

远景广阔，值得等待

——鑫富药业（002019）调研报告

要点：

- **公司基本情况介绍：**鑫富药业的主业为 D-泛酸钙及 D-泛醇，占全球市场份额约 40%，市场地位稳固，业务规模伴随市场容量平稳增长，未来增速 5-8%。自 2007 年以来，公司逐步拓展到其它精细化工领域，主要包括：生物降解材料（PBS）、羟基乙酸、活性炭、PVB 胶片、三氯蔗糖等，但都还未贡献收入。
- **PVB 若能量产是亮点：**PVB 树脂胶片是一种 PVB 树脂挤压成型的高分子材料，用于高层建筑玻璃、汽车挡风玻璃、薄膜电池封装等领域。目前国内所需高端 PVB 主要来自进口，鑫富药业兼具精细化工和压膜经验，自 09 年 3 季度开始建设 5700 吨 PVB 项目，预计 2010 年 3 季度试生产。预计吨售价在 3-4 万元。
- **三氯蔗糖和羟基乙醇具有良好市场前景：**公司 150 吨三氯蔗糖项目和 3000 吨羟基乙酸项目现在都处于调试阶段，乐观预计 2010 年下半年能够投产。三氯蔗糖是一种性能优异的甜味剂，可供糖尿病患者，心脑血管疾病患者及老年人使用，目前为英国泰莱公司垄断供应。羟基乙酸用于清洗剂等领域，目前部分依赖进口。公司这两个项目如能顺利达产，则销路不是问题。预计三氯蔗糖 2010 年 3 季度投产，羟基乙酸生产线达产时间尚难预计。
- **PBS 远景仍然值得期待：**公司 PBS 项目自 07 年试车以来，项目量产已不是问题，但销路一直未能打开。PBS 作为一种新型塑料，能够被自然界微生物自然降解，具有很好良好的环保属性，但目前在性价比方面不具优势。在节能环保行业上升为战略新兴产业的背景下，期待更强大的推广政策出台。
- **盈利预测及估值：**综合预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.16、0.39、0.64 元。其中公司 09 年增发价 11.98 元，对应 2011 年 30 倍 PE，可视作非常安全的价格，若市场提供机会，则强烈推荐。目前新能源新材料板块 TTM 平均 PE 估值为 50 倍，若给予公司 2011 年 50 倍 PE，则对应目标价格为 20 元，推荐！

分析师

周涛 执业证书编号 S1070210020001
☎(86-10) 88366060-8727
✉zt@cgws.com
徐超 执业证书编号 S1070210020009
☎(86-10) 88366060-8711
✉xuc@cgws.com
张霖 执业证书编号 S1070209040317
☎(86-10) 88366060-8752
✉zhangli@cgws.com

投资评级：推荐（首次）

市场数据：当前股价 16.16

总市值（亿元）	35.86
流通市值（亿元）	23.3
总股本（万股）	22042
流通股本（万股）	14331
12个月最高/最低	25.5/10.5

公司盈利预测（百万）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	547	737	911
(+/-%)	34.6%	34.9%	23.5%
净利润	34	86	140
(+/-%)	12.3%	151.7%	62.8%
摊薄每股收益	0.155	0.390	0.634
PE	105.1	41.8	25.7

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



目 录

1. 公司基本情况.....	3
1.1 登陆资本市场历程.....	3
1.2 业务构成.....	3
1.3 股东持股结构.....	3
2. 业务分项分析.....	4
2.1 PVB 能否量产是关键.....	4
2.2 节能新材料(EVA 等).....	5
2.3 PBS 市场开拓是瓶颈.....	6
2.4 D-泛酸钙及 D-泛醇市场地位稳固.....	6
2.5 三氯蔗糖与羟基乙酸市场前景广阔.....	8
3. 财务分析.....	9
3.1 收入及利润增长.....	9
3.2 毛利率及成本控制.....	9
3.3 三项费用分析.....	10
3.4 资产负债结构.....	10
4. 业绩预测及估值.....	10
表 1、 旗下分公司及子公司	3
表 2、 前 10 大流通股东比较.....	4
表 3、 公司 D-泛醇及 D-泛酸钙产能	6
表 4、 截止 2009 年 6 月的全球 D-泛酸钙及泛醇竞争格局	7
表 5、 D-泛酸钙及 D-泛醇盈利测算.....	11
表 6、 PVB 盈利测算.....	11
表 7、 PBS 盈利测算.....	11
表 8、 木质活性炭盈利测算.....	11
表 9、 三氯蔗糖盈利测算.....	12
表 10、 无极变速其盈利测算(不合并报表)	12
图 2、 股权结构图	3
图 3、 产品历史价格(万元/吨)	8
图 4、 公司收入及利润增长	9
图 5、 公司毛利率及净利率	9
图 6、 公司毛利率及净利率	10

图 7、公司资产负债率10

1. 公司基本情况

公司地处浙江临安，是全球最大的维生素 b5 生产商。市场地位稳固，未来稳定低速增长，每年能提供相对稳定的现金流。

公司陆续拓展到其它精细化工领域，其中三氯蔗糖、羟基乙酸、PVB 未来有望逐步替代进口，可降解塑料 PBS 未来有望在政策推动下畅销。

1.1 登陆资本市场历程

2004 年 7 月 13 日登陆深圳交易所，股票代码 002019，发行 12.57*1500 万股，总股本达 6825 万股。

2007 年 5 月，10 转增 4，总股本达 9555 万股。

2007 年 8 月，10 转增 10，总股本达 19110 万股。

2009 年 10 月，公开增发 11.98 元/股*2932 万股，总股本达 22042 万股。

目前流通股占比为 65%。有 35%股份（7710 万股），将于 2011.8.6 解限。

1.2 业务构成

公司主要从事精细化工制造，产品包括：D-泛酸钙、D-泛醇、三氯蔗糖、PVB、PBS、羟基乙酸、EVA、碳纤维、发泡硅胶。其中泛酸系列是公司目前的主业。

表 1、旗下分公司及子公司

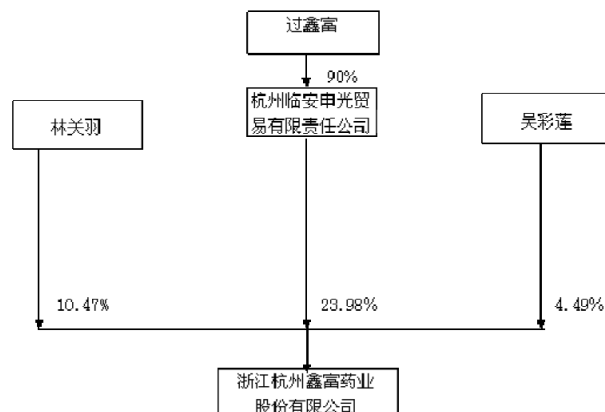
名称	主要产品及产能	股权	税率	进度
1 生化分厂	B5/原 B5(7000 吨产能)，PBS(2 万吨产能)，羟基乙酸(3000 吨)	分公司	15%	PBS 于 07 年底试车，羟基乙酸 08 年试车
	Beta-氨基丙酸(合成维生素 B5 所需中间体)，PVB(5700 吨)	100%	25%	PVB 将 2010 年 2 季度末投产
2 湖州狮王				
3 重庆鑫富	泛解酸内酯	100%	15%	已投产
4 满洲里鑫富	木质活性炭(3 万吨)	100%	25%	2010 年 1 季末
5 鑫富生化	技术研发及转让	100%	25%	
6 安庆市鑫富	三氯蔗糖(150 吨)	100%	25%	2010 年 6 月投产
7 合肥合源	医药新品开发	53.3%	25%	2010.1 控股
	发泡硅胶(480 吨)-碳纤维(15.55 吨)-EVA(3000 吨)	100%	25%	2010 年 2 季度末投产
8 杭州鑫富				
9 易辰福德	50 万套无级变速器	20%	25%	2011 年 6 月建成投产

资料来源：公司公告，长城证券整理

1.3 股东持股结构

过鑫富先生为公司实际控制人，其中林关羽先生为过鑫富先生妻妹夫。

图 1、股权结构图



资料来源：09 年报

2010 年 1 季度，基金加仓，持股集中度提升，大成基金加仓较多。

表 2、前 10 大流通股东比较

2009 年报	占总股本比例%	2010 年 1 季报	占总股本比例%
吴彩莲	4.49	吴彩莲	4.49
林关羽	2.62	大成价值基金	2.63
同益证券投资基金	2.23	林关羽	2.62
长盛同庆基金	1.96	同益证券投资基金	2.06
长盛动态精选基金	1.22	长盛同庆基金	1.82
中原信托有限公司	0.74	泰信优质基金	1.8
上海嘉岳商务咨询	0.62	长盛动态基金	1.27
开放式指数基金	0.62	上海嘉岳商务咨询	1.01
黄丹心	0.5	景顺长城基金	0.97
长信银利基金	0.47	金鹰中小盘基金	0.88
合 计	15.47	合计	19.55

资料来源：公司公告、长城证券研究所

2. 业务分项分析

2009 年，D-泛酸钙及泛醇分别占主营收入 73.0%和 21.5%。由于公司自 2009 年底调整药业经营，以资产入股合肥合源药业并控股；加上 PVB、PBS、EVA、三氯蔗糖、羟基乙酸、活性炭项目将在 2010 年及以后年度贡献收入，2010 年以后的报表中，泛酸系列产品的比重将略降低。

2.1 PVB 能否量产是关键

PVB，学名聚乙烯醇缩丁醛，它不仅具有高度的透光性、耐光性、耐寒性、碱水性、成膜性和抗冲击性，而且对玻璃、金属、木材、陶瓷、皮革、纤维等有良好的粘结性，在工业领域主要用于安全玻璃夹层、胶粘剂、涂料等。

PVB 目前主要用于夹层玻璃，高端产品主要用于汽车挡风玻璃，中低端用于一般



的夹层玻璃。近年来，在太阳能光伏电池领域也逐渐得到应用，而且随着技术进步和成本降低，前景逐步看好。

全球 PVB 树脂产能超过 20 万吨/年，中国消费量在 7 万吨左右。预计未来几年全球 PVB 树脂需求增长率大约 4.1%。其中美国、西欧、日本市场比较成熟，而墨西哥、中东欧、中国呈快速增长趋势，其增长率在 7%左右。

目前，国外生产树脂的公司主要集中于少数几个公司，如美国首诺、美国杜邦、日本积水等，这些公司生产 PVB 树脂的同时，也生产 PVB 胶片；国内大约有 4 家企业生产 PVB 树脂，有三十余家不同规模的企业生产 PVB 胶片，并且数量还在不断增加，主要集中在建筑玻璃和后装汽车玻璃等中低端市场。随着我国汽车业的发展、以及国家建设部对高层建筑玻璃提出严格的安全要求以后，国内 PVB 胶片的市场需求每年将有较大幅度的增加，在光伏电池封装膜等方面的应用亦将迎来快速增长。

用于光伏电池的主要是高端 PVB。高端 PVB 主要生产厂家在国外，包括可乐丽、德国嘉士福、杜邦。国内生产厂家主要是回收废旧 PVB 再利用，品质相对较低。目前国内汽车挡风玻璃及薄膜电池都是使用进口 PVB，公司一旦达到高品质量产，将能够有效冲击国外产品的暴利。

光伏行业对于 PVB 的需求测算：PVB 膜厚 0.76mm，每平方米薄膜电池约为 60Wp，按照 1.07t/m³ 的密度，每平方米电池需要 PVB 膜为 0.81 千克。按照 2010 年中国 200MW，2011 年 500MW，2012 年 1000MW 的薄膜电池产量，国内 2010-2012 年的市场容量分别为 2700 吨、5400 吨、13500 吨。

按照 40-50rmb/kg 的 PVB 价格，电池使用 PVB 的成本为 0.52-0.65rmb/Wp。（高端 EVA 胶膜的售价约为 25-30rmb/m²）。国内 2010-2012 年的 PVB 市场容量为 1.2、3.0、6.0 亿元。

公司 PVB 车间厂房正在建造，目前厂房及部分设备已到位，预计 3 季度末开始试生产。由于目前高端 PVB 市场基本为国外公司垄断，公司的 PVB 一旦在技术上突破，能够稳定量产高品质 PVB，则销路根本不是问题，有望迅速抢占国内及国际市场。

2.2 节能新材料(EVA 等)

EVA 是乙烯-醋酸乙烯共聚物，是最主要的乙烯共聚物之一，具有较好的耐环境应力开裂性，良好的光学性能、耐低温性及无毒的特点，因此用途非常广泛。主要应用于：包装、农膜、玩具、鞋类、屏蔽料、无卤阻燃料、热熔胶等。太阳能行业兴起之后，广泛用于太阳能电池的封装。

我国 EVA 制造业目前处于高速发展时期。2005 年以前国内只有北有机唯一生产 EVA 的生产厂家，2005 年底扬巴投产，至 2007 年底国内产能共为 24 万吨/年。至 2008 年底，燕山石化和杜邦包装用塑料及工业用树脂部合作的 6 万吨新增产能投产，国内产能扩充至 30 万吨/年。自 2009 年以来，国内陆续又有 EVA 产能投放，具体数据不详。

国际市场上，EVA 全球生产厂家较少，截止 07 年底全球产能大约为 250 万吨，主要集中在北美和亚洲，其中亚洲产能约为 160 万吨，北美的产能 80-90 万吨。

需求方面，我国 EVA 行业的需求增速在 8-10%左右，截止 2007 年国内需求约为 60 万吨，其中进口 43 万吨。分行业来看，我国 EVA 树脂第一大消费领域是鞋材制品，占



总消费量的 60%，薄膜和热熔胶粘剂排在第二位和第三位，分别占 EVA 树脂总消费量的 19%和 8%。太阳能行业使用高端 EVA。我国太阳能行业 2009 年产量达 3.5GW，合面积约 0.45 亿平米，合计约 2 万吨。

由于光伏组件对于 EVA 胶膜的性能和稳定性有很高的要求，太阳能电池 EVA 胶膜高端市场长期被国外化工巨头杜邦、三井、普利司通垄断。国内产品性能和国外产品存在一定差距，较为突出的是胶膜的耐候性差，容易变黄，影响本身的透光率，从而降低太阳能组件的光电转换效率。杜邦等三家企业占了国内市场 60%以上的份额，高端市场占有率达到 100%。进口 EVA 胶膜的价格昂贵，是国产胶膜价格的 2-3 倍。

自 2008 年以来，国内企业包括温州瑞阳、宁波威克丽特等企业陆续进军高端 EVA 胶膜，高端 EVA 胶膜行业正处于进口替代的过程中。鑫富药业的 EVA 胶膜项目亦属于 EVA 高端胶膜国产化的一员，行业增速向光伏行业的 40-50%看齐。

鑫富药业的 EVA 为 3000 吨产能，另外有 480 吨发泡胶膜、15.55 吨碳纤维管产能，都将于 2010 年 6 月投产。预计达产后贡献收入 1680 万，贡献利润总额 3400 万元。

2.3 PBS 市场开拓是瓶颈

PBS 由丁二酸和丁二醇经缩聚而成，于 20 世纪 90 年代进入材料研究领域，并迅速成为可广泛推广应用的通用型完全生物降解塑料研究的热点材料之一，与 PCL、PHB、PHA 等降解塑料相比，PBS 具有价格低廉、力学性能优异等特点。

近几年，在发达国家生物降解材料发展迅速。据统计，1998 年全球生物降解材料年产量约为 3 万吨，到 2001 年，美国、西欧、日本的产量已增加到 7 万吨，2004 年已经达到 12 万吨。预计 2010 年全球投产的生物降解材料产能将达到 80 万吨。

国外的主要生产厂家包括昭和、三井化学等，2008 年的产量约为 35 万吨。国内 PBS 生产技术主要来自中科院理化技术研究所，使用同一技术的还有扬州市邗江佳美高分子材料有限公司（现有 2 万吨产能）、海尔科化工程塑料国家工程研究中心股份有限公司（各类塑料合计产能 0.8 万吨）。

鑫富药业拥有 2 万吨 PBS 产能，并已于 2009 年底投产，目前最主要的问题在于市场开拓。随着中国政府对环境问题逐步重视，未来政策扶持政策的出台，将成为公司 PBS 销售突破的重要契机。

2.4 D-泛酸钙及 D-泛醇市场地位稳固

D-泛酸钙，化学名为 N-(α , γ -二羟基- β , β -二甲基丁酰)- β -氨基丙酸钙，俗称维生素 B5，是辅酶 A 的组成部分，它是人体和动物维持正常生理机能不可缺少的物质，广泛应用于饲料、医药、食品等工业。

D-泛醇，俗称维生素原 B5，是一种优异的皮肤与头发保护剂，可使皮肤保持柔嫩、毛发光亮油润，广泛应用于护发产品和化妆品中，还可用于医药、保健食品等领域。

表 3、公司 D-泛醇及 D-泛酸钙产能

(吨)	2006	2007	2008	2009
D-泛酸钙	6000	6500	6500	7000
D-泛醇	1000	1000	1500	2000

资料来源：公司公告、长城证券研究所

供给竞争格局：

公司已经形成年产 7,000 吨 D-泛酸钙的设计生产能力，为世界第一大 D-泛酸钙生产企业，占据全球约 40% 市场份额。目前，公司泛酸系列产品国外主要竞争对手是日本第一精细化工（产能 2500 吨）、德国巴斯夫公司（2000 吨产能）和荷兰帝斯曼公司（产能 2600 吨）。国内 D-泛酸钙生产厂家还有山东新发药业有限责任公司（产能 2000 吨）、山东大华广济生化工程有限公司（产能 2000 吨）和山东华辰生物化学有限公司（产能 3000 吨，计划 2010 年扩产至 8000 吨）等。

行业总体呈寡头格局，企业具有较强的定价权。公司 D-泛酸钙的龙头地位较为稳固，但也面临越来越多的国内竞争。

鑫富药业 D-泛醇的产能为 2000 吨，主要的竞争对手亦为 DSM、BASF、日本第一精细化学品公司、山东新发。公司近年来一直在诉讼山东新发的专利侵权，在中国目前的法律体制下，彻底打倒山东新发的概率相对较小，但随着诉讼的推进，有望为公司挽回部分损失。

表 4、截止 2009 年 6 月的全球 D-泛酸钙及泛醇竞争格局

国别	公司名称	生产能力, t/a		备注
		D-泛酸钙	D-泛醇	
日本	第一制药精细化学品公司	2500	1000	采用酶拆分工艺
荷兰	DSM	2600	1500	化学法
德国	BASF 公司	2000	1000	化学法
中国	浙江杭州鑫富药业	7000	2000	国内首家采用酶拆分工艺
中国	山东新发药业	3000	-	采用酶拆分工艺
中国	山东华辰生物	3000	-	2008 投产，2009 年开始量产
总计		19100	5500	

资料来源：慧聪网，长城证券研究所

需求容量：

D-泛酸钙： 2008 年全球消费量大约 14000 吨。我国 D-泛酸钙消费量 2001 年为 1400 吨，而 2008 年达到 2400 吨左右，2001~2008 年间年均增长率约 10%，预计 2009-2014 年我国 D-泛酸钙年均增长率将维持 9%-11%。国外 D-泛酸钙消费量 2001 年为 7800 吨，而 2008 年大约 11600 吨，2001~2008 年间年均增长率约 7%，预计 2009-2012 年国外 D-泛酸钙年均增长率将维持 5-8%。合计 2009-2011 年，全球需求约为 1.49、1.60、1.70 万吨。

D-泛醇： 2008 年全球消费量大约 4000 吨，主要用于化妆品工业和医药工业，预计 2009-2012 年年均增长率将持续 5-8%，需求分别为 0.42、0.45、0.48 万吨。

预计 2010 年产品价格总体震荡小幅盘升：

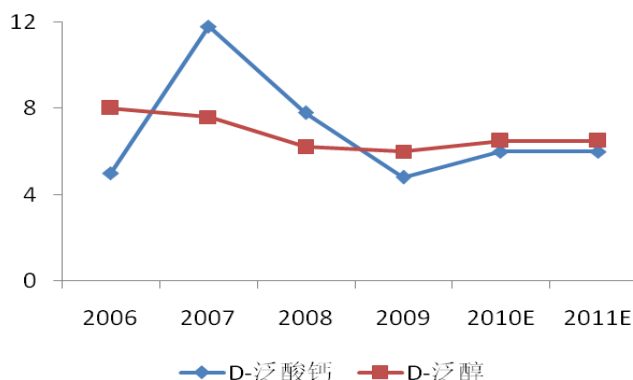
按照上述需求分析，对比产能，可见全球范围内不存在供应不足的问题。

2004 年、2005 年 D-泛酸钙行业处于低谷，那些生产能力小、技术落后、生产成本高的企业先后停产，而从 2006 年起价格逐步盘升，2007 年 D-泛酸钙一度领跑了中国



国原料药的涨价风潮，利润空间有所增加，使得国内一些已经停产的公司恢复生产或出现了新的生产公司。D-泛酸钙、D-泛醇在 2007-2008 年一度达到需求高峰期。

图 2、产品历史价格（万元/吨）



资料来源：09 增发意向书，长城证券研究所

受金融危机影响，需求下滑致使 2009 年上半年价格同比下滑 50%。从行业周期的角度而言，09 年初为行业低点，目前产品价格仍处于震荡攀升的阶段。受供需限制，2010 年产品价格小幅盘升的概率较大，价格出现类似 07 年大涨的概率不大。

2.5 三氯蔗糖与羟基乙酸市场前景广阔

公司新产品中还包括三氯蔗糖、羟基乙酸，市场前景都不错。

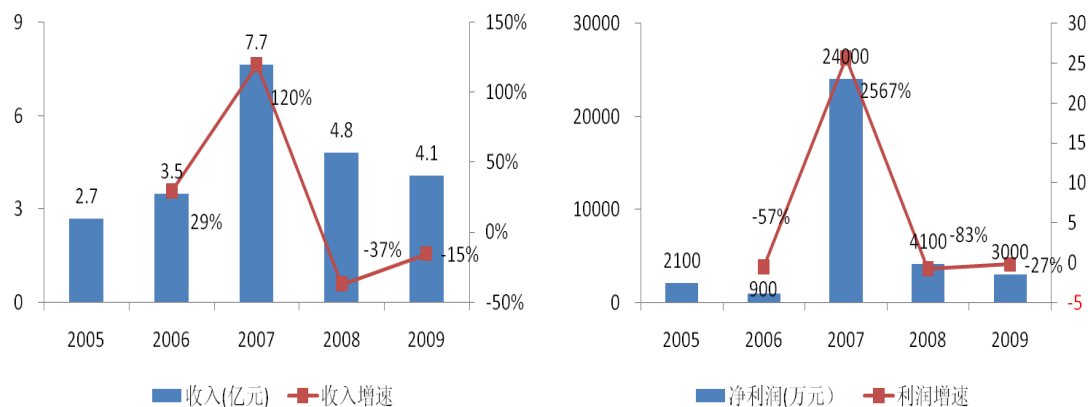
三氯蔗糖是一种新型甜味剂，以其高甜度、低热量使其成为目前最好的可以替代食糖的甜味剂之一。目前，世界上三氯蔗糖的主要生产厂家为英国的英国泰莱公司 (Tate&Lyle)，市场按 10% 的年增长率增长。公司于 2008 年 8 月第三届董事会第十三次会议同意投资三氯蔗糖项目，目前已完成基本建设，并于 2009 年 11 月进行了试车调试，现仍在局部调试和改进中。公司三氯蔗糖业务目前的瓶颈在于工艺尚不过关，而一旦生产出来，产品销售不是问题。按照三氯蔗糖约 1000 元/千克的市场售价，公司 150 吨项目量产后可贡献收入约 1.5 亿元，净利润预计约 3500 万元。

羟基乙酸在国外消费量巨大，目前全球年产能力约 13 万吨。世界主要生产厂家为美国杜邦公司、联合碳化物公司，德国赫司特公司等。目前国内羟基乙酸主要用于化学清洗、化妆品和精细化学品制备。目前国内羟基乙酸潜在市场需求量约 1 万吨/年左右，其中电厂锅炉清洗约消耗 6,000 吨，化妆品工业消耗 3,000 吨，其他领域消耗 1,000 吨。目前国内羟基乙酸生产技术较为落后，产量小，质量较差，每年需要从美国进口一定数量以满足国内需求。羟基乙酸市场需求较大。公司的羟基乙酸 3000 吨项目，已于 08 年试车，但目前生产线尚未达到可行性设计要求，新工艺尚在进一步改进，预计 2010 年底有望获得突破。羟基乙酸的市场平均售价约 1.5 万元/吨，量产后可贡献收入约 4500 万元，贡献净利润约 600 万元。

3. 财务分析

3.1 收入及利润增长

图 3、 公司收入及利润增长



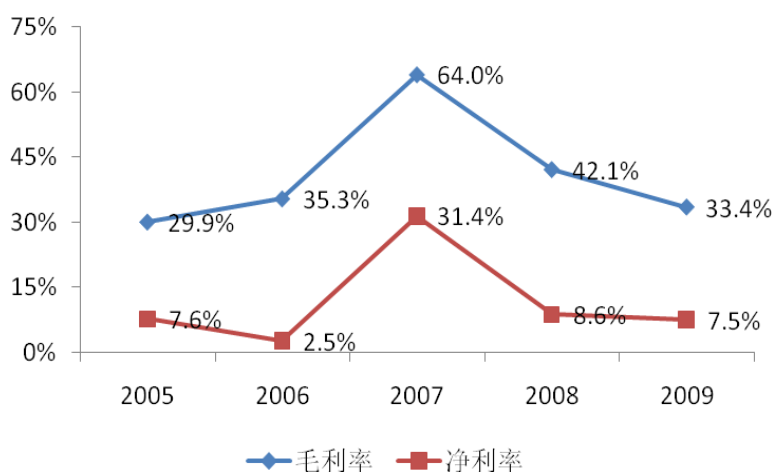
资料来源：公司公告，长城证券研究所

其中收入及利润增长的主要因素为 D-泛酸钙及 D-泛醇的价格。

3.2 毛利率及成本控制

公司泛酸钙系列产品的原材料包括：丙烯腈、液氨、氢氧化钾、硫酸、生石灰、甲醇、活性炭等，都是典型的大宗化工品，市场采购较为容易，上游石化产业部分消化最源头石油价格波动的风险。公司作为市场龙头，产品定价权较强，即使价格波动大，维持合理的毛利率问题不大。

图 4、 公司毛利率及净利率

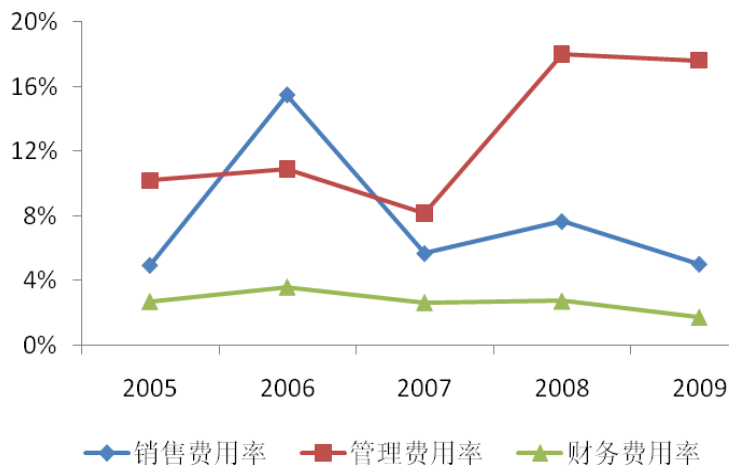


资料来源：公司公告，长城证券研究所

3.3 三项费用分析

公司财务费用率较为稳定，逐年下降。近两年随着公司新涉足包括活性炭、PBS 等在内众多新业务，管理费用率提升明显。

图 5、公司毛利率及净利率

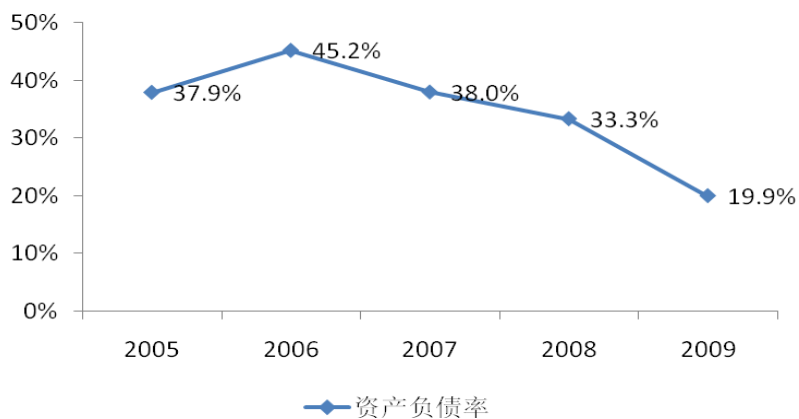


资料来源：公司公告，长城证券研究所

3.4 资产负债结构

公司负债低，财务健康，09 年定向增发融资之后，资产负债率进一步降低至 20%。

图 6、公司资产负债率



资料来源：公司公告，长城证券研究所

4. 业绩预测及估值

泛酸钙及泛醇业务方面，09 年初为行业低点，09 年下半年产品价格仍处于震荡攀升的阶段，2010 年产品价格小涨，展望两年，价格维持震荡盘整的概率较大。



表 5、D-泛酸钙及 D-泛醇盈利测算

	2010	2011	2012
营业收入			
D-泛酸钙(万元)	38,884	47,632	50,014
D-泛醇(万元)	12,011	13,213	14,534
毛利率			
D-泛酸钙(%)	40.00	40.00	40.00
D-泛醇(%)	30.00	30.00	30.00

表 6、PVB 盈利测算

PVB	2010	2011	2012
产能(吨)	5700	5700	5700
产量(吨)	570	2850	5700
售价(万元/吨)	4.5	4.3	4.1
收入(万元)	2565	12255	23370
毛利率	30%	50%	50%
净利润(万元)	439	3585	7011
贡献 eps	0.02	0.16	0.32

资料来源：长城证券研究所

表 7、PBS 盈利测算

PBS	2010	2011	2012
产能(吨)	20000	20000	20000
产量(吨)	1000	3000	5000
售价(万元/吨)	0.85	0.85	0.85
收入(万元)	850	2550	4250
净利润(万元)	121	448	893
贡献 eps	0.01	0.02	0.04

资料来源：长城证券研究所

表 8、木质活性炭盈利测算

	2010	2011	2012
产能(吨)	7333	10000	10000
产量(吨)	500	1000	3000
售价(万元/吨)	1.00	1.00	1.00
收入(万元)	500	1000	3000
毛利率	20%	30%	30%
利润总额	76	234	720
净利润(万元)	57	176	540
贡献 eps	0.00	0.01	0.02

资料来源：长城证券研究所



表 9、三氯蔗糖盈利测算

	2010	2011	2012
产能(吨)	150	150	150
产量(吨)	10	50	100
售价(万元/吨)	80	80	80
收入(万元)	800	4000	8000
毛利率	40%	50%	55%
三项费率	24%	22%	20%
净利润(万元)	182	1170	2640
贡献 eps	0.01	0.05	0.12

资料来源：长城证券研究所

表 10、无极变速其盈利测算(不合并报表)

	2010	2011	2012
产能(万套)		25	50
产量(万套)		15	30
收入(万元)		450000	900000
净利润(万元)		22500	45000
贡献投资收益		4500	9000

资料来源：长城证券研究所

利润表（百万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	406	547	737	911	成长性				
营业成本	270	348	459	559	营业收入增长	-15.4%	34.6%	34.9%	23.5%
销售费用	20	44	59	73	营业成本增长	-2.7%	28.7%	31.9%	21.8%
管理费用	72	93	118	137	营业利润增长	-45.9%	33.5%	151.7%	62.8%
财务费用	7	9	13	16	利润总额增长	-27.9%	13.9%	151.7%	62.8%
投资净收益	1	0	27	54	净利润增长	-26.4%	12.3%	151.7%	62.8%
营业利润	30	40	101	164	盈利能力				
营业外收支	5	0	0	0	毛利率	33.4%	36.3%	37.8%	38.6%
利润总额	35	40	101	164	销售净利率	7.5%	6.2%	11.6%	15.3%
所得税	5	6	15	25	ROE	3.3%	3.6%	8.3%	11.9%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	3.8%	4.6%	6.4%	7.9%
净利润	30	34	86	140	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	5.0%	8.0%	8.0%	8.0%
流动资产	485	427	570	700	管理费用/营业收入	17.6%	17.0%	16.0%	15.0%
货币资金	228	137	184	228	财务费用/营业收入	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%
应收帐款	85	109	147	182	投资收益/营业利润	3.2%	0.0%	26.7%	32.8%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	89	104	138	168	应收帐款周转率	5.7%	5.6%	5.7%	5.5%
非流动资产	656	823	879	929	存货周转率	2.7%	3.6%	3.8%	3.7%
固定资产	495	657	709	754	流动资产周转率	1.1%	1.2%	1.5%	1.4%
资产总计	1140	1249	1449	1629	总资产周转率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
流动负债	220	295	409	449	偿债能力				
短期借款	170	170	170	170	资产负债率	19.9%	24.2%	28.7%	28.0%
应付款项	31	40	52	64	流动比率	2.20	1.45	1.39	1.56
非流动负债	7	7	7	7	速动比率	1.80	1.09	1.06	1.19
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	227	302	416	456	EPS	0.14	0.15	0.39	0.63
股东权益	913	947	1033	1173	每股净资产	4.14	4.30	4.69	5.32
股本	220	220	220	220	每股经营现金流	0.27	0.26	0.29	0.60
留存收益	693	727	813	952	每股经营现金/EPS	1.9	1.7	0.7	0.9
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	1140	1249	1449	1629		2009A	2010E	2011E	2012E
现金流量表（百万元）					PE	118.1	105.1	41.8	25.7
经营活动现金流	59	58	64	132	PEG	1.78	1.03	0.67	-
其中营运资本减少	-32	-19	-75	-68	PB	3.9	3.8	3.5	3.1
投资活动现金流	-141	-210	-110	-110	EV/EBITDA	2.79	2.73	2.47	1.99
其中资本支出	-151	-210	-110	-110	EV/SALES	52.51	50.02	49.77	42.63
融资活动现金流	247	0	0	0	EV/IC	0.22	0.23	0.27	0.26
净现金总变化	165	-152	-46	22	ROIC/WACC	0.35	0.42	0.58	0.73
					REP	0.64	0.56	0.46	0.35

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>