

N 国星 (002449.SZ) 器件行业

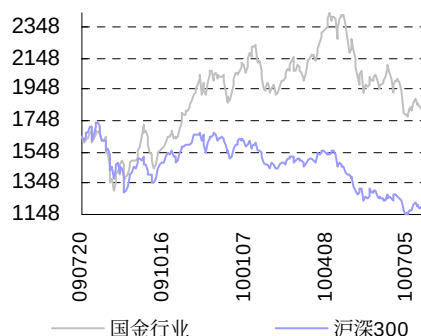
新股研究

目标价格 (人民币) : 23.33-26.22 元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	28.00
发行 A 股数量(百万股)	55.00
总股本(百万股)	215.00
国金器件指数	1829.77
沪深 300 指数	2616.13
中小板指数	5298.39



中国大陆 LED 封装龙头企业

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.666	0.718	0.690	0.921	1.159
每股净资产(元)	2.13	2.75	8.15	8.66	9.52
每股经营性现金流(元)	0.87	0.74	0.79	0.94	1.28
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.59	30.39	24.15
行业优化市盈率(倍)	24.34	53.82	53.82	53.82	53.82
净利润增长率(%)	70.27%	7.80%	29.11%	33.56%	25.83%
净资产收益率(%)	31.22%	26.09%	8.46%	10.64%	12.18%
总股本(百万股)	160.00	160.00	215.00	215.00	215.00

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

- 三大理由构筑 LED 封装行业的投资价值，我们认为未来 LED 封装行业依然能够保持**高成长、低波动性**的特征。
 - 相比芯片制造环节，由于产能扩张较缓，未来 LED 封装依然保持供小于求格局；而相对终端需求，LED 封装保持供需稳定。这将继续保证 LED 封装行业保持高成长、低波动的特性。
 - 散热、电源管理（决定 LED 器件的使用寿命）等技术难点使得 LED 封装行业具有一定技术壁垒。
 - 丰富的终端需求（如背光源、景观照明、汽车照明等等）为 LED 器件实现差异化提供了条件，这种差异化将在 LED 封装环节体现，从而为 LED 封装带来差异化经营机会。
- 规模优势（国星光电为大陆前三大 LED 封装厂商之一，并为高附加值产品 SMD LED 产量第一的大陆厂商）与国内领先的技术优势推动国星光电未来快速增长态势。我们认为未来三年公司能够保持复合 30%以上增速增长。
 - 国星光电产品结构优异，封装设计和工艺技术较高、高附加值的 SMD LED 产品占据公司绝大部分的收入，从而使公司的毛利率水平处于较高的水平。
 - 公司募集资金将投入扩大 SMD LED 器件的产能，建成后 SMD LED 器件产能增加 30 亿只/年，增长约 120%。规模扩产将继续保持公司规模优势。
- 我们预测公司 2010-2012 年的归母公司所有的净利润为 148.33、198.11 和 249.29 百万元，同比增长 29.11%、33.56%和 25.83%，对应的 EPS 为 0.690、0.921 和 1.159 元。
- 规模优势，产品结构逐年优化与大陆领先的制造优势，参比同类公司，我们建议二级市场合理价格区间为 23.33-26.22 元，对应的 10 年 PE 为 33-38 倍。

程兵

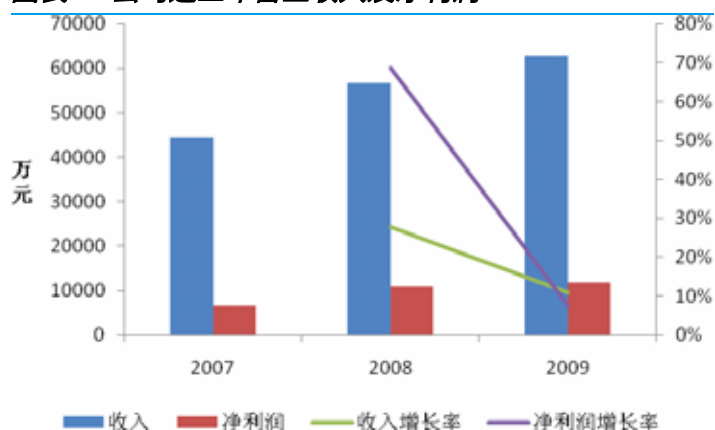
分析师 SAC 执业编号：S1130208120262
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

国星光电：大陆前三大 LED 封装企业之一，SMD LED 产量第一

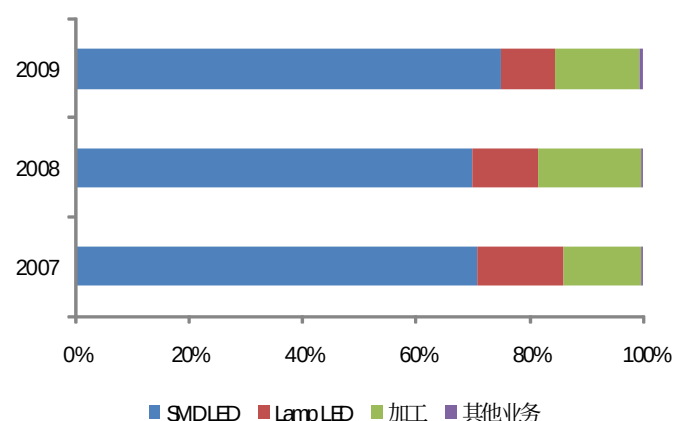
公司主营业务简介

- 历史悠久，技术领先，国内 LED 封装龙头企业
 - 公司历史长久，从 1969 年开始半导体原材料的生产和销售，技术水平一直在国内同行业中保持领先地位，被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，目前为中国大陆前三大 LED 封装企业之一，也是 SMD LED 产量最大的封装企业。（不含外资企业）
- 主营业务：LED 器件、组件为主，加工为辅。
 - 公司为 LED 封装企业，主要从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售，产品广泛应用于消费类电子产品、家电产品、计算机、通信、平板显示及亮化工程领域，属于电子元器件行业的半导体光电器件制造业。
 - 此外，公司二十多年来还一直为日本三洋电波工业株式会社提供调谐器和 LIB（锂电池）电源管理器的来料加工。

图表1：公司近三年营业收入及净利润



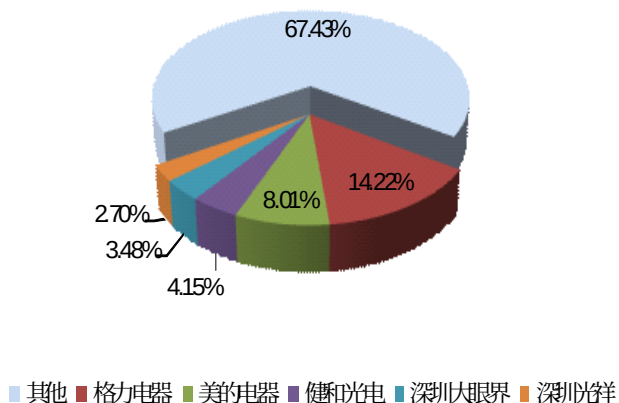
图表2：公司营业收入构成（按产品分）



来源：国金证券研究所整理，资料来源：公司招股说明书

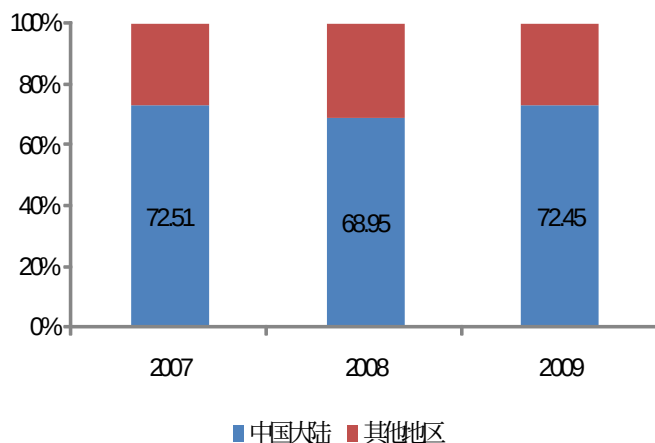
- SMD LED 是公司主导产品，也是公司未来发展战略之重点
 - SMD LED 是行业发展趋势，也是公司发展重点，公司 2009 年营业收入构成中，SMD LED 占总收入的 74.99%，而毛利润占 72.52%；本次募集资金也将投入于 SMD LED 产能的扩充，可见未来 SMD LED 占公司比重将进一步加大。

图表3：公司2009年前五大客户



来源：国金证券研究所整理，公司招股说明书

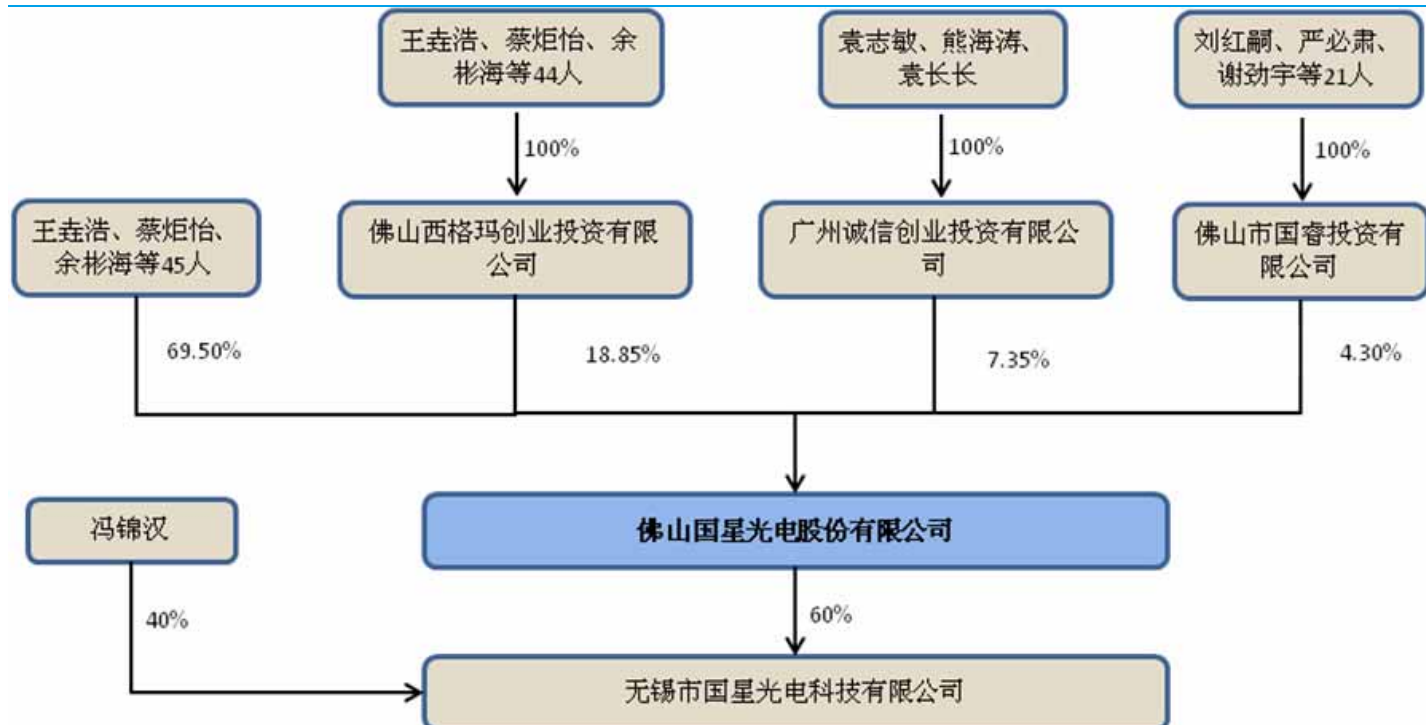
图表4：公司近三年收入按地区分



公司股权结构

- 公司共有佛山市西格玛创业投资有限公司等 3 家法人股东和王垚浩等 45 名自然人股东，持股 5%以上的有：佛山市西格玛创业投资有限公司（18.85%）、广州诚信创业投资有限公司（7.35%）、王垚浩（11.00%）、蔡炬怡（7.50%）、余彬海（7.38%）。
- 公司实际控制人为王垚浩、蔡炬怡、余彬海三人。

图表5：公司股东结构图



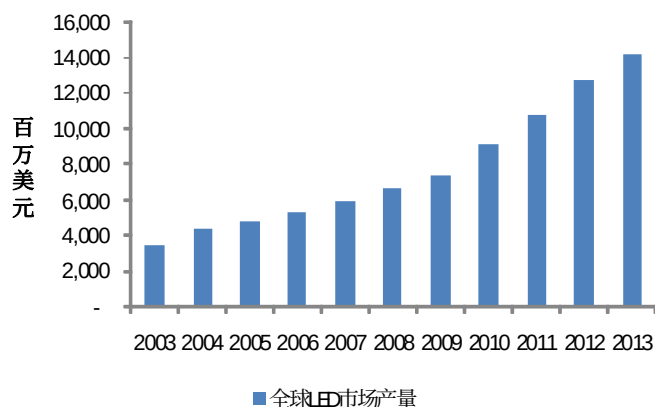
来源：国金证券研究所整理，招股说明书

LED 下游应用需求持续快速增长，国星光电前景巨大

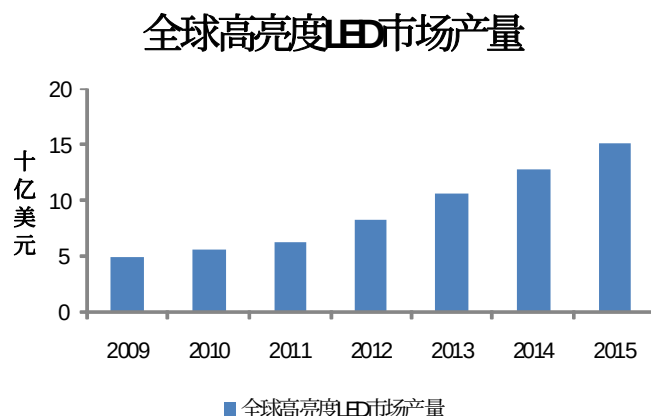
节能和环保——LED 产业前途一片光明

- LED 被誉为 21 世纪的绿色照明光源，预计在未来会取代大部分的传统光源。
 - 节能和环保是 LED 最大的特点，照明节能有两大好处：能源消耗节约和二氧化碳气体排放的减少。
 - 此外，LED 照明相对于传统光源的优点还在于寿命长、无毒（没有水银等有毒重金属）、多功能性、温度低、低电压等。
- LED 行业将保持快速增长，处于黄金发展期
 - LED 行业在近几年一直保持着快速的增长，而在未来几年 LED 行业发展空间依然巨大。根据 09 年 12 月 Isuppli 的报告显示，09 年全球 LED 收入达到 74 亿美元，比 2008 年同比增长 10.9%，值得注意的是，与此同时，由于受经济衰退的影响，整个半导体行业产值却下滑 12.4%；预计到 2013 年，全球 LED 收入将达到 143 亿美元，几乎为 2009 年的 2 倍。
- 高亮度 LED（含超高亮度 LED）成为市场主流产品
 - 2010 年初 ElectroCast Consultants 报告指出，2009 年全球高亮度 LED 的市场规模值预估达到 49 亿美元，而 2010 年预计将增长 13.1%，达到 55.3 亿美元。

图表6：全球LED产量

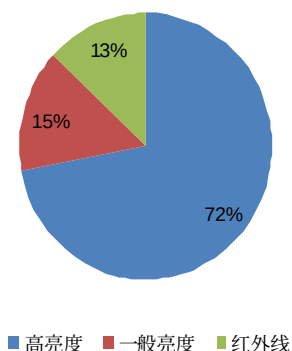


图表7：全球高亮度LED产量



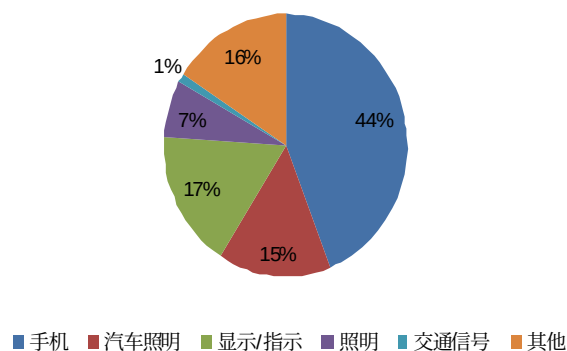
来源：国金证券研究所整理，Isuppli, ElectroCast Consultants, 2010 年 1 月

图表8：2008 年产品按类别分布



来源：国金证券研究所整理，数据来源：strategies unlimited,

图表9：2007 年高亮度LED 按产品结构分布



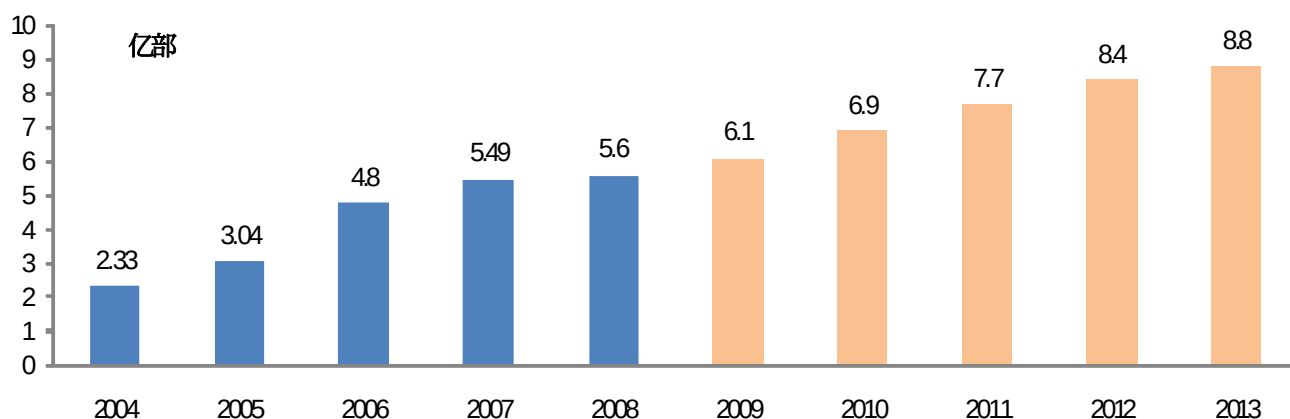
数据来源：台湾工研院（2008）、strategies unlimited(2008)

成熟市场应用渗透率继续提高，新兴应用领域将引领 LED 市场增长

■ 手机应用市场仍然是 LED 第一大应用领域

- 1998 年，使用高亮度 LED 作为手机按键背光源带动了 LED 市场的第一波高峰；02 年手机面板背光源大量采用高亮度 LED 使 LED 市场迎来第二个高峰，目前 LED 已在手机、显示屏、汽车、特种照明、景观装饰等多个领域得到成熟应用，但手机仍然是第一大应用领域，07 年手机应用占高亮度 LED 市场的 44%。
- 手机已成为全球最大类的个人电子消费产品。根据国际电讯联盟的最新报告，至 2009 年末，全球手机用户数达到 46 亿。根据 Gartner 公司的统计，09 年全球手机销售量为 ；根据 CCID 统计，2008 年中国手机产量达到 5.6 亿部，而预测到 2013 年，手机产量将达到 8.8 亿部。
- 平均每部手机约使用 12-18 只 SMD LED，预计到 2010 年，手机使用 SMD LED 将达到 175 亿只左右。

图表10：中国手机产量



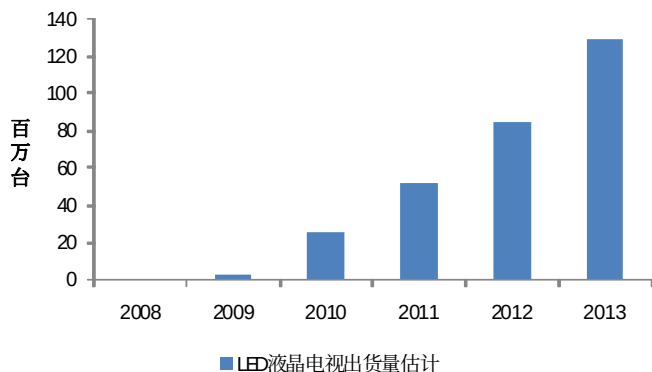
来源：国金证券研究所整理，数据来源：中国统计局，CCID（橙色为预测数据）

■ 通用照明和大尺寸屏幕背光源是 LED 应用新的增长点

- 随着 LED 技术的发展和成本的降低，通用照明、车载照明、笔记本电脑、液晶电视等大尺寸屏幕背光源，这些新增应用领域将在未来几年爆发性增长，迎来新一波 LED 市场的快速增长期。

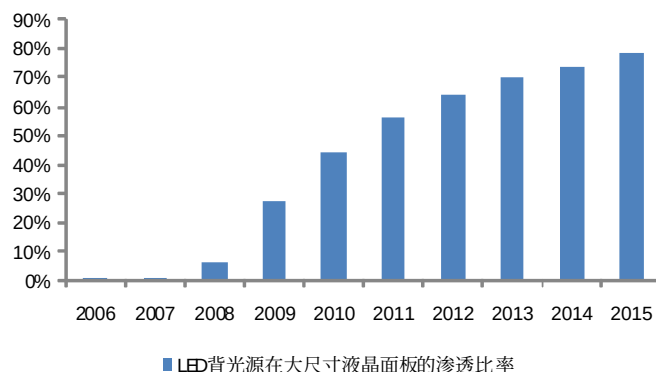
- IMS Research 估计，2008 年全球 10%的笔记本电脑采用 LED 背光源，创造 2 亿美元 LED 市值；预计 2010 年全球将有 50%的笔记本电脑采用 LED 背光源，并创造 8 亿美元 LED 市值。
- 液晶电视应用方面，研究机构 DisplayBank 调查结果显示，2009 年全球 LEDTV 出货量为 320 万台，并将于 2010 年达到 2,590 万台，未来几年将呈现爆发式增长，到 2013 年出货量将达到 1.29 亿台。
- 通用照明领域方面，随着 LED 性能的不断提高和价格的持续降低，节能环保的 LED 将逐步进入该领域。我国是世界上第一大照明电器生产国和第二大照明电器出口国，随着 LED 光源的逐步普及，我国将成为半导体照明灯具生产大国。
- 2009 年中国 LED 室内照明产业开始启动，产业规模将出现 276.1%的高速增长，产业规模将达到 2.55 亿元，室内照明市场将带来无限增长空间；在 LED 路灯方面，根据台湾光学产业技术发展联合会(PIDA)预计，全球 LED 路灯的市场规模 2008 年将达到 10.4 亿美元，中国市场占大约 5.6 亿美元，2008-2012 年，全球 LED 路灯产值的年均复合增长率将达 15%。

图表11：LED 液晶电视出货量预测



来源：国金证券研究所整理，数据来源：DisplayBank 2009 年 12 月

图表12：LED 背光源在大尺寸液晶面板的渗透率预测



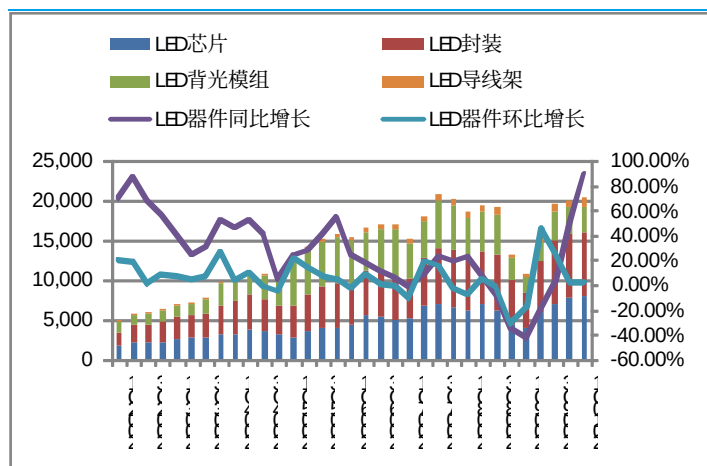
数据来源：DisplayBank 2009 年 11 月

中国已成 LED 封装基地，国内技术领先型企业将快速成长

LED 封装——供需平衡、技术壁垒与市场差异化奠定行业良好发展

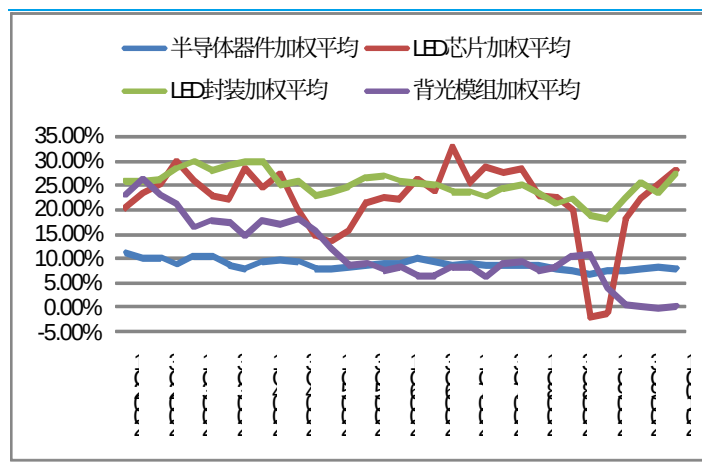
- 相对 LED 芯片，LED 封装依然产能不足，而相对下游需求，LED 封装供需状况依然良好。供求关系给 LED 封装行业带来稳定的发展基础。
 - 由于 LED 芯片需求旺盛，各大企业扩产充分。据不完全统计，2010 年全球 MOCVD 出货量约为 400 台，同比增长约 300%；而 LED 封装扩产相对幅度较小。因此，相对 LED 芯片，LED 封装产能依然不足。
 - 从这几年台湾 LED 封装企业经营情况来看，供需平衡推动了企业盈利能力持续稳定。

图表13：台湾LED封装企业季度营收波动性较小



来源：国金证券研究所整理，各大公司季报

图表14：台湾LED封装企业季度毛利率持续稳定



- 相比传统封装领域，LED 封装具有一定的技术难度，这种技术难度体现在：
 - 散热是 LED 封装首要的技术难点，这点也是成为 LED 封装的一大技术难点。
 - LED 器件电源管理的设计决定了 LED 器件的使用寿命，成本与使用寿命的平衡成为 LED 器件电源管理设计的技术难点。
 - LED 器件封装形状也成为技术的另一个难点。不同的封装形式不仅能够提高 LED 芯片的使用效果，也有助于企业实现产品的差异化。
- LED 终端应用市场依然处在高速成长的状态，因此，对于 LED 封装企业来说，产品的多样化为企业经营差异化提供有利条件，这也是 LED 封装行业经营环境一直良好的重要因素。

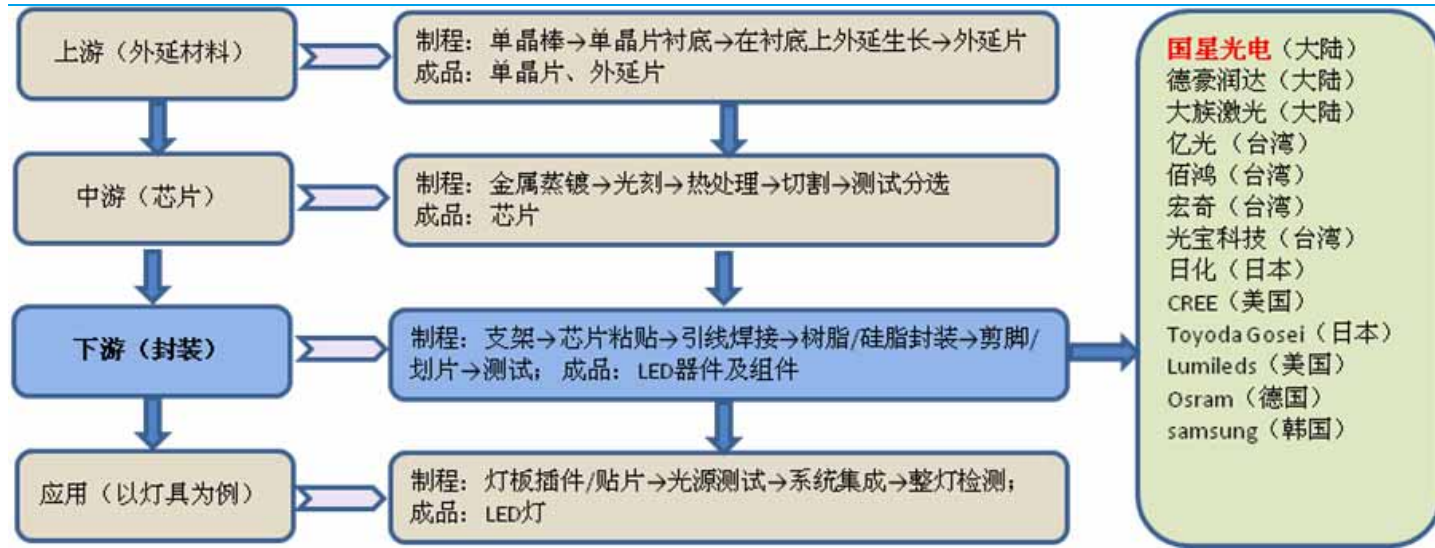
全球 LED 封装行业三大阵营形成，中国起步晚但发展快速

- 产量分布看：亚欧美三足鼎立，日本独大。
 - 根据 LEDinside 统计，2009 年全球 LED 封装厂营收总计达 80.5 亿元，较 08 年增长 5%。排名上，日亚化居全球第一，三星 LED 在三星集团的支持下，从 08 年的第十名蹿升至第四名。从地区来看，日本产值依然排名第一，但份额逐年下降，占全球的 33%，台湾位居第二，占全球的 17%，中国目前占全球份额的 11%。
- 从技术上看，日本欧美第一阵营；台湾韩国第二阵营；中国处于第三阵营
 - 全球五大 LED 巨头：日本 Nichia、Toyoda Gosei，美国 CREE、Lumileds、德国 Osram 代表了 LED 的最高技术水平，引领着 LED 产业的发展。这些国际大厂商利用技术优势，主要从事高附加值产品的生产，几乎垄断全球高端蓝、绿光 LED 市场。他们的目标市场是照明通用以及汽车照明，日本企业会少量兼顾消费类电子产品背光应用市场，欧美企业则不涉及。
 - 台湾和韩国的厂家近年来迅速崛起，这个阵营的厂家拥有消费类电子完整产业链，产业上中下游分工明确，产业链供销稳定，关注消费类电子产品背光用 LED，台湾芯片产量及封装产量均占据世界第一位，但其技术与欧日美企业有差距，尤其是通用照明领域。
- 内外资资本纷纷涌入，国内 LED 产业技术提升，市场竞争加剧
 - 随着国内下游应用产品制造能力及市场消费的飞速发展，国外比如台湾、香港、日本、韩国等众多投资者以及国内民营资本都积极介入该

行业，一方面有助于我国 LED 产业技术水平的提升，促进中国大陆厂家快速成长，另一方面也加剧了国内市场的竞争。

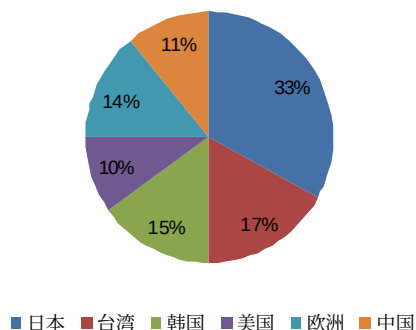
- 目前中国大陆厂家较上述国家相比规模较小，技术水平有一定差距，仍有很大发展的空间。

图表15：LED 产业链



来源：国金证券研究所整理，招股说明书

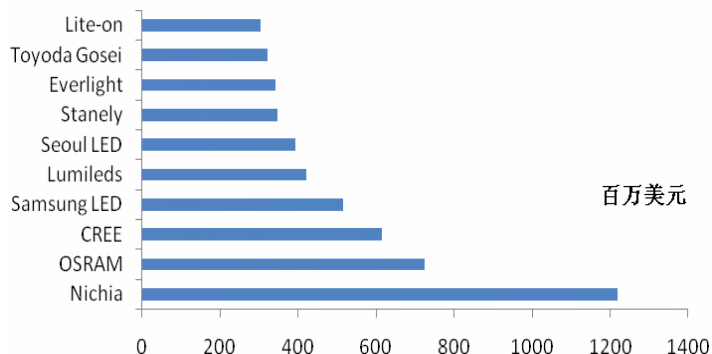
图表16：全球封装产值按地区分布



来源：国金证券研究所整理，资料来源：LEDinside

图表17：全球前十大LED 封装厂商排名

■ 2009年各LED封装厂商排名



国星光电：国内技术领先的 LED 封装龙头企业之一

- 规模优势：国星光电是大陆 SMD LED 产量最大厂商。
 - 根据赛迪顾问研究指出，2008 年中国 LED 市场销售额前十位的企业中，前 7 名被台湾厂商、美国 Cree、日本 Nichia 占据，国星光电位列第 8 名，是中国大陆本土销售额最大的封装企业。2004-2006 年，公司 LED 产量占全国 LED 产量的比例分别为：2.28%、2.8%、4.10%，LED 生产规模位居全国前三名。
 - 公司主导产品为 SMD LED——封装设计和封装工艺技术要求较高，是现在和未来的主流产品。国内生产 SMD LED 为主的企业比较少，公司 SMD LED 产量占全国 SMD LED 产量的比例分别为：17.86%、22.27%、34.00%，SMD LED 生产规模全国最大。

图表18：今年主要厂商进军LED市场

近年来主要公司进入中国LED市场事迹	
Cree	2007年收购国内从事小功率LED封装的惠州华纳光电有限公司，并于2009年1月宣布在惠州设立芯片制造厂。
三星	2009年4月成立天津三星LED有限公司，初始投资3000万美元，用于发展LED背光液晶电视及其他LED产品。
德豪润达	购买广东健盛光电科技有限公司、广东恩平健盛电路板有限公司与LED业务相关的全部固定资产，并增资深圳科普电子技术有限公司（持股51%），从而正式介入LED封装应用行业。
大族激光	2009年4月发布公告，计划对从事LED封装的参股企业深圳市国台星光电子有限公司进行增资，增资后持股比例为51%。2010年1月，决定收购并增资深圳市元亨光电股份有限公司，收购后持有51%股份。
三安光电	2009年12月，投资参股从事LED封装及LED照明产品生产、销售的荆州市宏晟光电科技有限公司，参股比例为33.34%。

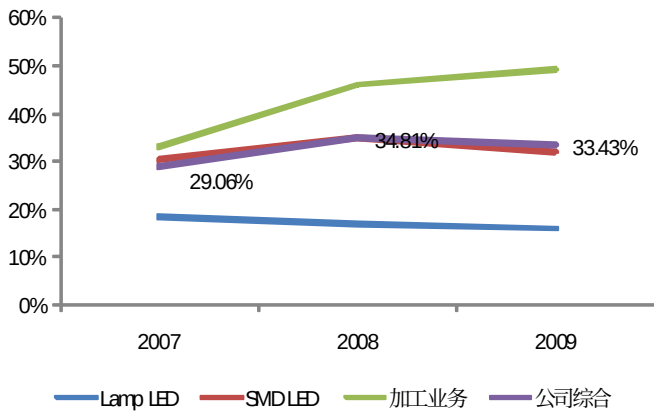
来源：国金证券研究所整理，招股说明书

图表19：国星光电主要竞争对手产量

公司	地址	规格	产能	单位
亿光	台湾厂	SMD LED	700	百万颗/月
	台湾厂	Lamp LED	240	百万颗/月
	台湾厂	汽车仪表板	50	百万颗/月
	台湾厂	DISPLAY	13	百万颗/月
佰鸿	台湾厂	SMD LED	300	百万颗/月
	台湾厂	Lamp LED	200	百万颗/月
	台湾厂	Photo coupler	24	百万颗/月
	台湾厂	DISPLAY	160	百万颗/月
宏奇	台湾厂	SMD LED	550	百万颗/月
光宝科技	大陆天津厂	SMD LED	250	百万颗/月
先进光电	台湾厂	SMD LED	275	百万颗/月
	大陆武汉厂	SMD LED	30	百万颗/月
国星光电	-	Lamp LED	30	百万颗/月
	-	SMD LED	200	百万颗/月

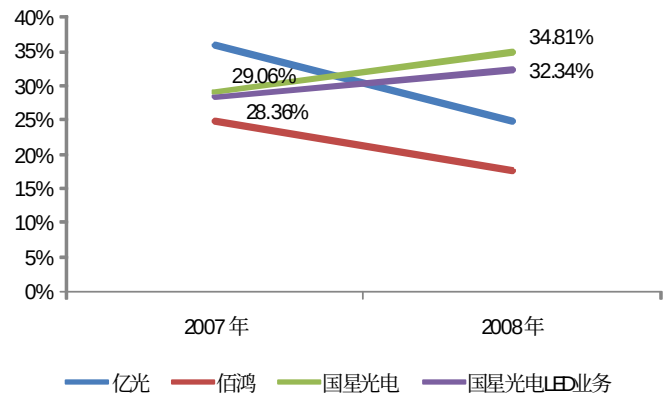
- 技术优势：国星光电技术水平一直处于国内领先地位
 - 公司已获授权及申请中的专利共计 112 项，另有 42 项正在受理中。近几年，公司承担了国家“863”计划项目，国家“十五”科技攻关计划重大项目等；
 - 2001 年片式 LED 投产，填补国内空白；2004 年在国内率先推出普通 PLCC LED 和显示屏用双色和 3 色 PLCC LED；在大功率 LED 器件方面，公司开发出拥有自主知识产权的新型基板材料、新型大功率 LED 器件结构和新型生产工艺，填补了我国在该领域的多项空白。
- 产品优势：公司产品具有较强的市场竞争力
 - 公司 LED 器件及其组件的生产规模、产品规格与产品质量均处于国内领先地位，具有较强市场竞争力。公司 2010 年开始成为 IBM 合格供应商；2010 年 1 月中标中国移动营业厅节能照明产品集中采购的 LED 射灯，在 LED 射灯的中标份额为 31.11%。
- 产品构成先进，盈利能力突出
 - 公司根据发展战略和市场需求，重点发展高附加值的 SMD LED 产品，此次募集资金也投资于 SMD LED 的产能扩充；此外，公司还附带发展高毛利率的加工业务，为公司带来另一现金流来源点；而技术含量较低，毛利率较低的 Lamp LED 产品份额将逐渐减少。
 - 与台湾的主要竞争对手相比，公司 LED 各细分产品的毛利率虽略低于台湾企业亿光、佰鸿，但由于产品结构比竞争对手更优异，所以公司整体毛利率高于亿光和佰鸿。

图表20：国星光电各产品毛利率



来源：国金证券研究所整理，招股说明书

图表21：国星光电与竞争对手毛利率比较



募集资金使用

- 扩大 SMD LED 产能达 120%，并进入照明灯具应用领域
 - 公司拟投入 5.14 亿元给 4 个项目：新型表面贴装发光二极管技术改造项目、功率型 LED 及 LED 光源模块技术改造项目、LED 背光源技术改造项目、半导体照明灯具关键技术及产业化。公司本次拟募集资金 5.04 亿元，前期已投入自有资金 4493.92 万元。
 - 其中两个项目建设期为 2 年，两个项目建设期为 18 个月，这 4 个项目基本都在 2011 年开始投产。投产后 SMD LED 器件年产量增加 30 亿只，产能扩充约为 120%。
 - 公司还将进入半导体通用照明灯具领域，投产后形成的规模为：大功率 LED 路灯 3 万盏/年、各种通用 LED 灯具 100 万套/年、各种亮化工程用条形灯 12 万米/年的生产能力。

图表22：募集资金使用计划

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金投入资金	项目进度	新增产量	用于对外销售
新型表面贴装发光二极管技术改造项	19,489.07万元，其中：固定资产投资16,451.07万元，土地投资300万元，铺底流动资金2,738万元	19,189.07万元	本项目建设期为24个月（从设备签约开始至生产线正式运行	Chip LED 2 亿只/月；PLCC LED 4,000 万只/月	76%用于对外销售
功率型LED及LED光源模块技术改造项	17,781.11万元，其中：固定资产投资15,407.11万元，土地投资300万元，铺底流动资金2,074万元	17,481.11万元	24个月	年产12000万只功率型LED和1200万块光源模块，09年功率型LED已达到300万只/月	84%的功率型LED和83%的光源模块
LED背光源技术改造项	7,666.83万元，其中：固定资产投资6,209.83万元，土地投资200万元，铺底流动资金1,257万元	7,466.83万元	18个月	新增年产LED背光源1566万块，现有360万/年	全部对外销售
半导体照明灯具关键技术及产业化	6,496.05万元，其中：固定资产投资5,464.05万元，土地投资200万元，铺底流动资金832万元	6,296.05万元	18个月	大功率LED 路灯3 万盏/年、各种通用LED 灯具100万套/年、各种亮化工程用条形灯12万米/年的生产能力	全部对外销售

来源：国金证券研究所整理，招股说明书

估值预测

- 我们预测公司 2010-2012 年的归母公司所有的净利润为 148.33、198.11 和 249.29 百万元，同比增长 29.11%、33.56%和 25.83%，对应的 EPS 为 0.690、0.921 和 1.159 元。
- 规模优势，产品结构逐年优化与大陆领先的制造优势，参比同类公司，我们建议二级市场合理价格区间为 23.33-26.22 元，对应的 10 年 PE 为 33-38 倍。

图表23：相对估值比较

A股上市公司（单位：CHY）									
股票名称	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	净资产收益率	07年毛利率	08年毛利率	09年毛利率
华天科技	0.331	0.425	25.47	19.84	3.35	13.13%	23.68%	21.58%	23.23%
长电科技	0.271	0.362	40.59	30.39	4.80	11.83%	24.85%	20.27%	19.72%
三安光电	1.010	1.320	42.02	32.15	14.79	35.19%	62.67%	41.28%	42.01%
士兰微	0.489	0.621	35.11	27.65	8.10	23.07%	20.33%	24.02%	28.13%
通富微电	0.389	0.501	35.45	27.52	4.36	12.31%	16.09%	14.91%	17.07%
平均	0.50	0.65	35.73	27.51	7.08	19.11%	29.52%	24.41%	26.03%
国星光电	0.690	0.921	0.00	0.00	0.00	26.09%	29.06%	34.81%	33.43%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 目前国内 LED 封装行业使用的部分原材料（高档芯片、高档支架、荧光粉）依赖台湾地区和美国、日本等国家，尤其是大功率 LED 芯片制造产业

仍比较薄弱，随着产能的进一步扩大，国内企业需面临主要原材料依赖进口带来的成本风险，以及白光 LED 产品出口带来的专利风险。

- LED 市场前景被大家所看好，近年来不断有新的竞争者加入，国内外资本大量进入该领域，LED 封装领域的竞争将日益激烈，公司将面临行业竞争加剧的风险。

图表24：销售收入预测

请注意：年份变更时，请将本表中的各产品的售价和销售数量手工进行COPYPASTE（仅本表需要进行手工修改）
 产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
SMD LED						
销售收入（百万元）	314.65	395.89	470.89	612.16	857.03	1,156.99
增长率 (YOY)	N/A	25.82%	18.95%	30.00%	40.00%	35.00%
毛利率	30.45%	34.88%	32.33%	32.55%	32.00%	31.50%
销售成本（百万元）	218.84	257.80	318.65	412.90	582.78	792.54
增长率 (YOY)	N/A	17.81%	23.60%	29.58%	41.14%	35.99%
毛利（百万元）	95.81	138.09	152.24	199.26	274.25	364.45
增长率 (YOY)	N/A	44.13%	10.25%	30.88%	37.63%	32.89%
占总销售额比重	70.89%	69.86%	74.99%	78.10%	82.03%	84.78%
占主营业务利润比重	74.27%	69.99%	72.52%	77.92%	81.70%	84.43%
Lamp LED						
销售收入（百万元）	67.00	66.53	58.33	62.41	66.78	73.46
增长率 (YOY)	N/A	-0.70%	-12.33%	7.00%	7.00%	10.00%
毛利率	18.55%	17.24%	16.10%	16.00%	15.00%	14.00%
销售成本（百万元）	54.57	55.06	48.94	52.42	56.76	63.17
增长率 (YOY)	N/A	0.89%	-11.13%	7.13%	8.27%	11.29%
毛利（百万元）	12.43	11.47	9.39	9.99	10.02	10.28
增长率 (YOY)	N/A	-7.72%	-18.13%	6.34%	0.31%	2.67%
占总销售额比重	15.10%	11.74%	9.29%	7.96%	6.39%	5.38%
占主营业务利润比重	9.63%	5.81%	4.47%	3.91%	2.98%	2.38%
加工						
销售收入（百万元）	60.83	102.11	95.38	104.92	115.41	126.95
增长率 (YOY)	N/A	67.87%	-6.59%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.27%	46.06%	49.22%	42.85%	42.85%	42.85%
销售成本（百万元）	40.59	55.08	48.43	59.96	65.96	72.55
增长率 (YOY)	N/A	35.70%	-12.06%	23.80%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	20.24	47.03	46.95	44.96	49.45	54.40
增长率 (YOY)	N/A	132.41%	-0.18%	-4.24%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	13.70%	18.02%	15.19%	13.39%	11.05%	9.30%
占主营业务利润比重	15.69%	23.84%	22.36%	17.58%	14.73%	12.60%
其他						
销售收入（百万元）	1.39	2.19	3.31	4.31	5.60	7.28
增长率 (YOY)	N/A	57.63%	51.17%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	38.01%	32.49%	40.70%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	0.86	1.48	1.96	2.80	3.64	4.73
增长率 (YOY)	N/A	71.66%	32.79%	42.50%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	0.53	0.71	1.35	1.51	1.96	2.55
增长率 (YOY)	N/A	34.74%	89.37%	11.79%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	0.31%	0.39%	0.53%	0.55%	0.54%	0.53%
占主营业务利润比重	0.41%	0.36%	0.64%	0.59%	0.58%	0.59%
销售总收入（百万元）	443.87	566.72	627.91	783.79	1044.81	1364.67
销售总成本（百万元）	314.86	369.42	417.99	528.09	709.13	932.99
毛利（百万元）	129.00	197.30	209.92	255.71	335.68	431.68
平均毛利率	29.06%	34.81%	33.43%	32.62%	32.13%	31.63%

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	444	567	628	784	1,045	1,365
增长率		27.7%	10.8%	24.8%	33.3%	30.6%
主营业务成本	-315	-369	-418	-528	-709	-933
% 销售收入	70.9%	65.2%	66.6%	67.4%	67.9%	68.4%
毛利	129	197	210	256	336	432
% 销售收入	29.1%	34.8%	33.4%	32.6%	32.1%	31.6%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-7
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12	-15	-17	-21	-28	-36
% 销售收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-34	-44	-52	-67	-91	-120
% 销售收入	7.6%	7.8%	8.3%	8.5%	8.7%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	82	135	138	164	212	269
% 销售收入	18.4%	23.8%	22.0%	21.0%	20.3%	19.7%
财务费用	-7	-11	-3	12	24	28
% 销售收入	1.6%	1.9%	0.5%	-1.5%	-2.3%	-2.0%
资产减值损失	1	0	-2	-1	-2	-2
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	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	75	124	133	175	234	294
营业利润率	17.0%	21.8%	21.1%	22.4%	22.4%	21.6%
营业外收支	2	0	5	3	3	3
税前利润	78	124	137	178	237	297
利润率	17.5%	21.9%	21.9%	22.8%	22.7%	21.8%
所得税	-13	-15	-19	-27	-36	-45
所得税率	16.2%	11.8%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	65	110	118	152	201	253
少数股东损益	2	3	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	63	107	115	148	198	249
净利率	14.1%	18.8%	18.3%	18.9%	19.0%	18.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	65	110	118	152	201	253
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	32	37	41	66	90
非经营收益	8	10	3	-1	-3	-3
营运资金变动	-1	-12	-40	-21	-63	-64
经营活动现金净流	91	140	118	171	201	275
资本开支	-86	-76	-49	-440	-1	-2
投资	0	-2	-3	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-86	-78	-52	-441	-1	-2
股权募资	0	0	0	1,229	-25	0
债权募资	-10	5	-38	-72	0	1
其他	-43	-13	-22	-1	-65	-65
筹资活动现金净流	-53	-8	-60	1,155	-90	-64
现金净流量	-47	54	5	885	111	210

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	79	132	138	1,022	1,133	1,342
应收款项	110	96	167	178	251	328
存货	114	113	113	158	212	278
其他流动资产	12	11	8	15	20	25
流动资产	315	353	426	1,373	1,615	1,974
% 总资产	61.0%	59.7%	62.3%	67.5%	72.9%	79.2%
长期投资	0	0	5	6	5	5
固定资产	185	204	218	615	552	464
% 总资产	35.9%	34.6%	31.9%	30.2%	24.9%	18.6%
无形资产	16	32	33	38	42	46
非流动资产	202	238	258	661	601	518
% 总资产	39.0%	40.3%	37.7%	32.5%	27.1%	20.8%
资产总计	516	590	684	2,034	2,216	2,492
短期借款	73	78	40	0	0	0
应付款项	164	134	154	187	250	329
其他流动负债	19	0	10	84	91	100
流动负债	256	213	205	271	342	429
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	20	29	32	0	0	0
负债	276	241	237	271	342	430
普通股股东权益	235	341	440	1,753	1,861	2,046
少数股东权益	9	10	11	14	17	21
负债股东权益合计	520	593	688	2,038	2,220	2,497

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.391	0.666	0.718	0.690	0.921	1.159
每股净资产	1.468	2.134	2.752	8.153	8.658	9.517
每股经营现金净流	0.572	0.874	0.736	0.794	0.935	1.280
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	26.65%	31.22%	26.09%	8.46%	10.64%	12.18%
总资产收益率	12.03%	17.98%	16.70%	7.28%	8.92%	9.99%
投入资本收益率	21.58%	27.68%	24.13%	7.91%	9.59%	11.04%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	27.68%	10.80%	24.83%	33.30%	30.61%
EBIT增长率	N/A	64.96%	2.33%	19.21%	28.88%	26.78%
净利润增长率	N/A	70.27%	7.80%	29.11%	33.56%	25.83%
总资产增长率	N/A	13.92%	16.07%	197.41%	8.97%	12.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	47.6	49.0	55.0	60.0	60.0
存货周转天数	67.3	113.6	99.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	71.3	111.6	99.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	150.8	126.5	126.6	83.1	192.4	124.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.28%	-16.03%	-21.62%	-57.85%	-60.30%	-64.91%
EBIT利息保障倍数	11.7	12.8	44.8	-13.8	-8.7	-9.7
资产负债率	53.07%	40.67%	34.46%	13.31%	15.39%	17.22%

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