

康得新 (002450.SZ) 化学原料行业

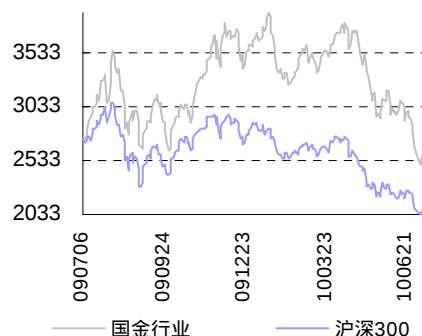
新股研究

上市定价 (人民币) : 16.56-21.29 元
目标价格 (人民币) : 13.24-15.14 元

长期竞争力评级 : 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	14.20
发行 A 股数量(百万股)	40.40
总股本(百万股)	121.20
国金化学原料指数	2496.25
沪深 300 指数	2562.90
中小板指数	5221.30



环保趋严有利于增强公司预涂膜行业龙头地位

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.179	0.286	0.473	0.674	0.946
每股净资产(元)	1.75	2.25	5.71	6.33	7.28
每股经营性现金流(元)	0.34	0.38	0.43	0.83	1.08
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	15.30	36.45	36.45	36.45	36.45
净利润增长率(%)	68.83%	60.10%	65.29%	42.38%	40.42%
净资产收益率(%)	16.37%	16.96%	8.29%	10.64%	13.00%
总股本(百万股)	121.20	121.20	161.60	161.60	161.60

来源 : 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要产品为预涂膜及覆膜机，是国内首家利用自主创新工艺从事生产与销售的高新技术企业，目前预涂膜年产能 1.63 万吨，居行业龙头地位，占全国市场总量的 38%，销售市场的 20%。
- 国内日趋严格的环保与节能政策，驱使覆膜技术从溶剂型即涂、水溶性即涂向预涂技术发展。即涂技术、水溶性即涂技术中由于苯含量较高，面临退出市场的趋势。目前我国 50 亿元的覆膜需求市场，年增 8-10%，其中预涂膜仅占不到 10%，与美国 95%、欧洲 65% 的份额相差甚远。在相关政策引导下，溶剂型即涂的淘汰将为预涂技术带来较大的市场替换空间，再加上下游商业印刷行业的快速发展以及预涂膜应用向数码、建筑保温等新领域的外延增长，预涂膜未来需求看好，国内未来几年需求复合增长有望超过 30%。
- 公司具备强大的技术研发实力，是国家预涂膜行业标准和技术标准的主要起草单位。与国内同行企业相比，公司生产工艺污染少，产品品质的稳定性更强，符合高端客户的要求；与国外同行比，公司产品质量稳定、服务较好。
- 此次募集资金用于向张家港康得菲尔增资，投入年产 1.8 万吨环保型印刷用预涂膜项目，建设新厂房和 4 条生产线。项目达产后，预计年新增净利润 3,636.04 万元，进一步提高公司盈利能力和核心竞争力。
- 预计公司 2010-2012 年主营收入 541、677、823 百万元，归属于母公司净利润 76、109、153 百万元，每股收益 0.47、0.67、0.95 元。根据可比公司情况，给予公司 2010 年 28-32 倍 PE，合理区间为 13.24-15.14 元。根据近几个月化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们给予公司上市首日 35-45 倍 PE，价格区间为 16.56-21.29 元。

刘波 分析师 SAC 执业编号 : S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

国内起步最早、产量最大、市场占有率最高的预涂膜生产厂家	3
技术研发实力保证产品质量	4
销售网络完善，品牌知名度高	4
募集资金主要用于扩大产能	5
行业需求面：多重因素下预涂膜需求不断增大	5
替代性需求稳定上升	5
下游行业快速发展，数码打印是一个亮点	6
较为广阔的外延市场	8
供给面分析：行业面临洗牌，康得新受益	8
全球预涂膜制造重心向亚洲转移	8
COSMO 收购 GBC 部分业务带来的影响	8
盈利预测与估值	8
附录：三张报表预测摘要	11

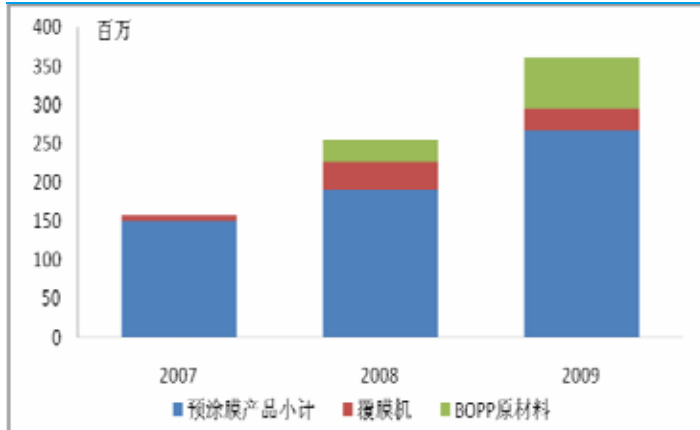
图表目录

图表 1：近几年主营业务收入情况	3
图表 2：近几年公司毛利情况	3
图表 3：公司产品毛利率情况	3
图表 4：主要产品产能率与产销率	3
图表 5：国际上主要预涂膜生产厂家产能情况	3
图表 6：国内预涂膜生产厂家产能与市场占有率情况	3
图表 7：公司技术研发实力体现在多方面	4
图表 8：近几年公司产品外销情况	5
图表 9：全球预涂膜领先企业优劣势分析	5
图表 10：三种技术比较	6
图表 11：目前国内覆膜市场仍以溶剂型即涂为主	6
图表 12：各国覆膜市场预涂占比情况对比	6
图表 13：国内印刷行业产值情况	7
图表 14：国内外对预涂膜需求预测	7
图表 15：各印刷子行业市场前景及对预涂膜的影响	7
图表 16：全球数码印刷市场容量预测	8
图表 17：数码印刷产值占市场比例	8
图表 18：新材料可比公司情况	9
图表 19：中小板新近化工上市公司情况	9
图表 20：销售预测表	10

国内起步最早、产量最大、市场占有率最高的预涂膜生产厂家

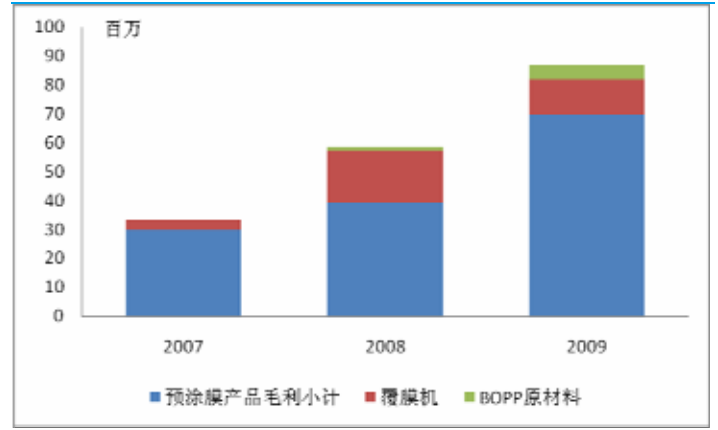
- 公司是中国预涂膜产业的开创者和领先者，国内首家引进预涂膜生产线并利用自主创新工艺从事预涂膜生产与应用的高新技术企业，目前预涂膜产能 16,300 吨/年，占全国总量的 38%，国内市场占有率 20%，产能产量与市场占有率长期保持国内第一。

图表1：近几年主营业务收入情况

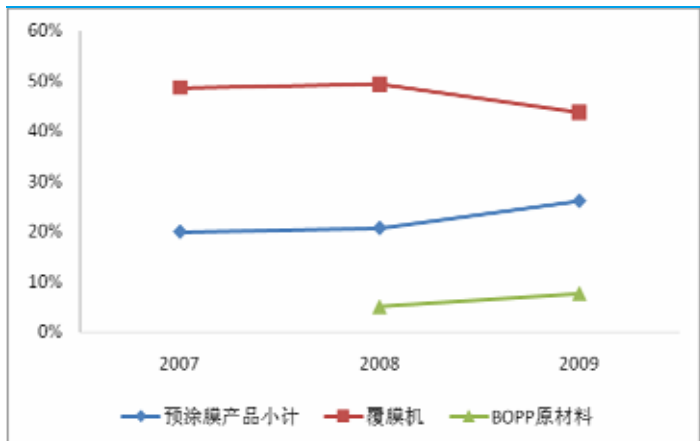


来源：公司招股书，国金证券研究所

图表2：近几年公司毛利情况

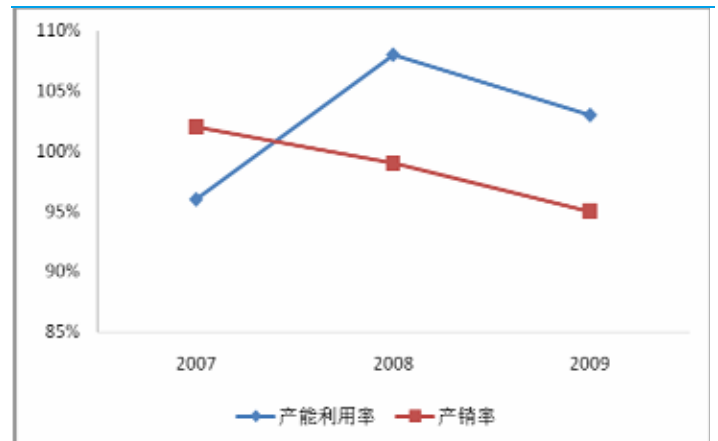


图表3：公司产品毛利率情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表4：主要产品产能率与产销率



图表5：国际主要预涂膜厂家产能情况（截止2009.4）

序号	厂商	产能（吨/年）	所在国家或地区
1	GBC	45,000	美国
2	COSMO	22,000	印度
3	TRANSILWRAP	18,000	美国
4	D&K	16,000	美国
5	FLEX	14,000	印度
6	北京康得新	13,300	中国
7	DEPROSA	12,500	西班牙
8	GMP	12,000	韩国
9	ROYAL SOVENEION	9,000	韩国
10	IPAK	9,000	韩国

来源：公司招股书，国家信息中心，国金证券研究所

图表6：国内预涂膜厂家情况（截止2009.4）

名称	产能（吨/年）	市场占有率
北京康得新复合材料股份有限公司	13,300	20%
广东新纪源实业有限公司	4,000	13%
浙江温州康隆包装材料有限公司	4,000	13%
山东烟台鸿庆包装材料有限公司	3,000	10%
广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司	2,160	7.20%

技术研发实力保证产品质量

- 预涂膜产品的质量和性能对生产原料配方、生产工艺中各具体参数的变化非常敏感，公司是国家预涂膜行业标准和国家覆膜技术标准的主要起草单位，具备领先的工艺技术与研发能力，拥有 11 项专利技术，对外购设备进行技改，原料配方进行改进，不断开发新产品。

图表7：公司技术研发实力体现在多方面

		公司技术	国内其他厂商
原料配方	基材	适合高速加工生产，线速度可达 300 米每分钟；产成品色彩饱和度高，且方便进行覆膜后续工艺的自动化加工	80-100 米每分钟
	热溶胶	添加配方，满足高速加工需要，树脂性能方面改进	
	底涂剂	开发出稳定性较好的绿色环保专有工艺配方	对环境有一定污染
工艺技术		已形成一整套完整的工艺参数，积累大量工艺诀窍	
设备技改能力		有针对性地对外购设备进行了数十项额外的技术改进，形成了自身在设备技改方面的专有技术，并扩展了原材料规格的应用范围	国产设备在速度、精度及原材料规格应用范围方面较差
研发能力		通过对工艺配方的调整，产生新工艺、制造金属膜、尼龙膜、数码膜等新复合新材料	

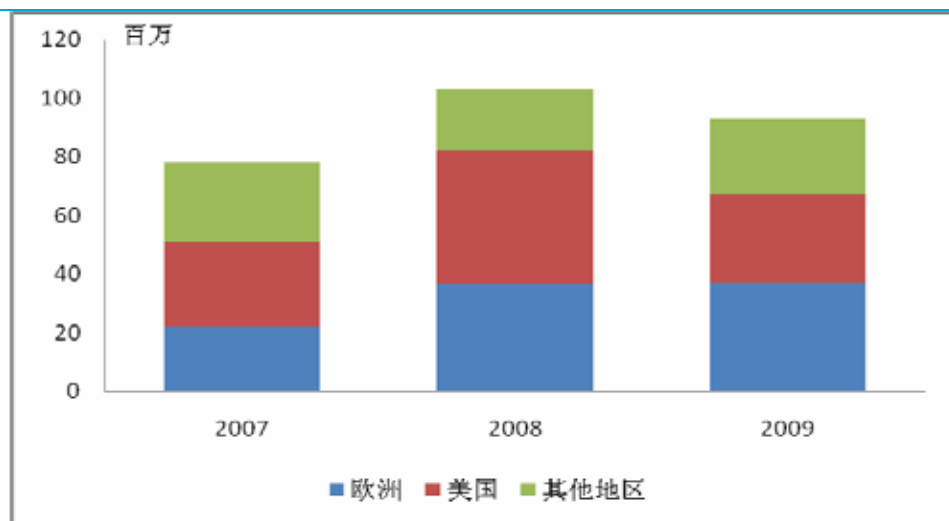
来源：公司招股书，国金证券研究所

- 在技术研发水平与技术人员经验等优势下，公司产品质量水平已经和 GBC 等老牌企业持平。与 COSMO 等新兴优秀企业相比，产品品质的稳定性更强，更符合高端客户的要求。

销售网络完善，品牌知名度高

- 公司采用占位式的营销策略，目前在全球有 50 多家代理商，国内六大销售区域、四个办事处、20 多个经销商与 200 多家直销客户，已初步形成覆盖北美、欧洲、南亚以及南美、中东等地 33 个国家和地区的国际销售网络。“康得菲尔”品牌已经被国内外大多数客户以及经销商所熟知，产品享有很高知名度，为后续继续拓宽市场空间打下基础。

图表8：近几年公司产品外销情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

募集资金主要用于扩大产能

- 公司战略目标为打造世界级预涂膜领军企业，随着全球预涂膜产能向亚洲转移，以及 COSMO 收购 GBC 相关业务，印度企业 COSMO 将成为未来公司在国际市场上主要竞争对手。与之相比，公司主要优势在于产品质量保证下良好的品牌与商业信誉，而目前最主要劣势在于产能受限。

图表9：全球预涂膜领先企业优劣势分析

	产能	主要优势	主要劣势
GBC	45,000	品牌和技术的先发优势、生产规模优势以及遍布全球的采购和销售网络。	生产成本过高，比同档产品售价要高 15% ~ 20%，价格上缺乏竞争力。
COSMO	22,000	具有 BOPP 基材的自主生产能力，能够降低原材料成本。强大的资本市场支持，进一步降低成本	收购整合尚未完成，品牌知名度不高
康得新	16300(目前)	产品质量高，品牌、商业信誉强，价格适中	产能不足

来源：国金证券研究所

- 此次募集资金用于向张家港康得菲尔增资，投入年产 1.8 万吨环保型印刷用预涂膜项目，建设可容纳 2 条线的厂房和 4 条生产线。项目建设期 2 年。
- 若不考虑无底涂技术对生产效率的提升因素，本项目实际可增加的产能预计为 14,175 吨/年，2012 年产能将达到 30,475 吨/年。项目达产后，公司市场份额提升，进一步提高盈利能力和核心竞争力，预计年新增营业收入 29,767.50 万元，年新增净利润 3,636.04 万元。

行业需求面：多重因素下预涂膜需求不断增大

替代性需求稳定上升

- 从上世纪 50 年代覆膜技术诞生以来，其经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术、预涂技术三个重要的发展阶段。三种技术相比，预涂膜在各个

方面优势明显，但成本稍高。据统计，目前我国覆膜市场中，预涂膜仅占不到 10%，这与美国 95%、欧洲 65% 的份额相差甚远。

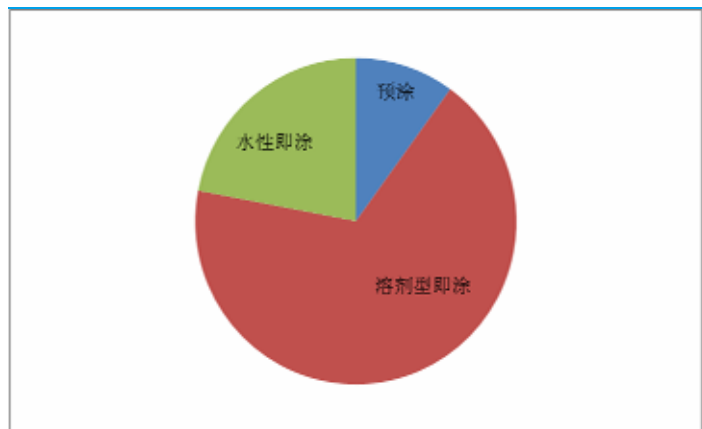
- 出于环保、节能等考虑，目前溶剂型即涂技术已经被国家相关政策限制使用，未来将被彻底淘汰。现今欧盟很多国家对水性覆膜开始征收排污费，进入加速由预涂膜替代水性即涂技术的阶段。随着预涂膜本身的生产效率不断提高以及规格朝薄型化方向发展，预涂覆膜的成本正在不断向即涂覆膜接近。溶剂型即涂的淘汰将为预涂技术和水性即涂技术带来巨大的市场空间。

图表10：三种技术比较

项目	溶剂型即涂技术	水性即涂技术	UV 上光	预涂技术
环保性	产生有害物质，有火灾隐患	需大量用水，且胶水混合物排放会产生污染	UV 油固化前存在一定污染	不产生有害物质
一令纸能耗	高：11.25 元	高：11.25 元		低：3.5 元
操作	复杂	复杂	介于预涂技术与即涂技术之间	简便
生产效率	低	低	与设备相关	高
产品质量	易出质量问题	区域性限制强，保质期短	质量稳定，适用范围受限制	产品质量稳定，品质高

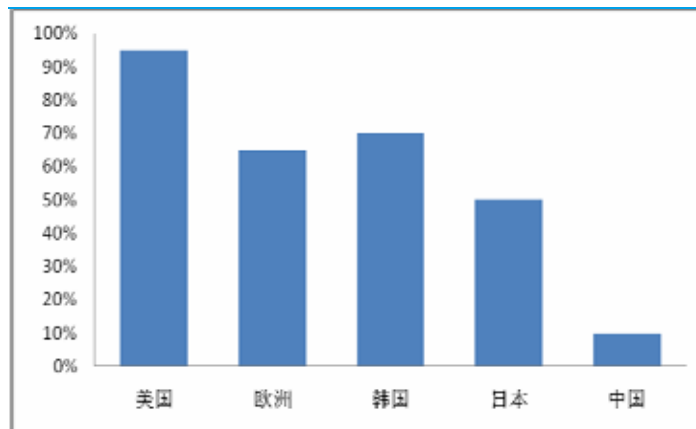
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表11：目前国内覆膜市场仍以溶剂型即涂为主



来源：国金证券研究所

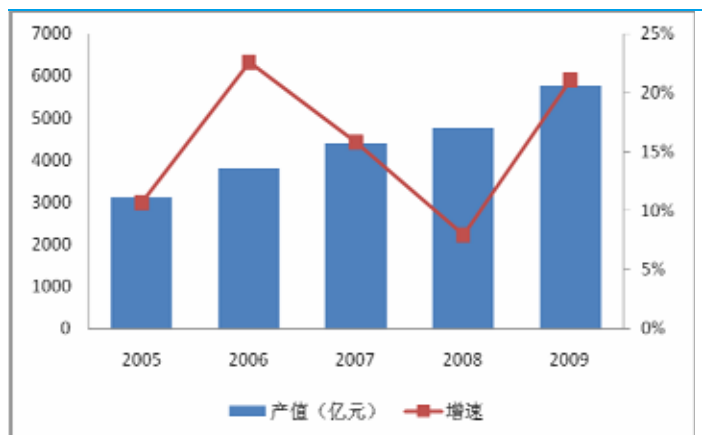
图表12：各国覆膜市场预涂占比情况对比



下游行业快速发展，数码打印是一个亮点

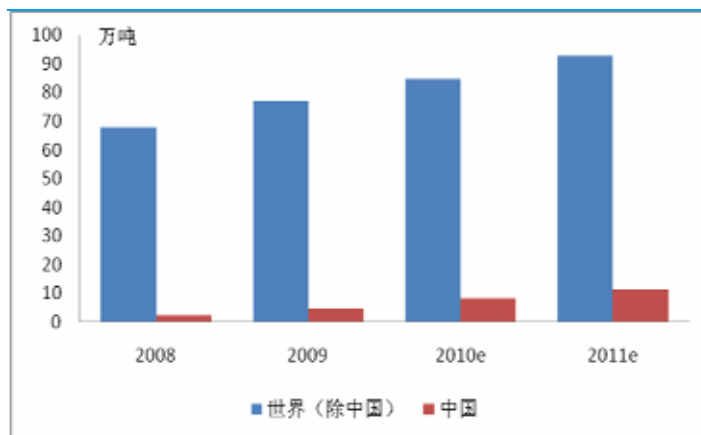
- 预涂膜下游主要用于印刷行业。总体来看，近年来我国印刷行业一直保持较高增长，2005-2009 产值复合增长率为 16.7%。印刷行业的发展将直接带动预涂膜行业的发展。

图表13：国内印刷行业产值情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表14：国内外对预涂膜需求预测



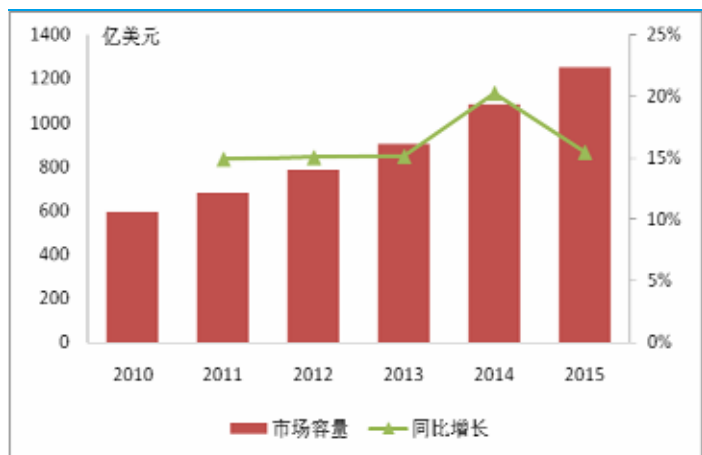
图表15：各印刷子行业市场前景及对预涂膜的影响

	工业印刷市场		商用印刷市场			
	出版物印刷品	各类包装品	数码快印领域	卡证	防伪覆膜	商业广告和海报市场
市场前景	图书期刊的总印张数稳中有升。2008年为718.71亿印张，折合用纸量168.97万吨。	包装工业总产值快速递增，2010年有望超过12,000亿元；包装市场年增长率达12%。	处于飞速发展阶段。全球数码印刷占据印刷行业总量比将从目前的10%左右增加到30%左右。	2008年国内IC卡出货量19.46亿张，较2006年高出16.1%；全球IC卡出货量50.85亿张，较2007年增长了18.7%。	产品和社会公共安全防伪的需求不断上升。	户外广告一直保持快速增长势头。07年户外广告经营单位户数、经营额和媒体数较05年均超过20%的增长。
对预涂膜发展的影响	出版业预涂膜使用比例很低，发展空间大。	我国每年包装产品覆膜量估计在60亿平方米以上，覆膜市场以每年8.2%的速度稳定增长，带动预涂膜行业的发展。	对BOPET、BOPP等预涂膜的需求将扩大，前者的发展尤其值得关注。	IC卡出货量的增加将增加对卡证覆膜的需求量。	防伪力度加大和技术的多样化将促进防伪覆膜的应用。	户外广告数量的增加必然带动广告覆膜的发展。

来源：国金证券研究所

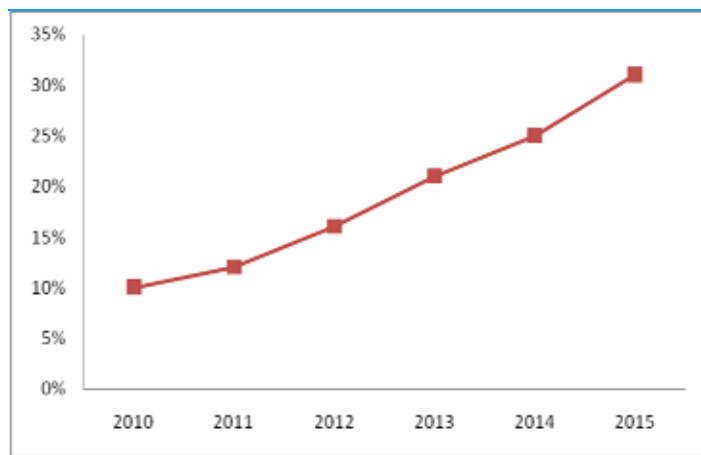
- 值得一提的是，数码印刷正处于飞速发展阶段，著名印刷业咨询机构 Pira 预计全球数码印刷市场总值 2010 年将达 592.27 亿欧元，2015 年将达 1,248.78 亿欧元，占据印刷行业总量的比例将从目前的 10%左右增加到 31%左右。

图表16：全球数码印刷市场容量预测



来源：国金证券研究所

图表17：数码印刷产值占市场比例



较为广阔的外延市场

- 预涂技术应用广泛。随着应用方法和生产工艺不断推陈出新，预涂膜在一些特殊用途市场也逐渐开始发挥作用。譬如，预涂膜可在房屋建筑中作为辅助材料起到保温防潮的作用，美国将金属膜覆在聚苯板表面，据预计可节能降耗 20%以上。目前康得新的产品已批量进入美国市场，未来前景看好。

供给面分析：行业面临洗牌，康得新受益

全球预涂膜制造重心向亚洲转移

- 近几年来，随着亚洲厂商技术升级以及产能增加，整个产业结构正向亚洲倾斜，全球预涂膜产品需求对亚洲的依赖程度将进一步加大。在商用印刷市场，欧美厂商由于发展经验丰富，技术含量较高，仍然具有一定竞争优势，但产品成本较高的问题依然存在，不会改变产能转移的趋势。印度 COSMO 与康得新将成为世界预涂膜产业的主流企业。

COSMO 收购 GBC 部分业务带来的影响

- 2009 年 6 月 12 日，COSMO 公司宣告完成了对美国 GBC 公司工业印刷市场业务的收购。COSMO 对 GBC 部分业务的收购在某种程度上亦为其他企业创造了市场机遇，一方面，COSMO 收购后，关闭了 GBC 十条生产线，并将部分生产线迁往印度。这在短期内造成全球市场供应不足，为其他厂商留下一定的市场空间。
- 另外，以前的客户同时从 GBC 和 COSMO 进货，现在这些客户从分散采购风险考虑，需要再寻找一家新的供应商，产能较大在国际上较有影响力的企业即是较理想的选择。

盈利预测与估值

- 主要假设
 - 主要产品销售情况见销售预测表；
 - 营业费用率、管理费用率保持稳定；
 - 盈利预测尚只包括工业印刷领域。
- 根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年主营收入 541、677、823 百万元，归属于母公司净利润 76、109、153 百万元，每股收益 0.473、0.674、0.946 元。

图表18：新材料可比公司情况

	股票代码	7月2日收盘价	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
三聚环保	300072.SZ	37.45	0.76	1.16	1.63	49.54	32.35	23.03
红宝丽	002165.SZ	13.40	0.57	0.75	0.92	23.60	17.83	14.60
普利特	002324.SZ	26.58	1.09	1.63	2.20	24.31	16.32	12.10
多氟多	002407.SZ	41.21	1.13	1.47	1.81	36.54	27.99	22.73
雅克科技	002409.SZ	24.27	0.74	1.02	1.42	32.64	23.69	17.12
鼎龙股份	300054.SZ	45.00	0.84	1.54	3.00	53.53	29.31	15.02
平均						33.33	23.64	17.92
康得新			0.473	0.674	0.946			

来源：朝阳永续，国金证券研究所

- 目前国内尚没有同类上市公司，我们选取上述高成长新材料企业作为比照，考虑到公司产品与上述公司的差异，以及公司未来向高附加值商业印刷、新兴市场拓展，给予公司 2010 年 28-32 倍 PE，合理区间为 13.24-15.14 元。
- 根据本年来中小板新近化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们给予公司上市首日 35-45 倍 PE，价格区间为 16.56-21.29 元。

图表19：中小板新近化工上市公司情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	上市首日开盘价(元)	上市首日涨跌幅%
002409.SZ	雅克科技	2010-05-25	46.88	30.56	8.83
002407.SZ	多 氟 多	2010-05-18	59.68	39	-5.03
002408.SZ	齐翔腾达	2010-05-18	43.10	26.88	-7.55
002391.SZ	长青股份	2010-4-16	50	76.1	45.10
002389.SZ	南洋科技	2010-4-13	50.85	89	172.67
002386.SZ	天原集团	2010-4-9	39.38	25.6	91.99
002382.SZ	蓝帆股份	2010-4-2	47.03	55.2	66.31
002360.SZ	同德化工	2010-3-3	32.85	35.9	62.18
			46.22		54.31

来源：WIND,国金证券研究所

图表20：销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
预涂膜						
平均售价 (元/吨)	22,769.08	25,982.73	20,538.23	22,400.00	22,450.00	22,500.00
增长率 (YOY)		14.11%	-20.95%	9.06%	0.22%	0.22%
销售数量 (千吨)	6.56	7.30	13.01	19.00	24.00	30.40
增长率 (YOY)		11.18%	78.33%	46.05%	26.32%	26.67%
销售收入 (百万元)	149.40	189.55	267.19	425.60	538.80	684.00
增长率 (YOY)		26.87%	40.96%	59.29%	26.60%	26.95%
毛利率	19.90%	20.64%	26.05%	27.00%	29.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	119.67	150.42	197.59	310.69	382.55	471.96
增长率 (YOY)		25.70%	31.35%	57.24%	23.13%	23.37%
毛利 (百万元)	29.73	39.12	69.60	114.91	156.25	212.04
增长率 (YOY)		31.59%	77.91%	65.10%	35.98%	35.70%
占总销售额比重	95.47%	74.49%	74.15%	78.69%	79.54%	83.16%
占主营业务利润比重	89.61%	66.78%	80.22%	85.39%	87.52%	90.49%
覆膜机						
平均售价 (元/台)	164,850.16	410,795.58	152,057.59	125,800.00	125,660.00	125,660.00
增长率 (YOY)		149.19%	-62.98%	-17.27%	-0.11%	0.00%
销售数量 (千台)	0.04	0.09	0.18	0.25	0.24	0.24
增长率 (YOY)		106.98%	105.62%	36.61%	-4.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	7.09	36.56	27.83	31.45	30.16	30.16
增长率 (YOY)		415.77%	-23.89%	13.02%	-4.11%	0.00%
毛利率	48.63%	49.34%	43.62%	42.00%	41.50%	41.50%
销售成本 (百万元)	3.64	18.52	15.69	18.24	17.64	17.64
增长率 (YOY)		408.64%	-15.30%	16.27%	-3.28%	0.00%
毛利 (百万元)	3.45	18.04	12.14	13.21	12.52	12.52
增长率 (YOY)		423.30%	-32.71%	8.82%	-5.25%	0.00%
占总销售额比重	4.53%	14.37%	7.72%	5.81%	4.45%	3.67%
占主营业务利润比重	10.39%	30.79%	13.99%	9.82%	7.01%	5.34%
BDPP原材料						
平均售价 (元/吨)	0.00			13,520.00	13,550.00	13,550.00
增长率 (YOY)					0.22%	0.00%
销售数量 (千吨)	0.00			6.20	8.00	8.00
增长率 (YOY)					29.03%	0.00%
销售收入 (百万元)	0.00	28.34	65.31	83.82	108.40	108.40
增长率 (YOY)			130.44%	28.36%	29.32%	0.00%
毛利率	0.00%	5.01%	7.70%	7.70%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	0.00	26.92	60.28	77.37	98.64	98.64
增长率 (YOY)			123.92%	28.36%	27.50%	0.00%
毛利 (百万元)	0.00	1.42	5.03	6.45	9.76	9.76
增长率 (YOY)			254.17%	28.36%	51.15%	0.00%
占总销售额比重	0.00%	11.14%	18.12%	15.50%	16.00%	13.18%
占主营业务利润比重	0.00%	2.42%	5.80%	4.80%	5.46%	4.16%
销售总收入 (百万元)	156.49	254.45	360.32	540.87	677.36	822.56
销售总成本 (百万元)	123.31	195.87	273.55	406.30	498.83	588.25
毛利 (百万元)	33.18	58.58	86.77	134.58	178.52	234.31
平均毛利率	21.20%	23.02%	24.08%	24.88%	26.36%	28.49%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	164	260	364	541	677	823
增长率		58.4%	40.3%	48.4%	25.2%	21.4%
主营业务成本	-128	-199	-274	-406	-499	-588
% 销售收入	78.3%	76.8%	75.3%	75.1%	73.6%	71.5%
毛利	36	60	90	135	179	234
% 销售收入	21.7%	23.2%	24.7%	24.9%	26.4%	28.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-5	-9	-10	-17	-22	-26
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.8%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	-5	-8	-15	-19	-24	-29
% 销售收入	3.1%	3.1%	4.2%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	25	43	65	98	133	179
% 销售收入	15.5%	16.5%	17.7%	18.2%	19.6%	21.8%
财务费用	-8	-10	-12	-11	-8	-2
% 销售收入	4.6%	3.7%	3.3%	2.1%	1.2%	0.3%
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18	33	52	87	125	177
营业利润率	11.3%	12.6%	14.2%	16.1%	18.5%	21.5%
营业外收支	0	1	3	3	3	3
税前利润	19	34	54	90	128	180
利润率	11.4%	13.1%	14.9%	16.6%	18.9%	21.9%
所得税	-2	-5	-8	-13	-19	-27
所得税率	8.2%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	17	29	46	76	109	153
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	17	29	46	76	109	153
净利率	10.4%	11.1%	12.7%	14.1%	16.1%	18.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17	29	46	76	109	153
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	7	12	30	46	47
非经营收益	6	7	10	12	9	4
营运资金变动	-25	-8	-22	-49	-30	-30
经营活动现金净流	4	35	46	69	134	174
资本开支	-28	-150	-16	-542	-68	11
投资	-29	-1	0	-1	0	0
其他	17	0	28	0	0	0
投资活动现金净流	-40	-151	12	-543	-68	11
股权募资	61	0	50	574	-9	0
债权募资	23	117	41	-46	-46	-107
其他	-21	-7	-16	-15	-12	-7
筹资活动现金净流	63	110	75	513	-66	-114
现金净流量	27	-7	133	39	0	72

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	35	28	161	200	200	272
应收款项	26	26	38	49	61	74
存货	20	27	36	47	57	68
其他流动资产	23	92	40	63	77	90
流动资产	103	174	275	358	395	503
% 总资产	41.0%	42.5%	49.3%	31.0%	32.4%	39.6%
长期投资	19	18	18	19	18	18
固定资产	109	196	246	757	781	725
% 总资产	43.7%	47.9%	44.0%	65.4%	64.2%	57.0%
无形资产	19	20	19	21	22	23
非流动资产	148	236	283	798	823	768
% 总资产	59.0%	57.5%	50.7%	69.0%	67.6%	60.4%
资产总计	251	410	558	1,156	1,218	1,271
短期借款	89	156	197	153	107	0
应付款项	11	20	32	25	30	36
其他流动负债	2	6	5	6	8	9
流动负债	102	182	234	184	145	45
长期贷款	0	50	50	50	50	50
其他长期负债	0	2	2	0	0	0
负债	103	233	286	234	195	95
普通股股东权益	148	176	273	923	1,023	1,176
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	251	410	558	1,156	1,218	1,271

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.106	0.179	0.286	0.473	0.674	0.946
每股净资产	1.467	1.747	2.250	5.711	6.331	7.277
每股经营现金净流	0.039	0.344	0.380	0.429	0.831	1.080
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.55%	16.37%	16.96%	8.29%	10.64%	13.00%
总资产收益率	6.83%	7.05%	8.29%	6.61%	8.94%	12.03%
投入资本收益率	9.83%	9.48%	10.55%	7.41%	9.58%	12.41%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	58.40%	40.33%	48.43%	25.23%	21.44%
EBIT增长率	N/A	68.66%	50.67%	52.14%	35.41%	34.61%
净利润增长率	N/A	68.83%	60.10%	65.29%	42.38%	40.42%
总资产增长率	N/A	63.46%	36.22%	107.12%	5.34%	4.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.2	30.4	27.7	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	27.9	43.0	42.0	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	9.9	18.7	26.5	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	207.5	136.3	246.0	483.1	372.1	294.6
偿债能力						
净负债/股东权益	36.67%	100.81%	31.50%	0.28%	-4.21%	-18.84%
EBIT利息保障倍数	3.3	4.4	5.4	8.8	16.9	85.3
资产负债率	40.91%	56.95%	51.15%	20.19%	16.01%	7.49%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室