水平，随着国内节能减排和倡导绿色经济的推进，我们预计未来纸包装仍将继续替代玻璃、金属和塑料包装材料。另外，根据我国“十一五”包装工业规划所做的预测，在“十五”乃至到2015年期间，纸制品包装仍将维持在8%左右的增长速度上。

图3：纸包装占比20年来逐渐提升

“十一五”包装工业规划预计纸包装保持8%增长

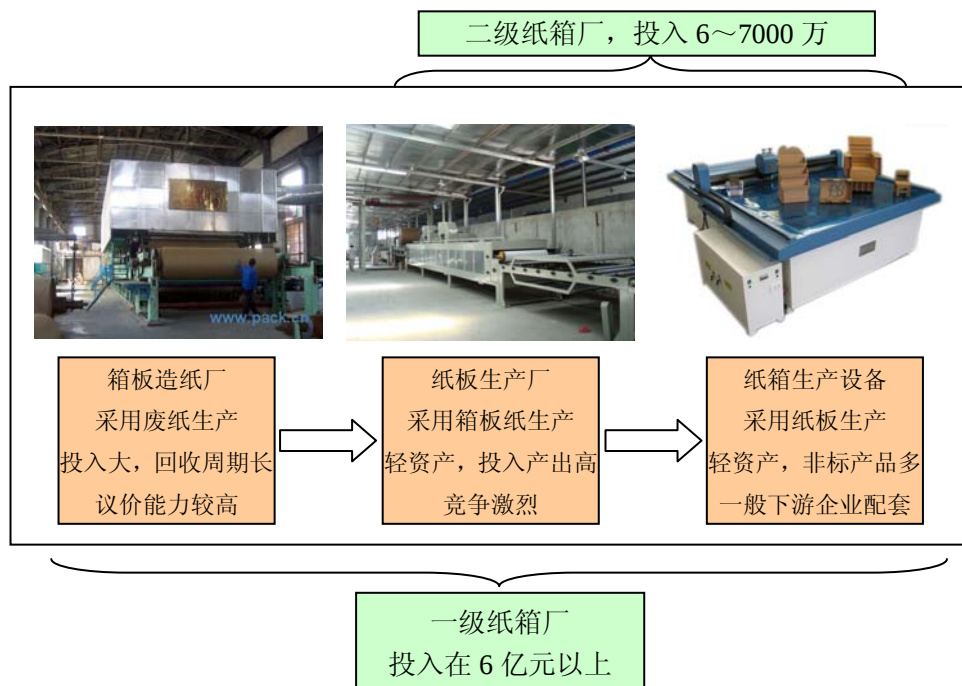


资料来源：东方证券研究所

## 1.3 纸包装产业链中二级纸箱厂轻资产扩张

我们从纸包装的产业链结构看，可以分为三个层次，如下图所示，产业链最长的一级纸箱厂往往配备了造纸设备，如景兴纸业和山鹰纸业，这样的公司可以利用自身的产纸设备进行后端加工，生产纸箱服务下游；二级纸箱厂分为纸板生产设备和纸箱生产设备，利用上游箱板纸生产纸板或纸箱；三级纸箱厂采用二级纸箱厂的纸板进行包装，一般由于非标产品居多，大多数需要包装的企业采用自己开设包装厂的方式购买纸板包装，但随着专业分工模式的逐步深入，未来更多的企业将会把自身纸包装业务剥离出核心业务，并外包给二级纸箱厂，这类纸箱厂，如合兴包装、美盈森等利用自身的设计能力和专业优势，对下游客户的包装需求提供专业设计，并减少包装材料成本开支和实现包装材料零库存管理，取得更高的附加值。

传统意义上我们认为产业链条最全的企业有望获得最强的竞争优势，但由于国内箱板纸行业产能过剩，竞争较为激烈，与行业上下游一体化往往不一定带来价值链的提升，相反利用各个层面上的规模优势将更有利于提升自身竞争力。此外，由于二级纸箱厂的投资规模远小于造纸设备，投入产出比在2倍以上，资产周转性好，只要管理到位，能够快速回收投资，这构成了轻资产扩张的基础。

**图 4：箱板纸包装产业链结构，二级纸箱厂可以轻资产扩张**


数据来源：东方证券研究所

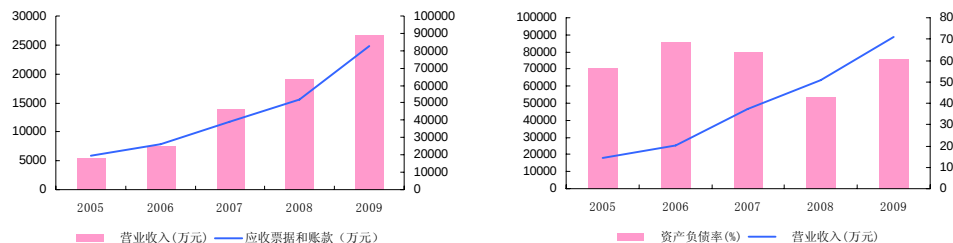
## 1.4 结论：包装市场空间广阔，纸制品包装增长快于行业均值

综上所述，我们判断包装市场将继续随下游行业增长而保持较高速度的发展，而由于纸包装具有“4R”和“1D”的特性，符合国内环保趋势，其增长将更快于行业增长水平，根据我国“十一五”包装工业规划所做的预测，在“十五”乃至到 2015 年期间，纸制品包装仍将维持在 8% 左右的增长速度上。

在此基础上，我们看好二级纸箱厂具备轻资产扩张的特性，这类纸箱厂没有造纸设备，不需要大规模资本开支，投资产出比高，随着专业分工的进一步深化，具备一定管理优势、规模效应和设计能力的二级纸箱厂能够在行业增长中分享更高的成长空间。

## 二 合兴包装未来保持规模增长，资金面决定成长速度

公司起步作为专业包装的提供商，上市前已经开始了全国扩张的尝试，在南京和湖北等地投资设立“标准化工厂”，初步实施异地的盈利模式复制努力。从历史情况来看，公司的战略进行非常成功，销售收入 5 年时间增长 5 倍以上，但由于行业属性的限制，随着规模的扩大和销售收入的增长，公司的资金不足成为困扰公司成长的主要羁绊之一。因此，2008 年借上市机遇，公司募集资金后进一步开拓了异地扩张的步伐，2010 年公司提出了增发要求，我们认为此次增发完成后，将打开资金紧张的枷锁，公司未来仍然能够保持异地扩张的强劲势头，延续之前高增长的态势。

**图 5：公司销售收入 5 年增长 5 倍**
**应收帐款大幅增长是公司负债率提升原因之一**


资料来源：东方证券研究所

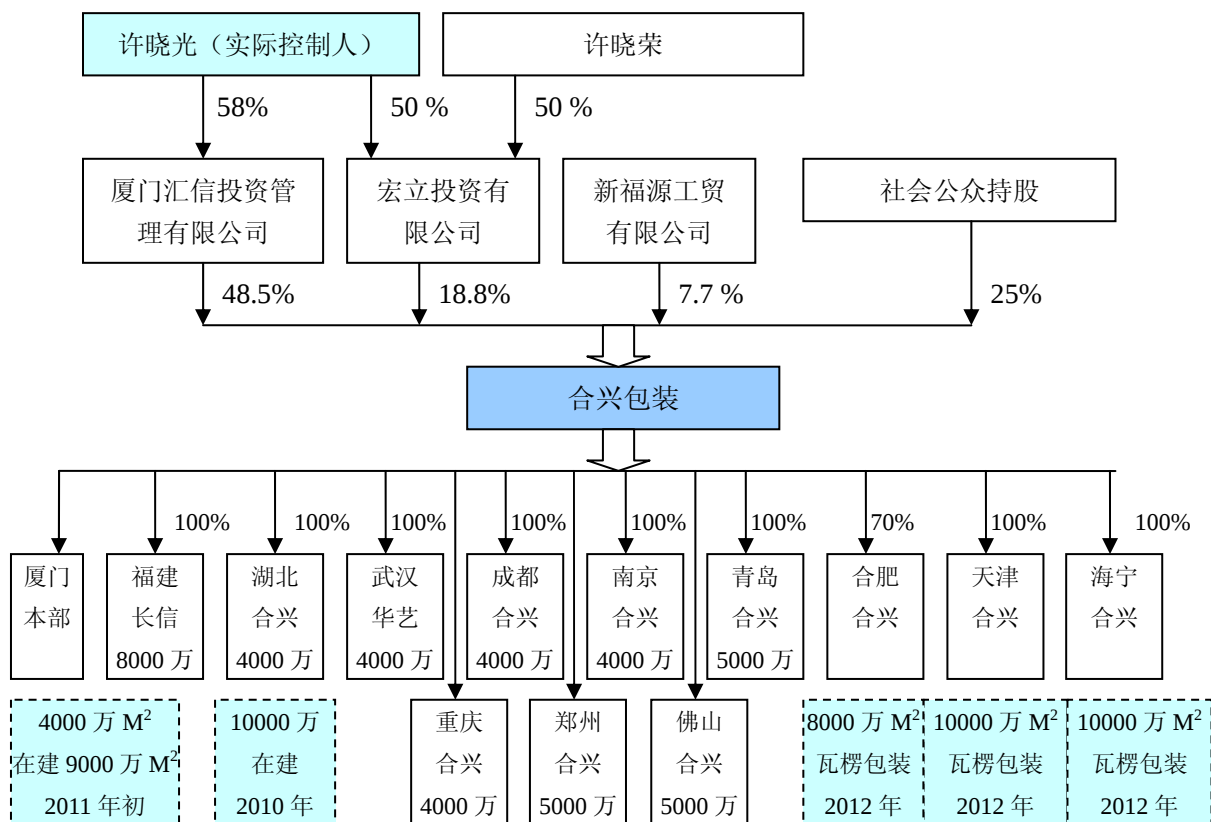
**图 6：09 年公司纸箱收入占比达到 77%**
**纸箱贡献了公司大部分盈利**


资料来源：东方证券研究所

## 2.1 “争夺市场增量”模式，异地扩张可持续

公司早先设立分厂一般以 4000 万~5000 万平方米为标准，设立分厂的选址由公司投资中心进行实地勘察和调研，初步估算当地市场需求达到 5 亿元以上，同时，考虑当地原材料和物流情况，综合评估是否具有设立分厂的价值，我们认为**公司布点策略是一种挖掘市场需求增量的成功策略**，由于当前市场需求增长每年在 20%，如果在当地市场纸品包装规模达到 5 亿元，仅当年的消费增量就能完全消化公司的新增产能，有效避免了单纯依赖价格竞争挤入当地市场，此外，**群策群力的谨慎布点策略有利于控制公司经营风险**。

经过 5 年时间洗礼，公司已经在厦门、福建长信、湖北汉川、武汉、南京、郑州、青岛等 10 多个地区设立分公司，开始了全国布点之路（见下图 7），此次公司非公开募集资金项目将在天津和海宁地区建厂，生产 10000 万平米的瓦楞纸箱，除了以上两个地区外，公司未来还将在其他经济较为发达的地区开设 10 个以上的生产点，将公司“标准化工厂”模式复制到全国各地。由于上市前后的扩张已经为公司积累了相当多的经验，未来的模式复制将显得更为容易。基于我们对纸包装行业增长的信心，我们判断公司异地扩张未来仍可持续，此外，随着公司已有布点市场容量的增长，公司各地产能的扩张也是一大亮点，如公司在厦门和湖北地区的扩产就是一个实例。

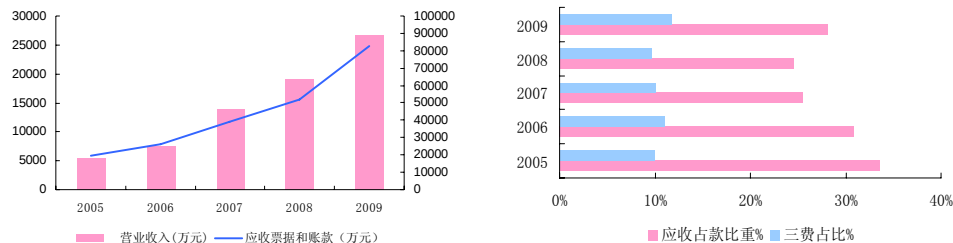
**图 7：公司股权和产能结构图：**


\* 蓝色底虚线框表示未来新增产能及达产时间

数据来源：公司数据，东方证券研究所

## 2.2 投入产出比高，卓越管理能力带来持续增长

我们测算公司投资一个 4000~5000 万平米的“标准化工厂”需要 6000 万到 7000 万元左右，如果采用租赁厂房的形式，投资不到 3000 万，而单位平米纸板和纸箱销售价格一般在 2.2~3.5 元的水平上，因此公司投入产出比维持在 2 以上的水平，资产周转率相当高，此外，公司多年的经营为管理层积累了丰富的管理经验，从 2005 年开始公司应收账款占比和三费占比一直维持在较为稳定的水平上，这也说明了公司管理层具有卓越的管理能力，能够在如此激烈的竞争环境下获得持续发展的能力，而不是被上下游所挤压。

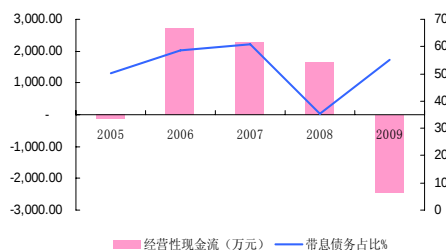
**图 8：扩张模式带动销售收入 5 年增长 5 倍 三费和应收占款占比保持平稳**


## 2.2 资金面决定成长速度

公司具有包装行业普遍存在的发展短板，特别体现在资金瓶颈上，业内较为常见的方式是为下游提供 2~3 个月时间的账期，而与上游采取月结的方式。这样往往需要为下游企业提供 1~2 个月的融资成本，特别在快速成长和开拓业务的过程中，这样的付款模式往往使得公司资金显得愈发紧张。

基于上述的行业特点，我们认为只要给公司充分的发展资金，公司将实现快速成长，即资金面决定了公司的成长速度，否则资金的短缺会使得公司发展严重受制，远期来看，一旦整个市场容量发展放慢，公司的成长速度降低，而那个时候公司经营就转型成为现金牛业务，不再需要额外资金，因此，我们认为对于高速成长的公司而言，资本市场有必要借力给这些公司，帮助其快速发展。

从下图看更为明显，我们注意到公司 2008 年初融资后短期负债率下行，但随着公司募集资金项目，成都、青岛等地区先后达产，以及非募集资金项目，如湖北项目扩建的开展，公司负债率重新开始攀升，并伴随着公司销售收入 90% 以上的增长，我们认为这样类型的公司只要能够在资本市场融资成功，将重新站上增长的高峰。

**图 9：2008 年初公司上市后负债率短期下行后又开始回升**


资料来源：东方证券研究所

## 2.4 结论：增发机遇带来公司成长

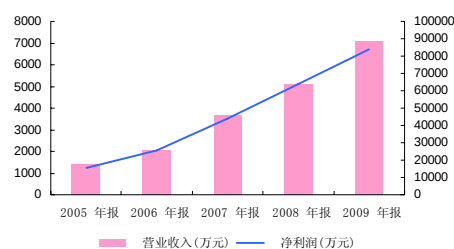
自 2008 年 5 月上市后，公司 2009 年 9 月开始了新一轮增发诉求，按照我们前文分析，我们判断只要公司取得资金支持就能取得高速的成长，未来如果海宁和天津两大生产基地能够适时布点成功，将使得公司在长三角和环渤海区域取得较为领先的发展优势，同时，我们认为海宁和天津所辐射的地区外贸、食品饮料、电子等轻工业发展处于全国领先水平，而大规模纸厂，如玖龙、理文和景兴这些地区都有分厂，不用担心原料供应和产品需求，是一个良好的扩张点。

同时，按照公司过往的发展经验，一般一个“标准化工厂”从设立到投产需要 6~9 个月时间，而试生产到盈亏平衡需要 6~9 个月磨合，因此经过 1 年到 1 年半新厂即可开始利润贡献，如果下半年公司增发顺利实施，未来 2 年新建项目将为公司提供成长贡献。

### 三 盈利预测与估值

综上分析，我们认为公司是一家在大包装市场环境中成长的企业，公司的核心竞争优势来自于低成本扩张和卓越的管理能力，使得公司在低毛利的市场中取得令人惊异的成长性。

**图 10：公司收入与净利润基本同比例增长**



资料来源：东方证券研究所

### 3.1 核心假设与敏感性分析

我们假设公司 2010 年增发成功，按照公司增发意向书要求，募集资金净额（扣除发行费用）上限为 34260.89 万元。发行价格不低于定价基准日不低于 11.64 元/股，我们认为至多增发股份为 2943 万股股份，摊薄幅度为 15%。

#### 3.1.1 未来三年均有增长点

我们认为公司未来三年均存在增长点，从公司的产能结构来看，2010 年的增长点来自公司之前投资的子公司（如湖北、青岛、郑州、重庆等地区）盈利的恢复和扩张，而 2011 年增长点来自公司在建合肥子公司、和厦门扩建项目，而 2012 年公司新增天津和海宁项目将开始达产并贡献盈利。

**表 1：未来三年公司均有增长点（2010 年黄色，2011 年紫色，2012 年蓝色）**

| 已有产能分布 | 产能（万平方米） | 投产时间        |
|--------|----------|-------------|
| 青岛     | 5000     | 2009        |
| 佛山     | 5000     | 2009        |
| 郑州     | 5000     | 2009 年 10 月 |
| 厦门     | 4000     | 2009        |
| 武汉     | 4000     | 2008 年 10 月 |
| 重庆     | 4000     | 2009        |
| 湖北     | 6000     | 2006 年 11 月 |
| 福建长信   | 8000     | 2006 年 2 月  |
| 南京     | 4000     | 2006 年 10 月 |
| 成都     | 4000     | 2009 年 1 月  |
| 在建产能分布 | 产能（万平方米） | 预计投产时间      |
| 合肥     | 8000     | 2010-3Q     |
| 海宁     | 10000    | 2011-3Q     |
| 天津     | 10000    | 2011-4Q     |

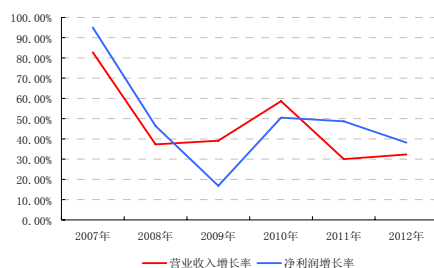
|        |       |         |
|--------|-------|---------|
| 厦门     | 9000  | 2011-1Q |
| 湖北合兴扩建 | 10000 | 2010-1Q |

资料来源：东方证券研究所

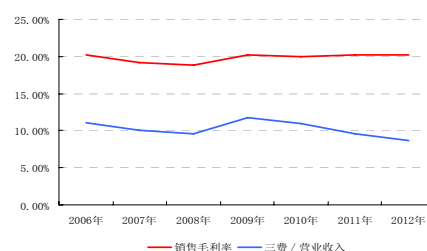
### 3.1.2 预计未来三年公司将复制以前的成长路径

我们预计公司的全国扩张步伐仍将复制之前的成长路径，即保持收入与盈利同比例增长，且保持毛利率稳定和控制三费增长，我们认为随着公司全国布点进一步深入和管理人才培养逐步到位，公司的扩张能够维持。

图 11：未来三年收入与利润增长同步



三费占比和毛利率保持平稳



资料来源：东方证券研究所

## 3.2 三表预测

我们预测公司 2010~2012 年 EPS 增发摊薄后为 0.40 元，0.59 元和 0.82 元，按照当前股价对应市盈率为 40X，27X 和 20X，我们认为公司增长模式可复制，经营壁垒来自于生产具有可复制的优势，产品具备竞争力的价格和卓越的管理能力，我们按照公司未来 43% 的盈利复合增长率，给予 43PE 估值，公司当前合理股价为 17.31 元，我们评级为增持，建议投资者积极参与公司增发项目。

**附表：财务报表预测与比率分析**
**财务和估值数据摘要**

| 单位:百万元      | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 463.78 | 637.52 | 885.93 | 1405.98 | 1826.12 | 2417.90 |
| 增长率(%)      | 82.55% | 37.46% | 38.96% | 58.70%  | 29.88%  | 32.41%  |
| 归属母公司股东净利润  | 35.09  | 51.06  | 67.19  | 87.80   | 128.64  | 180.19  |
| 增长率(%)      | 72.91% | 45.50% | 31.60% | 30.67%  | 46.53%  | 40.07%  |
| 每股收益(EPS)   | 0.18   | 0.27   | 0.35   | 0.40    | 0.59    | 0.82    |
| 每股股利(DPS)   | 0.00   | 0.00   | 0.13   | 0.00    | 0.00    | 0.14    |
| 每股经营现金流     | 0.12   | 0.09   | -0.12  | 0.12    | 0.63    | 0.56    |
| 销售毛利率       | 19.16% | 18.82% | 20.17% | 19.97%  | 20.21%  | 20.19%  |
| 销售净利率       | 8.46%  | 9.00%  | 7.57%  | 6.94%   | 7.83%   | 8.28%   |
| 净资产收益率(ROE) | 30.02% | 12.99% | 15.43% | 10.14%  | 12.94%  | 15.70%  |
| 市盈率(P/E)    | 86.68  | 59.58  | 45.27  | 40.02   | 27.31   | 19.50   |
| 市净率(P/B)    | 26.02  | 7.74   | 6.99   | 3.51    | 3.06    | 2.65    |
| 股息率(分红/股价)  | 0.000  | 0.000  | 0.008  | 0.000   | 0.000   | 0.009   |

**报表预测**

| 利润表               | 2007A        | 2008A        | 2009A        | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入              | 463.78       | 637.52       | 885.93       | 1405.98       | 1826.12       | 2417.90       |
| 减: 营业成本           | 374.90       | 517.53       | 707.22       | 1125.20       | 1457.02       | 1929.66       |
| 营业税金及附加           | 0.28         | 0.57         | 0.81         | 1.29          | 1.68          | 2.22          |
| 营业费用              | 16.78        | 26.01        | 45.67        | 70.30         | 82.18         | 96.72         |
| 管理费用              | 22.25        | 28.79        | 49.15        | 70.30         | 87.65         | 108.81        |
| 财务费用              | 7.55         | 6.55         | 9.38         | 16.95         | 14.35         | 13.56         |
| 资产减值损失            | 0.86         | -0.03        | 5.73         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 加: 投资收益           | 0.00         | 0.00         | 0.12         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>营业利润</b>       | <b>41.16</b> | <b>58.09</b> | <b>68.08</b> | <b>121.94</b> | <b>183.25</b> | <b>266.94</b> |
| 加: 其他非经营损益        | 0.04         | 3.12         | 4.20         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>       | <b>41.21</b> | <b>61.21</b> | <b>72.28</b> | <b>121.94</b> | <b>183.25</b> | <b>266.94</b> |
| 减: 所得税            | 1.96         | 3.84         | 5.19         | 24.39         | 40.32         | 66.74         |
| <b>净利润</b>        | <b>39.24</b> | <b>57.37</b> | <b>67.09</b> | <b>97.55</b>  | <b>142.94</b> | <b>200.21</b> |
| 减: 少数股东损益         | 4.15         | 6.32         | -0.10        | 9.76          | 14.29         | 20.02         |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>35.09</b> | <b>51.06</b> | <b>67.19</b> | <b>87.80</b>  | <b>128.64</b> | <b>180.19</b> |
| 资产负债表             | 2007A        | 2008A        | 2009A        | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
| 货币资金              | 56.22        | 187.08       | 244.52       | 140.60        | 182.61        | 241.79        |
| 应收和预付款项           | 129.35       | 219.46       | 291.12       | 399.01        | 538.94        | 708.72        |
| 存货                | 55.84        | 91.39        | 183.14       | 352.67        | 341.15        | 577.74        |

|                  |               |               |                |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 其他流动资产           | 0.00          | 0.00          | 8.01           | 8.01           | 8.01           | 8.01           |
| 长期股权投资           | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资性房地产           | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产和在建工程        | 136.36        | 153.02        | 332.80         | 342.61         | 392.61         | 50.00          |
| 无形资产和开发支出        | 9.69          | 36.72         | 76.58          | 68.64          | 60.70          | 52.77          |
| 其他非流动资产          | 0.13          | 0.47          | 1.06           | 0.53           | 0.00           | 0.00           |
| <b>资产总计</b>      | <b>387.60</b> | <b>688.12</b> | <b>1137.24</b> | <b>1312.07</b> | <b>1524.03</b> | <b>1639.02</b> |
| 短期借款             | 47.22         | 119.80        | 426.40         | 147.27         | 323.92         | 366.63         |
| 应付和预收款项          | 125.71        | 154.41        | 241.65         | 378.14         | 420.40         | 632.74         |
| 长期借款             | 45.65         | 0.00          | 20.00          | 190.00         | 0.00           | 0.00           |
| 其他负债             | 26.60         | 18.30         | 1.40           | 1.40           | 1.40           | 1.40           |
| <b>负债合计</b>      | <b>245.18</b> | <b>292.51</b> | <b>689.45</b>  | <b>716.81</b>  | <b>745.72</b>  | <b>1000.77</b> |
| 股本               | 75.00         | 100.00        | 190.00         | 219.43         | 219.43         | 219.43         |
| 资本公积             | 7.91          | 207.13        | 117.13         | 430.31         | 430.31         | 430.31         |
| 留存收益             | 33.99         | 86.00         | 128.19         | 215.99         | 344.63         | 497.79         |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>116.91</b> | <b>393.14</b> | <b>435.33</b>  | <b>865.73</b>  | <b>994.37</b>  | <b>1147.53</b> |
| 少数股东权益           | 25.51         | 2.48          | 12.46          | 22.22          | 36.51          | 56.53          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>142.42</b> | <b>395.61</b> | <b>447.79</b>  | <b>887.95</b>  | <b>1030.88</b> | <b>1204.06</b> |
| 负债和股东权益合计        | 387.60        | 688.12        | 1137.24        | 1604.76        | 1776.60        | 2204.83        |
| <b>现金流量表</b>     | <b>2007A</b>  | <b>2008A</b>  | <b>2009A</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   |
| 经营性现金净流量         | 23.42         | 16.72         | -23.44         | 22.16          | 119.71         | 107.05         |
| 投资性现金净流量         | -19.15        | -129.29       | -205.36        | -342.61        | -50.00         | -50.00         |
| 筹资性现金净流量         | -5.67         | 237.45        | 258.01         | 216.53         | -27.69         | 2.12           |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>-1.44</b>  | <b>124.66</b> | <b>29.17</b>   | <b>-103.92</b> | <b>42.01</b>   | <b>59.18</b>   |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)