

雒雅梅 王斌

造纸及轻工行业研究员

证书号: S0190200010016

021-38565935

## 长城集团 (300089)

### 规模先行, 创意取胜

——新股分析报告

无评级

#### 市场数据

| 报告日期        | 2010-6- |
|-------------|---------|
| 收盘价(元)      |         |
| 52周最高/最低(元) |         |
| 发行前股本(百万股)  | 75.0    |
| 拟发行股本(百万股)  | 25.0    |
| 总市值(百万元)    |         |
| 流通市值(百万元)   |         |
| 净资产(百万元)    | 222.0   |
| 总资产(百万元)    | 334.0   |

#### 主要财务指标

| 会计年度       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 320   | 341   | 400   | 467   |
| 同比增长(%)    | 22.8% | 6.4%  | 17.3% | 16.8% |
| 净利润(百万元)   | 45    | 52    | 63    | 76    |
| 同比增长(%)    | 63.9% | 17.5% | 20.6% | 20.2% |
| 毛利率(%)     | 26.5% | 26.5% | 27.5% | 29.4% |
| 净利率(%)     | 13.9% | 15.4% | 15.8% | 16.3% |
| 净资产收益率(%)  | 20.1% | 6.9%  | 7.7%  | 8.4%  |
| 每股收益(元)    | 0.45  | 0.52  | 0.63  | 0.76  |
| 每股经营现金流(元) | 0.24  | 0.56  | 0.47  | 0.62  |

#### 投资要点

- **行业具备增长潜力:** 国内艺术陶瓷市场总规模约 104 亿, 占全球陶瓷市场份额仅 3%, 05 年以来年复合增速约 18%, 其中 40% 出口至海外, 近年受益于产业转移, 出口保持较快增长, 高于内需增速, 预计这一过程仍将持续, 而艺术陶瓷功能化发展趋势有望带动行业规模的进一步增长。当前行业集中度仍然较低, 前 5 大市场份额合计仅 5%。
- **公司龙头地位显著:** 艺术陶瓷占比 90%, 当前年销售规模约 3 亿, 净利润 4500 万, 市场份额 3%, 仅次于外商独资企业——河北唐山亚利陶瓷有限公司。综合毛利率 25% 左右, 主要竞争优势在于相对领先的技术研发以及规模主导下的成本优势, 本质上仍然是一个加工制造企业。产品 90% 用于出口, 近年内销比重逐步加大, 计划于 3 年内达到占比 40%。我们测算公司未来 3 年有望保持 20% 左右增长。
- **预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.52 元、0.63 元、0.76 元, 分别增长 17.5%、20.6% 和 20.2%。** (1) 2010 年主要来自于现有项目产能利用率的提高, 预计由 09 年 88% 提升至 90%; (2) 2011 年增长来自于募投项目之一骨质瓷生产线产能释放, 预计于 2011 年初投产, 我们谨慎预测产能释放率为 30%; (3) 2012 年增长点在于骨质瓷生产线产能的充分释放, 以及瓷循环利用项目带来的成本节约。
- **主要风险:** 1、国内销售网络短期内可能难以发挥显著效应; 2、艺术陶瓷“亲民化”路线可能带来盈利能力下滑; 3、创意设计的持续领先性值得关注。

## 目 录

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| 行业状况 .....                   | - 3 -  |
| 行业容量和增速 .....                | - 3 -  |
| 发展趋势 .....                   | - 3 -  |
| 竞争格局和集中度 .....               | - 3 -  |
| 进入壁垒 .....                   | - 4 -  |
| 公司情况 .....                   | - 4 -  |
| 基本情况概述 .....                 | - 4 -  |
| 竞争优势 .....                   | - 5 -  |
| 未来增长点 .....                  | - 6 -  |
| 盈利预测和假设 .....                | - 6 -  |
| 可能存在的风险 .....                | - 9 -  |
| 国内销售网络短期内可能难以发挥显著效应 .....    | - 9 -  |
| 艺术陶瓷“亲民化”路线可能会带来盈利能力下滑 ..... | - 9 -  |
| 创意设计的持续领先性值得关注 .....         | - 9 -  |
| 图 1: 艺术陶瓷行业销售收入 .....        | - 3 -  |
| 图 2: 主营业务构成（按产品） .....       | - 5 -  |
| 图 3: 主营业务区域构成 .....          | - 5 -  |
| 图 4: 主要产品毛利率走势 .....         | - 5 -  |
| 图 5: 营业收入及增速 .....           | - 5 -  |
| 图 6: 净利润及增速 .....            | - 5 -  |
| 表 1: 艺术陶瓷行业主要企业 .....        | - 3 -  |
| 表 2: 发行后股权结构 .....           | - 4 -  |
| 表 3: 募集资金项目 .....            | - 6 -  |
| 表 4: 公司产能和产量预测 .....         | - 7 -  |
| 表 5: 公司盈利预测假设 .....          | - 7 -  |
| 表 6: 公司盈利预测结果 .....          | - 8 -  |
| 表 7: 主要出口型企业平均估值 .....       | - 8 -  |
| 表 8: 部分创业板公司估值参考 .....       | - 8 -  |
| 附表 .....                     | - 10 - |

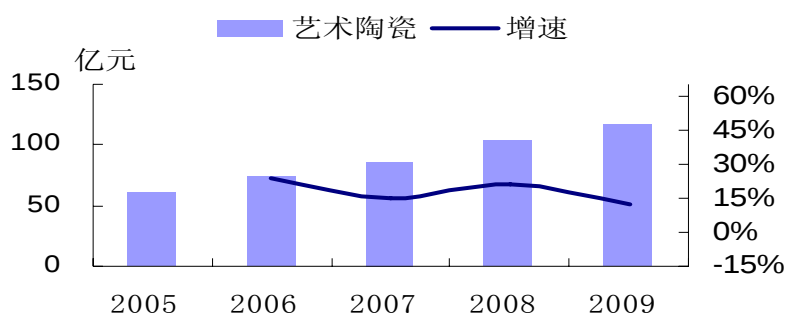
## 行业状况

### 行业容量和增速

产业转移带来发展机遇。全球陶瓷市场总规模约 530 亿美元，年均增速 4% 左右；中国是全球最大的陶瓷生产国和出口国，但主要以日用陶瓷为主，而全球含艺术陶瓷在内的高档陶瓷生产主要集中在西欧的英、德、意、法等国家，一方面这些国家和地区行业已进入成熟期，增速放缓；另一方面劳动力成本居高不下，因此，近年该产业已逐步向亚洲等劳务费用较低的新兴市场转移。

国内艺术陶瓷市场总规模约 104 亿，占全球陶瓷市场份额仅 3%，05 年以来年复合增速约 18%，其中 40% 出口至海外，近年受益于产业转移，出口保持较快增长，高于内需增速，预计这一过程仍将持续。

图 1：艺术陶瓷行业销售收入



数据来源：招股说明书

### 发展趋势

艺术陶瓷日用化。艺术陶瓷本身具有很强的观赏性和收藏性，近年伴随消费升级，更被赋予一些实用功能，受到市场青睐。因此未来兼具观赏性和实用性的功能化艺术陶瓷有望从激烈的竞争中脱颖而出，进入快速发展期。

### 竞争格局和集中度

目前全国已形成江西景德镇、湖南醴陵、广东石湾和枫溪、江苏宜兴、河北唐山和邯郸、山东淄博等几大艺陶产区。其中广东是艺术陶瓷出口最活跃的地区，以潮州最为集中，07 年上半年有 10 家企业上榜“全国出口艺术陶瓷产品企业前 50 名”。从集中度来看，当前行业总体还比较分散，前 5 大企业市场份额合计仅 13%；其中规模最大的企业——河北唐山亚利陶瓷公司年销售额约 4 亿元，市场份额 4%，为意大利独资企业，产品全部用于出口。而公司年销售额 3 亿元，市场份额约 3%，位居第二。

表 1：艺术陶瓷行业主要企业

| 企业名称         | 销售收入<br>(亿元) | 生产能力<br>(万件) | 市场地位                            |
|--------------|--------------|--------------|---------------------------------|
| 唐山亚利陶瓷有限公司   | 4            | -            | 意大利独资企业，产品全部出口，2008 年艺术陶瓷出口排名第一 |
| 广东长城集团股份有限公司 | 3            | 1,500        | 本土艺术陶瓷企业的出口第一品牌                 |
| 广东四通集团有限公司   | 3            | 2,000        | 工艺瓷与日用瓷出口企业                     |
| 景德镇法蓝瓷实业有限公司 | 2            | 60           | 国内艺术陶瓷高端品牌及渠道具有较高的市场影响力         |
| 重庆锦晖陶瓷有限公司   | 2            | 8,000        | 国内酒水包装工艺瓷领先企业                   |

资料来源：招股说明书

## 进入壁垒

创意设计和技术工艺。作为艺术陶瓷，我们认为行业最大的进入壁垒在于创意设计和技术工艺，而这需要长期持续的研发投入和经验积累，非一朝一夕之事，在此基础上建立起来的品牌和渠道优势便成为艺术陶瓷行业所具有的核心竞争力。因此，对于新进入者来说，资金和经验是摆在首位的两道较难逾越的障碍；而行业内现有企业来说，由于缺乏广泛的营销网络，品牌知名度又不高，大多数企业只能沦为国外知名陶瓷品牌企业的 OEM 和 ODM 代工厂商，获得行业平均利润水平，而且随着竞争的加剧，行业利润空间有进一步收窄的趋势。

## 公司情况

### 基本情况概述

公司成立于 1996 年，主营艺术陶瓷，实际控制人为蔡廷祥，直接持有公司 38.25% 的股份（按发行后股份计算），其余除深港产学研、中证投资、西域投资、盈峰投资分别持有公司 7.5%、4.08%、2.63% 和 2.25% 股份之外，其余股东皆为自然人，其中，吴淡珠和蔡廷祥为夫妻关系。

表 2: 发行后股权结构

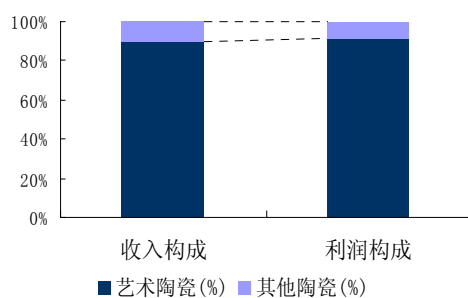
| 股东       | 发行后       |         |
|----------|-----------|---------|
|          | 持股数（万股）   | 持股比例（%） |
| 蔡廷祥      | 3,825.00  | 38.25   |
| 深港产学研    | 750       | 7.5     |
| 吴淡珠      | 528       | 5.28    |
| 陈素芳      | 528       | 5.28    |
| 中证投资     | 408       | 4.08    |
| 西域投资     | 262.5     | 2.625   |
| 陈得光      | 229.8     | 2.298   |
| 盈峰投资     | 225       | 2.25    |
| 任峰       | 199.8     | 1.998   |
| 肖少强      | 158.4     | 1.584   |
| 李锐源      | 150       | 1.5     |
| 孙慧       | 112.5     | 1.125   |
| 柯少玲      | 63        | 0.63    |
| 陈锦贤      | 60        | 0.6     |
| 本次拟发行流通股 | 2,500.00  | 25      |
| 合计       | 10,000.00 | 100     |

资料来源：兴业证券研发中心

艺术陶瓷是公司主导产品，占公司业务收入比重近 9 成，艺术陶瓷由于附加值较高，因此毛利率相对普通陶瓷高出 5 个百分点以上。

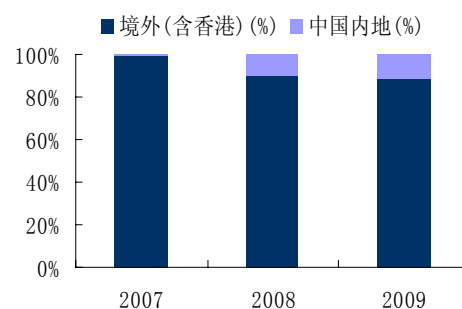
公司主要以出口为主，近年随着内销市场开拓力度的加大，内销业务比重已提升至 12%。

图 2: 主营业务构成 (按产品)



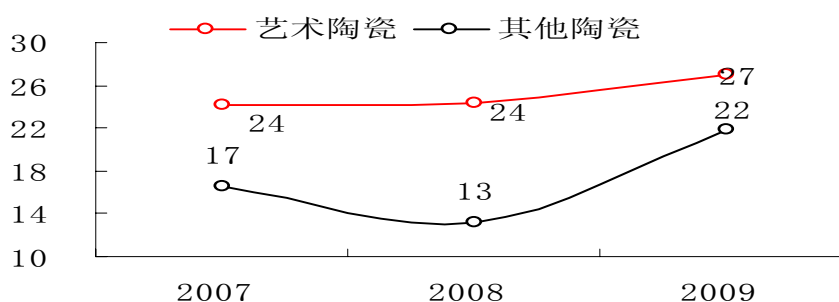
资料来源：兴业证券研发中心

图 3: 主营业务区域构成



资料来源：兴业证券研发中心

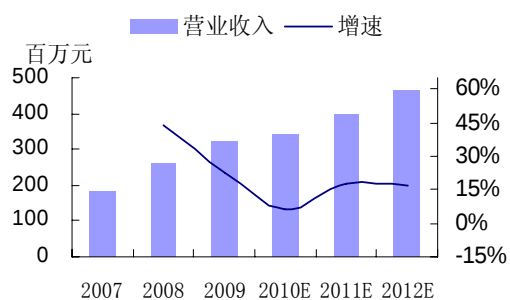
图 4: 主要产品毛利率走势



数据来源：兴业证券研发中心

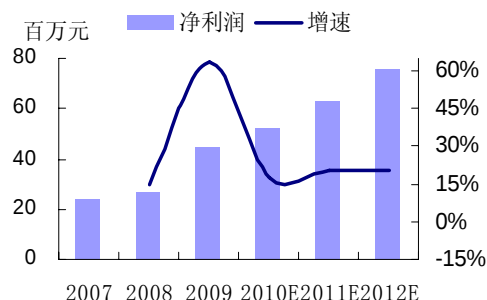
公司当前年销售收入规模约 4 亿，净利润约 4500 万，近两年伴随产能增长，年均增速较高，但我们预测 2010-2011 年增速将有所放缓。

图 5: 营业收入及增速



资料来源：兴业证券研发中心

图 6: 净利润及增速



资料来源：兴业证券研发中心

## 竞争优势

我们研究认为，公司当前的竞争优势主要体现在技术和成本两方面，而品牌和渠道尚处于建设期，尚未真正形成竞争力。

**1、技术优势：**公司 1996 年成立至今，已在艺术陶瓷行业积累沉淀了十多年，具有一定的技术研发实力。公司技术人员占比 9%，近年研发投入占销售收入比重为 3%。获批组建的广东省陶瓷装饰材料工程技术研究开发中心，已拥有 20 多项外观设计专利和 2 项实用新型专利，并有 3 项发明专利处于申请过程中。以此为依托，

公司工艺技术水平在行业内处于领先水平，是其当前区别于一般企业的主要优势之一。我们认为，上市之后凭借上市公司这个比较畅通的融资平台，公司技术优势有望保持。

**2、成本优势：**我们认为，公司成本优势主要体现在规模上，公司当前艺术陶瓷市场占有率 3%，位居行业第二。一方面，龙头地位决定了在原料采购和产品议价能力方面都强于同业其他公司；另一方面，规模优势使得固定成本的杠杆作用得到更大发挥，单位产品固定成本低于同类企业。

### 未来增长点

公司 IPO 募集资金主要投资于以下四个项目：

表 3：募集资金项目

| 序号 | 项目名称         | 项目投资总额   | 拟用募集资金投入金额 |
|----|--------------|----------|------------|
| 1  | 创意产品设计中心项目   | 2,000.00 | 2,000.00   |
| 2  | 国内营销体系建设项目   | 5,964.38 | 5,964.38   |
| 3  | 骨质瓷生产线建设项目   | 7,795.00 | 6,213.67   |
| 4  | 废弃陶瓷循环利用建设项目 | 1,978.96 | 1,857.05   |

资料来源：招股说明书

从上述项目的投资方向上可以看出，公司着眼于加大在研发实力（设计中心项目）、产品创新（骨质瓷项目）、渠道建设（营销体系）以及成本控制（废弃陶瓷循环利用项目）等 4 方面投资力度，以提升公司的综合竞争力。

从项目贡献效益进度看，骨质瓷生产线建设项目和废弃陶瓷循环利用建设项目属于生产性项目，建设期完成后即可产生效益，按照公司建设进度，预计骨质瓷项目有望于 2011 年初投产，废瓷循环利用项目或将于 2011 年四季度建成投产

而设计中心项目和国内营销体系建设项目属于软性项目，建设期可能要长于上述生产性项目，尤其是国内营销体系建设项目，需要铺设渠道和打造品牌知名度，可能需要经历一段漫长的培育期，绝非一朝一夕之事。因此我们预计这两个项目近 2 年内将难以对业绩产生显著性贡献。

### 盈利预测和假设

#### 销量假设：

公司 2010 年的增长主要来自于现有产能利用率的提高，这主要取决于出口经济的向好，由于当前欧债危机仍在持续，全球经济不确定性仍然很大，这将对出口产生影响，因此谨慎起见，我们假设全年产能释放率为 90%，同比上升 1.2% 个百分点，则计算出 2010 年产量增长 1.38%。

2011 年的增长则来自于骨质瓷生产线建设项目产能释放。由于骨质瓷对公司而言属于新品，且计划采取内外销并进的 sales 策略，而内销渠道尚处于铺设阶段，因此我们预计骨质瓷项目产能释放将相对缓慢。骨质瓷项目设计产能为 240 万件，相当于公司总产能增长 16%，我们假设新产能释放率为 30%，原有产能利用率仍维持 90%，则计算出公司 2011 年产量增长 7.11%。

2012 年而言，假设出口经济逐步向好，国内渠道铺设也初具雏形，在此基础上，我们假设骨质瓷项目产能利用率可达到 80%，原有产能利用率仍维持 90%，则计算出公司 2012 年产量增长 6.64%。

表 4: 公司产能和产量预测

| 项目     | 2007       | 2008       | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 产能 (件) | 10,000,000 | 12,000,000 | 15,000,000 | 15,000,000 | 17,400,000 | 17,400,000 |
| 产量 (件) | 8,315,147  | 11,504,340 | 13,316,813 | 13,500,000 | 14,460,000 | 15,420,000 |
| 增长 (%) |            | 38.35%     | 15.75%     | 1.38%      | 7.11%      | 6.64%      |
| 产能利用率  | 83.15%     | 95.87%     | 88.78%     | 90%        | 83%        | 89%        |

资料来源：兴业证券研发中心

#### 价格假设:

我们认为，公司产品正逐步向高端化方向发展，且随着募投项目之一——设计中心的建成运营，公司高附加值产品路线有望进一步获得技术支撑，同时，骨质瓷项目的建成投产也必将进一步提升公司的产品档次，因此，我们预计公司未来几年产品价格有望呈上升趋势。参照其历史价格走势和新项目建设进度，我们假设 2010-2012 年公司艺术陶瓷产品价格分别上涨 5%、10%、10%，其他陶瓷产品价格假设每年稳定增长 5%。

#### 毛利率假设:

我们认为，影响公司未来几年毛利率走势的一个重要因素是内销比重的逐步加大，因为公司内销将着眼于以零售方式为主，这将显著提升产品毛利率水平（当然，相应的期间费用率也会随之升高），因此预计未来几年公司毛利率总体呈上升趋势。按照公司发展目标：未来三年内内销比重计划由当前 10%提升至 40%，我们假设 2010-2012 年公司艺术陶瓷毛利率分别为 27%、28%、30%；其他陶瓷产品毛利率分别为 22%、23%、24%。

表 5: 公司盈利预测假设

| 年份              | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入 (百万元)    | 286.5    | 304.93   | 359.27   | 421.43   |
| 同比增长            | 21.47%   | 6.45%    | 17.82%   | 17.30%   |
| 销量 (万件)         | 1,025.18 | 1,039.33 | 1,113.22 | 1,187.14 |
| 艺术陶瓷            |          |          |          |          |
| 同比增长            | 15.46%   | 1.38%    | 7.11%    | 6.64%    |
| 价格 (元/件)        | 27.94    | 29.34    | 32.27    | 35.50    |
| 同比增长            | 5.21%    | 5.00%    | 10.00%   | 10.00%   |
| 毛利率             | 27.07%   | 27.00%   | 28.00%   | 30.00%   |
| 主营业务收入 (百万元)    | 33.9     | 36.0     | 40.5     | 45.4     |
| 同比增长            | 35.37%   | 6.45%    | 12.47%   | 11.97%   |
| 销量 (万件)         | 308.47   | 312.72   | 334.96   | 357.20   |
| 其它陶瓷            |          |          |          |          |
| 同比增长            | 29.90%   | 1.38%    | 7.11%    | 6.64%    |
| 价格 (元/件)        | 10.98    | 11.53    | 12.10    | 12.71    |
| 同比增长            | 4.22%    | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 毛利率             | 21.84%   | 22.00%   | 23.00%   | 24.00%   |
| 营业费用 / 主营业务收入 % | 2.56%    | 3.00%    | 4.00%    | 5.00%    |
| 管理费用 / 主营业务收入 % | 5.34%    | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 财务费用 / 主营业务收入 % | 2.16%    | 0.21%    | -0.48%   | -0.20%   |
| 实际税率 %          | 16.50%   | 16.50%   | 16.50%   | 16.50%   |

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 6: 公司盈利预测结果

| 项目           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (万元)    | 320   | 341   | 400   | 467   |
| 增长率 %        | 22.8% | 6.4%  | 17.3% | 16.8% |
| 营业利润 (万元)    | 51    | 60    | 73    | 89    |
| 增长率 %        | 47.9% | 16.9% | 22.2% | 20.8% |
| 净利润 (万元)     | 45    | 52    | 63    | 76    |
| 增长率 %        | 63.9% | 17.5% | 20.6% | 20.2% |
| 最新摊薄每股收益 (元) | 0.45  | 0.52  | 0.63  | 0.76  |
| 每股净资产 (元)    | 2.22  | 7.62  | 8.25  | 9.01  |

数据来源: 兴业证券研发中心整理

由于陶瓷类可比性上市公司较少, 而我们认为出口加工是公司典型特征, 因此我们选取以出口为主的加工制造型企业进行估值比较, (如下表所示), 可以看出, 其 2010 年平均估值水平为 26.3X。

表 7: 主要出口型企业平均估值

| 证券代码       | 证券简称 | 出口比例 (%) | 2010PE       | 2009PE       |
|------------|------|----------|--------------|--------------|
| 600978. SH | 宜华木业 | 99.43    | 14.03        | 19.90        |
| 002084. SZ | 海鸥卫浴 | 86.17    | 32.21        | 115.37       |
| 002103. SZ | 广博股份 | 79.40    | 19.00        | 25.20        |
| 002047. SZ | 成霖股份 | 72.33    | 21.04        | 34.16        |
| 002105. SZ | 信隆实业 | 62.00    | 37.01        | 40.85        |
| 600337. SH | 美克股份 | 56.91    | 34.74        | 93.69        |
| <b>平均</b>  |      |          | <b>26.34</b> | <b>54.86</b> |

数据来源: 兴业证券研发中心整理

同时, 我们选取部分较为相似的创业板公司进行估值比较 (如下表所示), 得出其 2010 年估值水平落在 30X-45X 之间。

表 8: 部分创业板公司估值参考

| 证券代码       | 证券简称   | 2010PE | 2009PE |
|------------|--------|--------|--------|
| 300083. SZ | 劲胜股份   | 31.8   | 45.5   |
| 300067. SZ | 安诺其    | 35.1   | 48.4   |
| 300035. SZ | 中科电气   | 37.3   | 46.3   |
| 300057. SZ | 万顺股份   | 37.5   | 48.4   |
| 300082. SZ | 奥克股份   | 38.4   | 46.6   |
| 300047. SZ | 天源迪科   | 38.9   | 51.2   |
| 300038. SZ | 梅泰诺    | 39.5   | 52.9   |
| 300042. SZ | 朗科科技   | 39.7   | 60.3   |
| 300043. SZ | 星辉车模   | 40.6   | 56.8   |
| 300068. SZ | 南都电源   | 41.6   | 49.9   |
| 300046. SZ | 台基股份   | 41.9   | 52.4   |
| 300066. SZ | 三川股份   | 42.0   | 48.6   |
| 300081. SZ | 恒信移动   | 42.1   | 60.6   |
| 300032. SZ | 金龙机电   | 42.3   | 52.4   |
| 300063. SZ | 天龙集团   | 43.2   | 52.5   |
| 300086. SZ | 康芝药业   | 43.4   | 60.3   |
| 300076. SZ | 宁波 GQY | 43.6   | 59.6   |
| 300088. SZ | 长信科技   | 44.5   | 64.2   |

数据来源: 兴业证券研发中心整理

根据公司未来的成长性, 参考上述两类公司估值水平, 我们认为可以给出公司 2010 年 25X-35X PE, 则对应合理估值为 13.0-18.2 元, 中枢为 15.6 元。

## 可能存在的风险

### 国内销售网络短期内可能难以发挥显著效应

我们认为，销售渠道并非建几个门店那么简单，它更多的是一种社会资源和企业文化的整合，更多体现为一种协同效应。其中，品牌知名度对渠道作用发挥起着关键作用。而公司当前内销才刚刚起步，品牌知名度较小，国内销售网络的铺设将是一个需要持之以恒、花大力气培育的漫长过程，因此短期内店面开设数量和内销业务收入增长未必成正比，如果盲目的按照渠道已经相对完善的同类公司的平均盈利水平和开店数量去计算公司内销业务收入可能缺乏谨慎性。

### 艺术陶瓷“亲民化”路线可能会带来盈利能力下滑

艺术陶瓷原本属于艺术品，而公司未来将着眼于使艺术陶瓷功能化，我们认为这种策略与以往大众心目中艺术品主要通过高附加值来获利的模式有所不同，它主要通过强化艺术陶瓷的功能性，同时辅之于配套国内渠道的建设来大幅提升销量，旨在通过“销量”来带动业绩增长。我们认为这种将艺术陶瓷从“神坛”拉下来的“亲民”路线可能同时使得盈利能力下滑难以避免。当然随着国内零售终端开设比例的加大，研发设计能力的增强、以及产品结构的调整，公司综合毛利率未必下滑，但是，我们认为对这种可能的趋势应该有所警惕。

### 创意设计的持续领先性值得关注

我们认为，艺术陶瓷最核心的竞争力就在于创意设计和工艺技术环节，而这两者均跟公司研发实力密不可分。虽然公司当前每年研发投入已占收入的3%，在业内处于领先水平，但我们认为对于一个以研发为核心竞争力的公司来说，3%的投入力度仍稍显不足，因此公司后期能否持续不断加大研发投入力度将对其竞争力能否持续产生重要影响，需要保持关注。

此外，我们认为就公司当前研发整体实力来看，尚缺乏排他性的核心竞争力，包括人员方面、研发成果等等。（如人员方面，据我们了解，公司与其着重强调的张守智、关玉良、JANE DeBOOS三位设计大师之间仅仅是一种咨询和顾问的关系；此外公司现有专利技术也主要为外观设计和实用新型，而发明专利相对缺乏，这些都让我们对公司创意设计能力的持续领先性不免产生担忧。

当然我们寄希望于借助上市公司这个发展平台，上述困难均能迎刃而解，使公司获得真正长足的发展。

## 附表

## 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 199  | 709   | 743   | 848   |
| 货币资金           | 56   | 549   | 558   | 635   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 62   | 71    | 85    | 97    |
| 其他应收款          | 2    | 2     | 2     | 3     |
| 存货             | 45   | 50    | 56    | 64    |
| <b>非流动资产</b>   | 136  | 195   | 255   | 258   |
| 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           | 107  | 178   | 244   | 249   |
| 在建工程           | 22   | 11    | 5     | 3     |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 335  | 904   | 998   | 1106  |
| <b>流动负债</b>    | 83   | 83    | 83    | 85    |
| 短期借款           | 52   | 50    | 50    | 50    |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 7    | 17    | 18    | 19    |
| 其他             | 24   | 16    | 16    | 16    |
| <b>非流动负债</b>   | 30   | 60    | 90    | 120   |
| 长期借款           | 30   | 60    | 90    | 120   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 113  | 143   | 173   | 205   |
| 股本             | 75   | 100   | 100   | 100   |
| 资本公积           | 84   | 546   | 546   | 546   |
| 未分配利润          | 56   | 103   | 160   | 228   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>  | 222  | 762   | 825   | 901   |
| <b>负债及权益合计</b> | 335  | 904   | 998   | 1106  |

## 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 45   | 52    | 63    | 76    |
| 折旧和摊销             | 5    | 7     | 10    | 12    |
| 资产减值准备            | 3    | 0     | 1     | 1     |
| 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              | 7    | 1     | -2    | -1    |
| 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           | 23   | 5     | 25    | 26    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 38   | 56    | 47    | 62    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -27  | -66   | -70   | -15   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 19   | 504   | 32    | 31    |
| 现金净变动             | 30   | 494   | 8     | 78    |
| 现金的期初余额           | 31   | 56    | 549   | 558   |
| 现金的期末余额           | 61   | 549   | 558   | 635   |

## 利润表

| 单位: 百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 320  | 341   | 400   | 467   |
| 营业成本            | 235  | 251   | 290   | 330   |
| 营业税金及附加         | 2    | 2     | 3     | 3     |
| 销售费用            | 8    | 10    | 16    | 23    |
| 管理费用            | 17   | 17    | 20    | 23    |
| 财务费用            | 7    | 1     | -2    | -1    |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 51   | 60    | 73    | 89    |
| 营业外收入           | 2    | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 53   | 63    | 76    | 91    |
| 所得税             | 9    | 10    | 12    | 15    |
| 净利润             | 45   | 52    | 63    | 76    |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 45   | 52    | 63    | 76    |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.45 | 0.52  | 0.63  | 0.76  |

## 主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 22.8%  | 6.4%   | 17.3%  | 16.8%  |
| 营业利润增长率        | 47.9%  | 16.9%  | 22.2%  | 20.8%  |
| 净利润增长率         | 63.9%  | 17.5%  | 20.6%  | 20.2%  |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率            | 26.5%  | 26.5%  | 27.5%  | 29.4%  |
| 净利率            | 13.9%  | 15.4%  | 15.8%  | 16.3%  |
| ROE            | 20.1%  | 6.9%   | 7.7%   | 8.4%   |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 33.6%  | 15.8%  | 17.4%  | 18.5%  |
| 流动比率           | 2.40   | 8.58   | 8.91   | 10.01  |
| 速动比率           | 1.86   | 7.98   | 8.23   | 9.25   |
| <b>营运能力(次)</b> |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 103.3% | 55.0%  | 42.0%  | 44.4%  |
| 应收帐款周转率        | 474.4% | 486.0% | 486.7% | 488.3% |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.45   | 0.52   | 0.63   | 0.76   |
| 每股经营现金         | 0.24   | 0.56   | 0.47   | 0.62   |
| 每股净资产          | 2.22   | 7.62   | 8.25   | 9.01   |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |        |        |
| PE             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| PB             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## 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%

## 机构客户部

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: [dengyp@xyzq.com.cn](mailto:dengyp@xyzq.com.cn)

盛英君

电话: 021-38565938

Email: [shengyj@xyzq.com.cn](mailto:shengyj@xyzq.com.cn)

过 枫

电话: 021-38565966

Email: [guofeng120@hotmail.com](mailto:guofeng120@hotmail.com)

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: [jydadao@sina.com](mailto:jydadao@sina.com)

### 北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: [hanyh@xyzq.com.cn](mailto:hanyh@xyzq.com.cn)

### 广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: [zhuyy@xyzq.com.cn](mailto:zhuyy@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。