

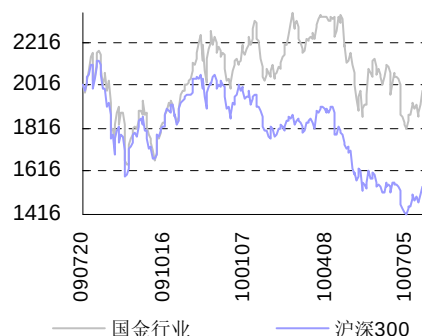
**青龙管业 (002457.SZ) 其它非金属行业**
**新股研究**

目标价格（人民币）：21.57-26.97 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)        | 25.00   |
| 发行 A 股数量(百万股) | 35.00   |
| 总股本(百万股)      | 104.58  |
| 国金其它非金属指数     | 1930.76 |
| 沪深 300 指数     | 2741.50 |
| 中小板指数         | 5586.83 |


**公司基本情况(人民币)**

| 项 目         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.850  | 1.119  | 1.079  | 1.368  | 1.584  |
| 每股净资产(元)    | 3.98   | 4.68   | 10.85  | 12.08  | 13.67  |
| 每股经营性现金流(元) | 0.03   | 0.41   | 1.66   | 1.42   | 1.71   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 22.06  | 46.73  | 46.73  | 46.73  | 46.73  |
| 净利润增长率(%)   | 22.23% | 57.60% | 28.67% | 26.81% | 15.81% |
| 净资产收益率(%)   | 21.36% | 23.93% | 9.94%  | 11.32% | 11.59% |
| 总股本(百万股)    | 87.38  | 104.58 | 139.58 | 139.58 | 139.58 |

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**

- 公司主要从事供水、排水管道的研发、制造和销售，是西北地区最大的供排水管道生产企业，产品在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）市场占有率稳居第一。
- 公司所在供排水管道行业处于长期稳定增长阶段：
  - 长期看，随着城镇化进程的不断加快及人均用水需求的提升，水资源短缺问题将越发突出，管道输水所具有的安全、环保和节水的优势决定了供排水管道行业长期处于良好发展形势；
  - 短期看，农村饮水安全改造、城市供水和管网建设、城市防洪排涝及第二水源建设、南水北调等诸多工程的加快建设都将持续为行业发展贡献力量。
- 公司在西北及京津唐地区推行的“区域集聚战略”最能适应当前管道行业发展现状，伴随该战略的有效实施，公司能够在未来较长时期内保持稳定增长的发展态势。
  - 从行业格局看，当前行业仍处于瓜分市场阶段，此为公司推行“区域化”战略奠定了现实基础；
  - 从客观条件看，区域化即意味着低成本：1，集中采购带来的原材料采购成本降低；2，有条件集中力量构建深层营销网络；3，设备利用率提高；4，运输费用降低；
  - 从核心竞争力角度，区域化即意味着品牌：做精一个市场，拥有完善的营销渠道和广泛的知名度，才是实现管道企业可持续发展的关键所在。
- 我们预测 2010-2012 年，公司归属母公司净利润分别为 1.51、1.91、2.21 亿元，同比增长 28.67%、26.81%、15.81%。按照发行 3500 万股本，即按照总股本 1.4 亿股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 1.079 元、1.368 元、1.584 元。
- 参考目前供排水管道行业上市公司的平均估值水平并考虑公司在行业中的地位及经营特色，我们给予公司 2010 年 20-25 倍 PE，对应公司的合理估值区间为 21.57-26.97 元/股。

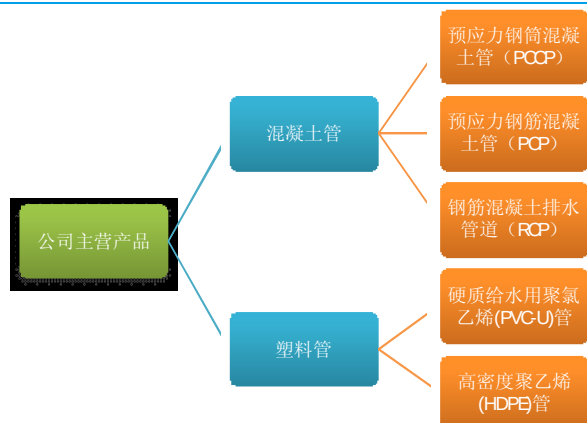
**贺国文** 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261  
 (8621)61038234  
 hegww@gjzq.com.cn

## 公司简介：西北地区供排水管道龙头

### 产品分“混凝土管”和“塑料管”两大类，西北是主要销售区域

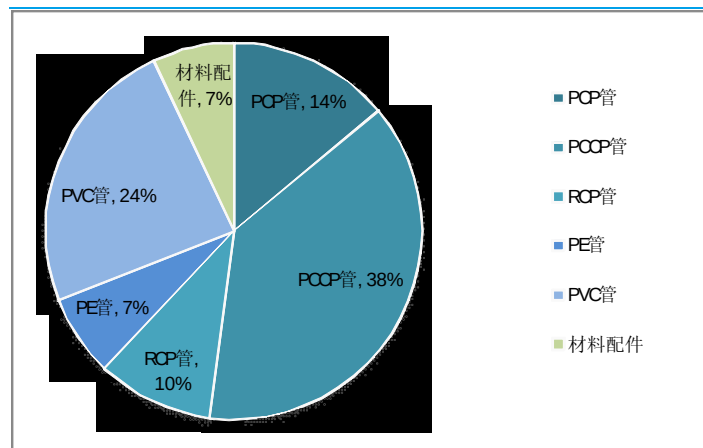
- 公司主要从事供水、排水管道的研发、制造和销售，同时根据客户需求生产少量其他用途压力管道。
- 公司的主要产品分为混凝土管和塑料管两大系列，其中混凝土管道包括预应力钢筒混凝土管（PCCP）、预应力钢筋混凝土管（PCP）和钢筋混凝土排水管道（RCP）三大类产品；塑料管道包括硬质给水用聚氯乙烯（PVC-U）管和高密度聚乙烯（HDPE）管两大类产品。

图表1：公司主营产品分类

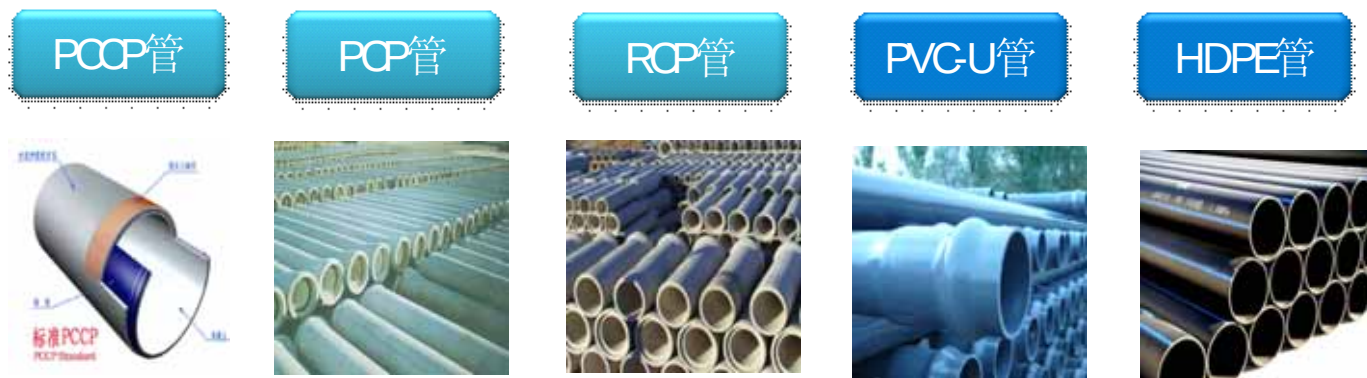


来源：招股书、国金证券研究所

图表2：09 年公司营业收入构成



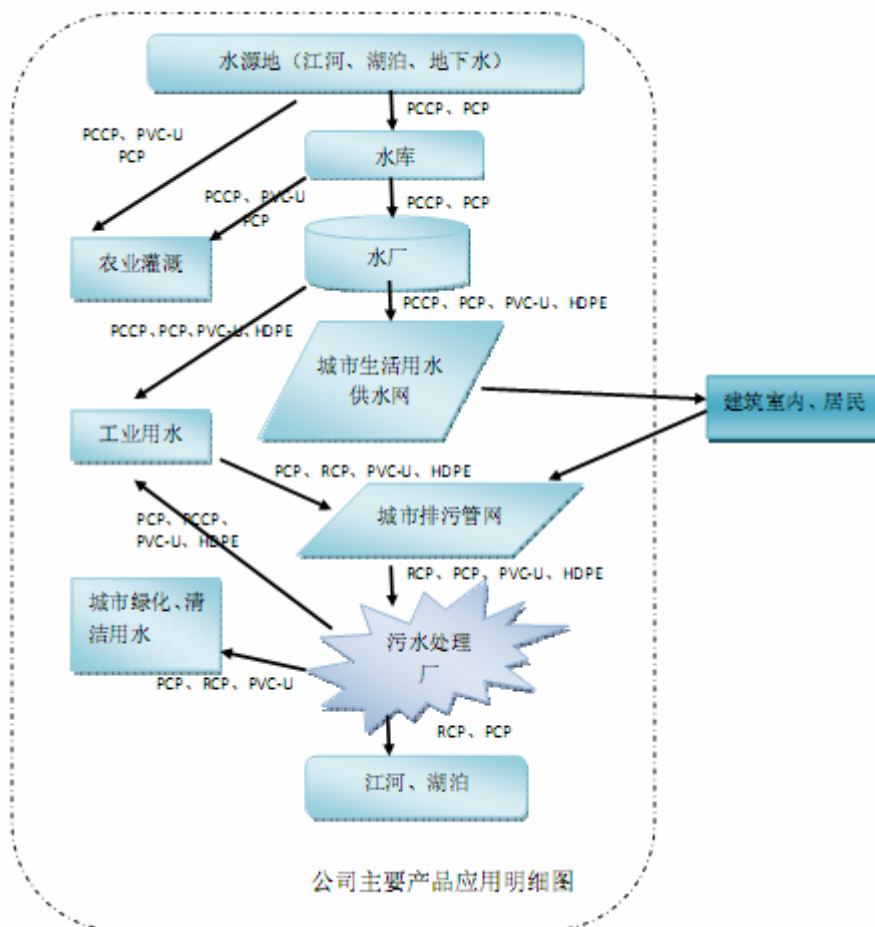
图表3：公司主营产品展示图



来源：招股书、国金证券研究所

- 公司产品主要应用于水利、市政、电力、通讯、化工、工矿企业和公路、铁路等基础设施行业，使用客户主要为水利建设、市政建设、道路建设等政府主管部门、工矿企业和建筑施工企业等。

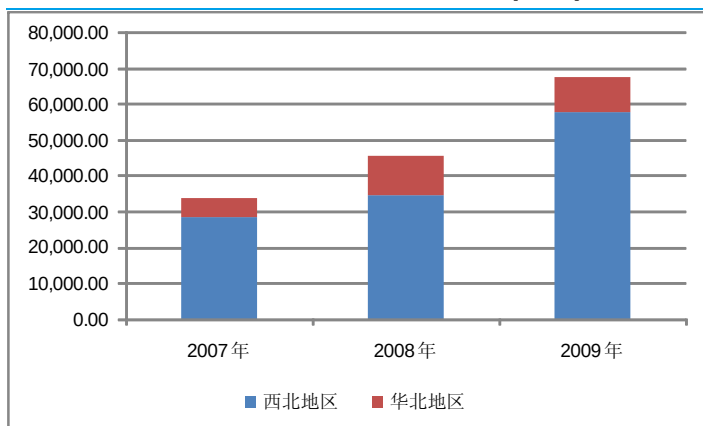
图表4：公司产品主要应用范围



来源：招股书、国金证券研究所

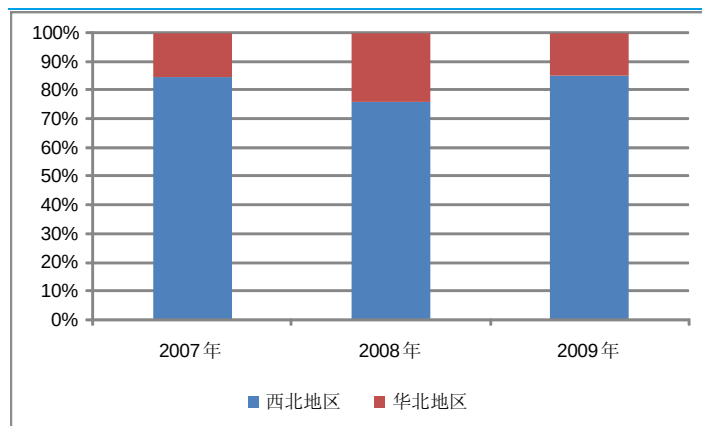
- 报告期内，西北地区主营业务收入约占公司总收入比例的 80%，是公司核心业务区域；未来随着公司对北京、天津、河北、山西等市场的开拓力度不断加大，华北地区的业务比重有望进一步提升。

图表5：公司主营业务保持快速增长势头 (万元)



来源：招股书、国金证券研究所

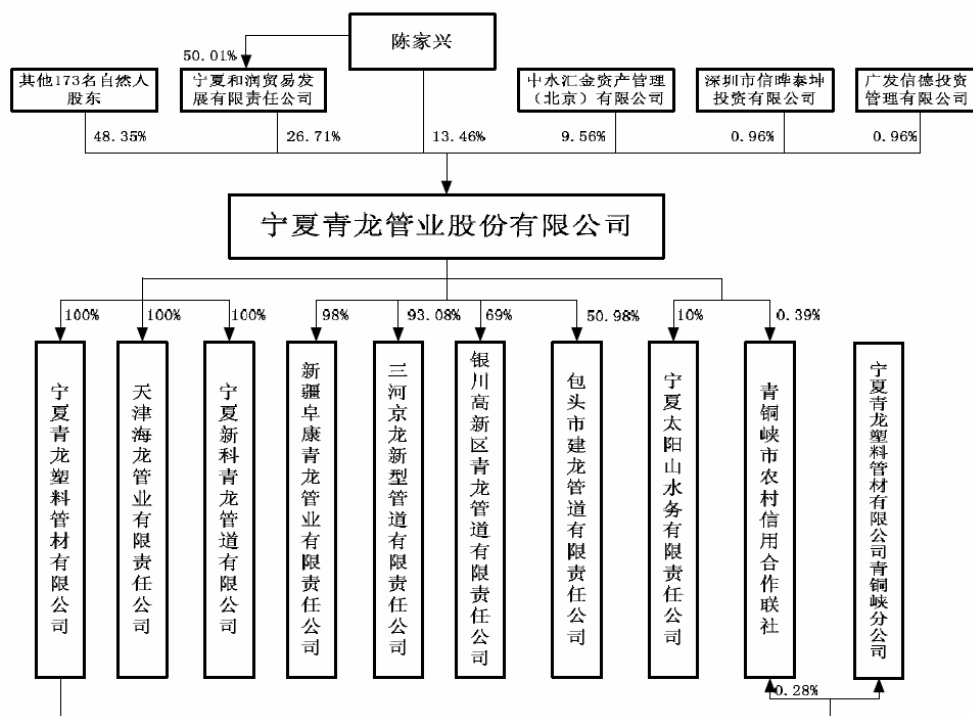
图表6：西北地区是公司核心业务市场



### 公司股权结构及发行情况

- 公司的股权结构如下：

图表7：公司股权结构图



来源：招股书、国金证券研究所

- 发行前公司总股本为 10,458 万股，本次拟发行 3,500 万股流通股，发行后公司总股本 13958 万股。

图表8：本次发行前后股本结构

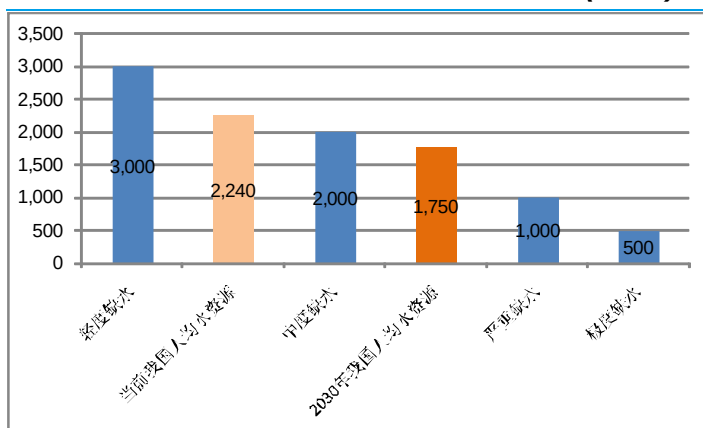
| 股东名称       | 发行前         |         | 发行后         |         |
|------------|-------------|---------|-------------|---------|
|            | 股份数量<br>(股) | 比例      | 股份数量<br>(股) | 比例      |
| 一，有限售条件流通股 | 104,580,000 | 100.00% | 104,580,000 | 74.92%  |
| 其中：和润发展    | 27,935,229  | 26.71%  | 27,935,229  | 20.01%  |
| 陈家兴        | 14,072,794  | 13.46%  | 14,072,794  | 10.08%  |
| 中水汇金       | 10,000,000  | 9.56%   | 10,000,000  | 7.16%   |
| 其他175 名股东  | 52,571,977  | 50.27%  | 52,571,977  | 37.66%  |
| 二，无限售条件流通股 | -           | -       | 35,000,000  | 25.08%  |
| 三，股本总额     | 104,580,000 | 100.00% | 139,580,000 | 100.00% |

来源：招股书、国金证券研究所

## 城镇化进程将推动管道行业长期稳定向前发展

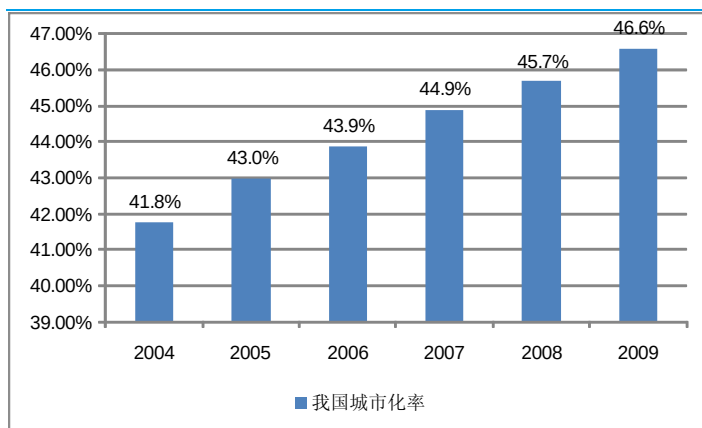
- 我国人均淡水资源占有量仅为世界平均水平的四分之一，随着城镇化进程的不断加快，水资源短缺问题将越发突出。

图表9：我国人均淡水资源占有量仅为世界1/4 (m<sup>3</sup>/人)



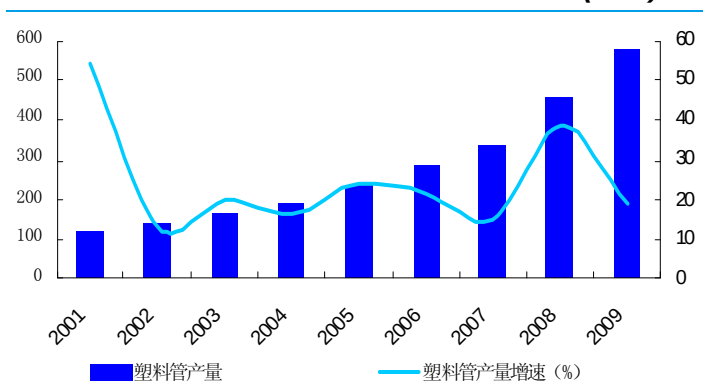
来源：国金证券研究所

图表10：未来我国城镇化率将进一步提高



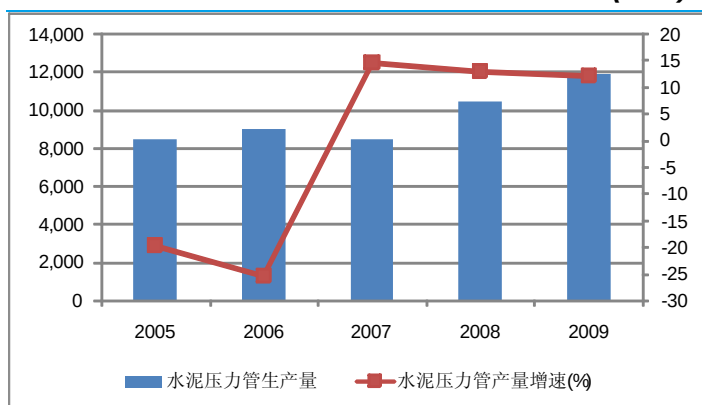
- 管道输水较之其他输水方式具有更加安全、环保和节约水资源的比较优势，进而管道行业面临长期良好发展形势。
- 市场容量方面：
  - 对混凝土管道，2009 年，PCCP 全年产量达 1,560 公里，PCP 全年产量达 2,950 公里，RCP 全年产量达 18,220 公里；
  - 对于塑料管道，2009 年，塑料管道产量达 580 万吨，预计到 2010 年，市场需求量将达到 700 万吨左右。

图表11：我国塑料管道产量保持快速增长势头 (万吨)



来源：华通数据、国金证券研究所

图表12：我国水泥压力管产量保持稳定增长局面 (千米)



- 未来增长驱动力方面：
  - 混凝土管主要用于水利及市政水务主干管网工程，管网工程属于城市建设当中的基础设施，因此政府的规划及投资对于需求层面的影响起着至关重要的作用。

**图表13：能够带动混凝土管需求的规划项目**

| 规划分类              | 规划名称                            | 规划内容                                                                                                                                                              |
|-------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1, 农业、农村用水规划      | 《水利发展“十一五”规划》                   | “十一五”期间，全国新增年供水能力300亿m <sup>3</sup> ，净增有效灌溉面积2,000万—3,000万亩；新增工程节水灌溉面积1.5亿亩；大江大河重点防洪保护区基本达到规划规定的防洪标准；新增水土流失治理面积 25 万平方公里，实施生态修复面积30万平方公里。到2010年，解决农村1.6亿人的饮水安全问题。 |
| 2, 城市用水规划         | 《市政公用事业“十一五”规划》                 | 到2010 年全国城市用水普及率不低于95%，污水处理率不低于70%。城市供水建设和管网建设总投资额超过20,000亿元。                                                                                                     |
| 3, 城市防洪排涝及第二水源的建设 | 《城市供水 2010 年技术进步发展规划及2020年远景目标》 | 城市供水安全已经成为现代化城市安全和防灾体系的重要组成部分，有条件的城市应当建设备用水源，城市供水水源原则上不应少于两个。                                                                                                     |

来源：国金证券研究所

- 塑料管道广泛应用于建筑给排水、城乡给排水、城市燃气等众多领域。
- 根据《国家化学建材产业“十一五”计划和 2010 年发展规划纲要》，到 2010 年，在全国新建、改建、扩建工程中，建筑排水管道 80%将采用塑料管，城市排水管道塑料管使用量将达到 30%，建筑给水、热水供应和供暖管 75%将采用塑料管，城市排水管道 70%将采用塑料管，村镇供水管道 80%将采用塑料管，城市燃气塑料管的应用量达到 40%，电线穿护套 90%将采用塑料管。
- 与国外发达国家相比，我国在塑料管材业还存在很大发展空间：如 2005 年，美国 UPVC 管材和 PE 管材总产量 307.5 万吨，人均消费 12.1 公斤；日本总产量 95.3 万吨，人均消费 7.67 公斤；而 2007 年我国塑料管材总产量仅 350 万吨，人均消费量还不足 2.70 公斤。根据国家建设部的资料，未来十年国内的塑料管道市场需求高达 8,000 亿元。

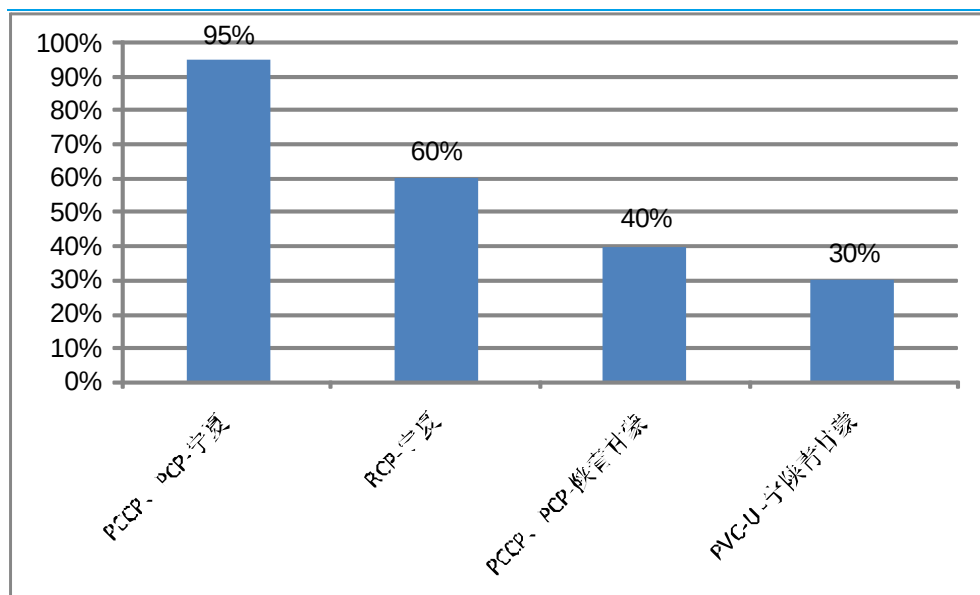
## 区域集聚战略保证公司长期稳健增长

### 西强而东扩，公司将西部成功模式向东复制

- 公司在西北地区的市场占有率第一：公司产品主要销售区域为西北地区，“青龙”牌管道在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）拥有良好的声誉，市场占有率第一。



图表14：公司各类产品在西北地区市场占有率居行业领先地位



来源：招股书、国金证券研究所

■ 公司对西北市场具有很强的控制力：

- 行业区域割据形势初步形成：截至 2008 年底，我国的混凝土压力管道生产企业有 130 多家，全国规模以上企业不到 10 家。混凝土管道行业已初步形成区域化竞争的格局。行业内排名靠前的企业均有其核心市场区域。
- 西北地区主要竞争对手是国统股份：在西北混凝土管企业中仅有国统股份能够对公司规模、产品质量等方面构成竞争。此外行业内规模较大的企业例如山东电力管道工程公司、北京河山引水管业有限公司等在西北地区也有一小部分市场份额，但由于混凝土管道市场半径制约，该区域内这些企业的市场竞争力较弱。

图表15：青龙管业与国统股份基本情况比较

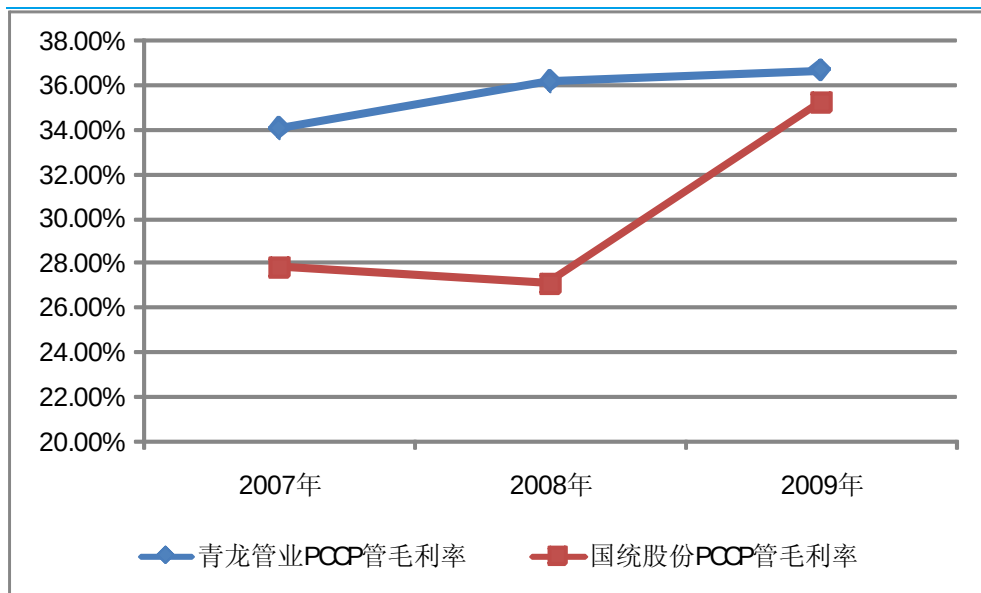
|      | 主要产品                | PCCP管主要市场       | 2009年PCCP产能 | 2011年PCCP产能 |
|------|---------------------|-----------------|-------------|-------------|
| 青龙管业 | PCCP、PCP、RCP、PVC、PE | 西北五省(宁陕青甘蒙)、京津唐 | 200Km       | 315Km       |
| 国统股份 | PCCP、PVC、PE、盾构环片    | 新疆、广东、京津        | 220Km       | 600Km       |

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 公司较高的区域控制力对应着较高的盈利能力：

- 公司的混凝土管道毛利率在近三年略高于国统股份，主要由于混凝土管道核心市场占有率较高，PCCP、PCP 具有较强竞争优势，区域内的重点工程主要应用公司的混凝土管道产品，保证了较高的毛利率。
- 国统股份生产的 PCCP 除在新疆地区市场占有率较高外，其在华北和华南市场面临较强的竞争，因而其综合毛利率较公司低。

图表16：公司PCCP管较高的市场控制力对应较高的毛利率水平



来源：招股书、国金证券研究所

■ 东扩思路的体现：募投项目重点在于开拓“京津唐”市场

- 从募投项目看，公司将大部分新增产能投入到天津地区，未来“京津唐”地区将成为公司下一步实施区域化战略的重点区域。

图表17：本次募投项目情况

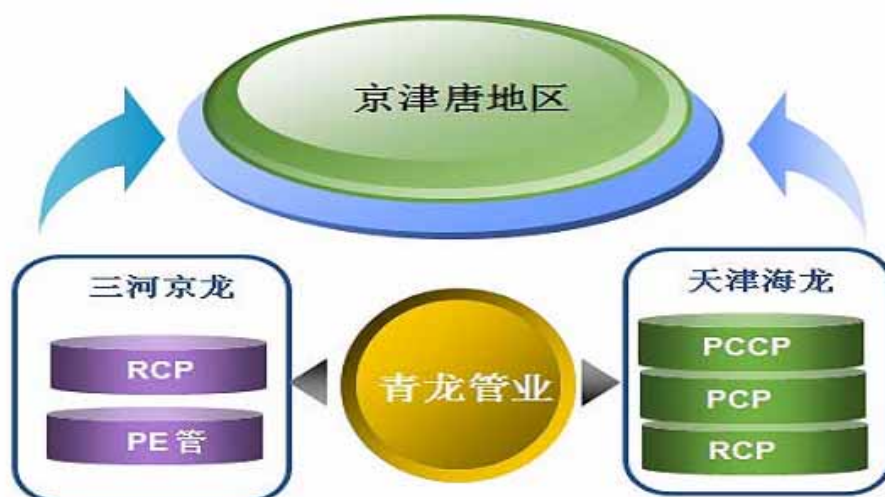
| 募投项目名称                       | 项目产品             | 计划新增产能 | 项目建设地点 | 募投金额(万元) |
|------------------------------|------------------|--------|--------|----------|
| 钢丝网骨架增强塑料(聚乙烯)复合管技改项目        | 钢丝网骨架增强塑料(PE)复合管 | 1155t  | 宁夏青铜峡  | 2045.41  |
| 天津海龙管业有限公司一期建设项目             | RCP              | 90km   | 天津     | 4,980.00 |
| 天津海龙管业有限公司二期建设项目             | PCP              | 90km   | 天津     | 7,860.00 |
|                              | PCCP             | 55km   |        |          |
| 预应力钢筒混凝土管(PCCP-L、PCCP-E)扩建项目 | PCCP-E           | 40km   | 宁夏青铜峡  | 9,010.92 |
|                              | PCCP-L           | 20km   |        |          |
| 企业技术中心建设项目                   | 无具体产品            |        | 公司本部   | 1,420.10 |

来源：招股书、国金证券研究所

- 公司现有控股子公司三河京龙位于河北三河燕郊，其主要产品 RCP 和 PE 管道等产品已成功进入了“京津唐”地区市场，其中 RCP 在北京市场占有率已经达到；
- 三河京龙生产的部分 PE 管材在“首都机场三号航站楼”、“空客 A320 中国天津总装线项目”以及北京奥运会的主场馆“鸟巢”、“水立方”、“五棵松篮球馆”等场馆的建设中得到运用，为宣传公司产品取得良好效果；
- 通过本次募集资金投资建设项目，天津海龙与三河京龙在“京津唐”地区形成产品互补、营销协同的协同态势。



图表18：公司在京津唐地区的业务框架



来源：招股书、国金证券研究所

### 区域集聚战略是公司未来发展的最优选择

我们的观点：我们总体上认同公司在西北及京津唐地区推行“区域集聚战略”的发展思路，我们认为该战略最能适应管道行业当前现状，伴随该战略的有效实施，公司能够在未来较长时期内保持稳定增长的发展态势，理由如下：

- 管道行业走“低成本”扩张路线行不通：
  - 运输半径限制单一企业扩张：供、排水管道产品普遍存在 500 公里左右运输半径，决定了单一生产企业无法覆盖全国市场，运输成本的限制是摆在低成本扩张者面前的最大的障碍；

图表19：各类供排水管道的运输半径比较

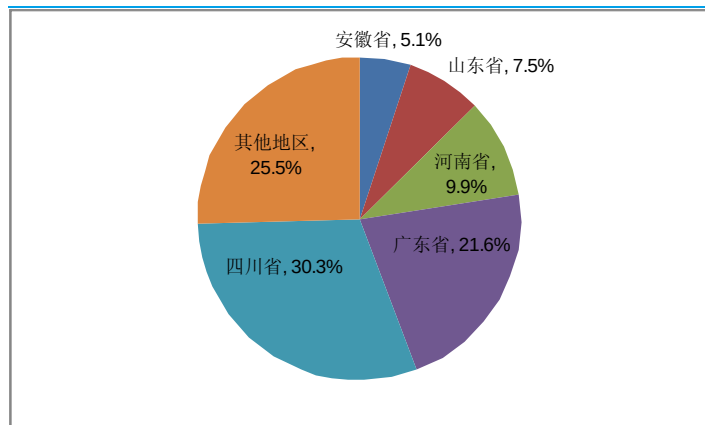
| 供排水管分类 | 运输半径       |
|--------|------------|
| 混凝土管   | 200-500公里  |
| PE塑料管  | 500公里左右    |
| PPR塑料管 | 500-1000公里 |

来源：国金证券研究所

- 激烈市场竞争压缩市场空间：供、排水管道行业属完全竞争行业，中小企业仍然是市场参与的主体，恶性竞争时现，在此情况下盲目进行外延扩张、异地建厂无疑蕴含很大风险，这决定了该行业内并不存在固定的低成本盈利模式。
- 同质化的产品无法造就差异化的盈利模式：
  - 产品技术含量较低：由于供、排水管道品种繁多，应用领域广泛，具体表现为行业内的企业通常选择若干种特定用途的管道进行专业化生产，然而即便如此，单一产品的技术壁垒并不高，这是建材加工类企业普遍存在的现象；

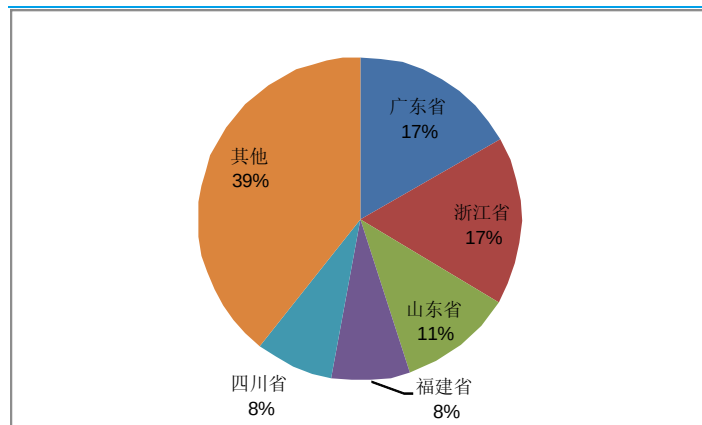
- **劣质产品充斥市场：**供、排水管道的产品属性并不被多数人所熟知，这为劣质产品的存在创造了条件，而大量假冒、劣质产品充斥市场也断送了产品差异化的成长空间。
- **走“区域化”的发展路线是管道企业发展的不二选择：**
  - **从行业格局看，当前行业仍处于瓜分市场阶段，很多区域的产品供应仍以小企业为主，并未形成具有规模优势和管理优势的大型优势企业，此为公司推行“区域化”战略的现实基础；**

图表20：我国水泥压力管产量分布不均



来源：华通数据、国金证券研究所

图表21：我国塑料管道产量分布不均



- **从客观条件看，区域化即意味着低成本：**1，集中采购带来的原材料采购成本降低；2，有条件集中力量构建深层营销网络；3，设备利用率提高；4，运输费用降低；
- **从核心竞争力角度，区域化即意味着品牌效应提升：**只有做精一个市场，拥有完善的营销渠道和广泛的知名度，才能获得稳定的客户资源和品牌溢价，并最终在与假冒、劣质产品的竞争中掌握主动。

## 公司竞争优势

- **品牌优势：公司享有 5%~10%的品牌溢价**
  - 公司生产的“青龙”牌管道拥有五大系列十二个品种近千个规格的产品，在市场上拥有良好的声誉，拥有 5%~10%的品牌溢价。
- **生产技术优势：高耐压技术填补国内空白**
  - 国内其它厂家生产的塑料管最高耐压等级通常为 1.6Mpa，公司在 2008 年 9 月研发出抗压等级为 2.0MPa 和 2.5Mpa 的 PVC-U 塑料管道，该新产品为行业内首创、填补了国内空白，通过了宁夏自治区经委的新产品鉴定。
  - 2009 年 10 月 26 日，国家知识产权局向青龙塑管出具了发明名称为“一种耐热、耐磨 PVC 塑料管材”的专利申请受理通知书。公司的这一技术水平推动了塑料给水管道在市政及建筑工程中的应用。
- **产品结构优势：全方位满足客户的需求**
  - 公司产品主要应用于水利、市政等基础设施行业。使用客户主要为水利建设、市政建设、道路建设等政府主管部门，上述工程的共同特点在于不同的工段有可能需要材质不同的管道，公司产品覆盖混凝土管道和塑料管道，压力管道品种齐全，产品结构完善，能全方位的满足客户对产品种类的需求。

## 盈利预测与说明

- 根据公司生产经营情况及行业发展趋势，我们假设未来 3 年公司产品毛利率较之 09 年毛利率水平保持稳中略降趋势，2010~2012 年毛利率分别为 32.55%、32.42%、32.25%
- 我们假设 2010~2012 年公司营业费用率分别为 6.5%、6.5%、6.5%；管理费用率为 5.5%、5.5%、5.5%；
- 未来按照 16.5%的税率征收所得税；
- 基于以上假设，我们得出：
  - 2010~2012 年，公司实现营业收入分别为 8.8、10.7、12.6 亿元，同比增长 20.7%、21.6%、17.8%；
  - 我们预测 2010~2012 年，公司归属母公司净利润分别为 1.51、1.91、2.21 亿元，同比增长 28.67%、26.81%、15.81%。按照发行 3500 万股本，即按照总股本 1.4 亿股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 1.079 元、1.368 元、1.584 元。

## 股票估值与定价

- 目前供排水管道行业上市公司的平均估值水平为 2010 年 24.8 倍、2011 年 19.5 倍，鉴于公司在行业中的地位及经营特色，我们给予公司 2010 年 20~25 倍 PE，对应公司的合理估值区间为 21.57~26.97 元/股。

图表22：可比上市公司估值

| 同行业上市公司 | 收盘价(元)    | EPS(元) |       |       | PE    |       |       |
|---------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2010-7-19 | 2010E  | 2011E | 2011E | 2010E | 2011E | 2011E |
| 国统股份    | 21.41     | 0.68   | 0.92  | 1.20  | 31.7  | 23.4  | 17.8  |
| 凌云股份    | 13.14     | 0.74   | 0.89  | 1.06  | 17.8  | 14.7  | 12.3  |
| 沧州明珠    | 16.44     | 0.69   | 0.83  | 0.94  | 23.9  | 19.8  | 17.5  |
| 伟星新材    | 17.34     | 0.67   | 0.86  | 1.18  | 25.9  | 20.2  | 14.7  |
| 平均均值    |           |        |       |       | 24.8  | 19.5  | 15.6  |

来源：WIND、国金证券研究所

## 风险提示

- 同行业竞争加剧的风险：未来公司将“京津唐”地区作为重点开拓的市场，而较之西北地区，该区域周边北京、山东等地分布有竞争实力更强的大型企业，公司对该市场的拓展存在引发区域内激烈价格竞争的风险。

图表23：三大报表预测

| 项 目          | 2007   | 2008      | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| <b>PCP管</b>  |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 71.80  | 91.31     | 98.43   | 120.00 | 150.00 | 180.00 |
| 增长率（YOY）     |        | 27.17%    | 7.79%   | 21.91% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利率          | 36.99% | 35.22%    | 35.24%  | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 销售成本（百万元）    | 45.24  | 59.15     | 63.74   | 78.00  | 97.50  | 117.00 |
| 增长率（YOY）     |        | 30.75%    | 7.76%   | 22.37% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利（百万元）      | 26.56  | 32.16     | 34.69   | 42.00  | 52.50  | 63.00  |
| 增长率（YOY）     |        | 21.09%    | 7.86%   | 21.08% | 25.00% | 20.00% |
| 占总销售额比重      | 20.36% | 17.77%    | 13.50%  | 13.64% | 14.02% | 14.29% |
| 占主营业务利润比重    | 27.64% | 21.61%    | 14.52%  | 14.66% | 15.13% | 15.50% |
| <b>PCCP管</b> |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 38.77  | 53.67     | 276.93  | 360.00 | 470.00 | 580.00 |
| 增长率（YOY）     |        | 38.42%    | 416.00% | 30.00% | 30.56% | 23.40% |
| 毛利率          | 34.10% | 36.16%    | 36.66%  | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| 销售成本（百万元）    | 25.55  | 34.26     | 175.41  | 230.40 | 300.80 | 371.20 |
| 增长率（YOY）     |        | 34.09%    | 411.96% | 31.35% | 30.56% | 23.40% |
| 毛利（百万元）      | 13.22  | 19.41     | 101.52  | 129.60 | 169.20 | 208.80 |
| 增长率（YOY）     |        | 46.78%    | 423.14% | 27.66% | 30.56% | 23.40% |
| 占总销售额比重      | 10.99% | 10.44%    | 37.98%  | 40.91% | 43.93% | 46.03% |
| 占主营业务利润比重    | 13.76% | 13.04%    | 42.49%  | 45.25% | 48.77% | 51.38% |
| <b>RCP管</b>  |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 65.86  | 99.48     | 73.78   | 90.00  | 110.00 | 130.00 |
| 增长率（YOY）     |        | 51.04%    | -25.84% | 21.99% | 22.22% | 18.18% |
| 毛利率          | 30.39% | 40.21%    | 36.00%  | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 销售成本（百万元）    | 45.85  | 59.48     | 47.22   | 58.50  | 71.50  | 84.50  |
| 增长率（YOY）     |        | 29.73%    | -20.61% | 23.90% | 22.22% | 18.18% |
| 毛利（百万元）      | 20.02  | 40.00     | 26.56   | 31.50  | 38.50  | 45.50  |
| 增长率（YOY）     |        | 99.84%    | -33.60% | 18.60% | 22.22% | 18.18% |
| 占总销售额比重      | 18.67% | 19.35%    | 10.12%  | 10.23% | 10.28% | 10.32% |
| 占主营业务利润比重    | 20.83% | 26.87%    | 11.11%  | 11.00% | 11.10% | 11.20% |
| <b>PVC管</b>  |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 115.26 | 156.79    | 176.28  | 200.00 | 220.00 | 240.00 |
| 增长率（YOY）     |        | 36.03%    | 12.43%  | 13.45% | 10.00% | 9.09%  |
| 毛利率          | 22.80% | 25.84%    | 31.37%  | 31.00% | 29.00% | 27.00% |
| 销售成本（百万元）    | 88.98  | 116.28    | 120.98  | 138.00 | 156.20 | 175.20 |
| 增长率（YOY）     |        | 30.67%    | 4.05%   | 14.07% | 13.19% | 12.16% |
| 毛利（百万元）      | 26.28  | 40.51     | 55.30   | 62.00  | 63.80  | 64.80  |
| 增长率（YOY）     |        | 54.16%    | 36.49%  | 12.12% | 2.90%  | 1.57%  |
| 占总销售额比重      | 32.68% | 30.50%    | 24.18%  | 22.73% | 20.56% | 19.05% |
| 占主营业务利润比重    | 27.35% | 27.22%    | 23.14%  | 21.65% | 18.39% | 15.94% |
| <b>PE管</b>   |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 49.72  | 57.09     | 53.98   | 60.00  | 70.00  | 80.00  |
| 增长率（YOY）     |        | 14.82%    | -5.46%  | 11.16% | 16.67% | 14.29% |
| 毛利率          | 20.67% | 17.95%    | 23.74%  | 23.00% | 22.00% | 21.00% |
| 销售成本（百万元）    | 39.45  | 46.84     | 41.16   | 46.20  | 54.60  | 63.20  |
| 增长率（YOY）     |        | 18.76%    | -12.13% | 12.24% | 18.18% | 15.75% |
| 毛利（百万元）      | 10.28  | 10.25     | 12.81   | 13.80  | 15.40  | 16.80  |
| 增长率（YOY）     |        | -0.29%    | 25.04%  | 7.69%  | 11.59% | 9.09%  |
| 占总销售额比重      | 14.10% | 11.11%    | 7.40%   | 6.82%  | 6.54%  | 6.35%  |
| 占主营业务利润比重    | 10.70% | 6.88%     | 5.36%   | 4.82%  | 4.44%  | 4.13%  |
| <b>其他业务</b>  |        |           |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）    | 11.26  | 55.65     | 49.68   | 50.00  | 50.00  | 50.00  |
| 增长率（YOY）     |        | 394.27%   | -10.73% | 0.64%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 毛利率          | -2.42% | 11.72%    | 16.26%  | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 销售成本（百万元）    | 11.53  | 49.13     | 41.60   | 42.50  | 42.50  | 42.50  |
| 增长率（YOY）     |        | 325.99%   | -15.31% | 2.15%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 毛利（百万元）      | -0.27  | 6.53      | 8.08    | 7.50   | 7.50   | 7.50   |
| 增长率（YOY）     |        | -2490.18% | 23.76%  | -7.13% | 0.00%  | 0.00%  |
| 占总销售额比重      | 3.19%  | 10.83%    | 6.81%   | 5.68%  | 4.67%  | 3.97%  |
| 占主营业务利润比重    | -0.28% | 4.38%     | 3.38%   | 2.62%  | 2.16%  | 1.85%  |

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        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>353</b>   | <b>514</b>   | <b>729</b>   | <b>880</b>   | <b>1,070</b> | <b>1,260</b> |
| 增长率                 |              | 45.7%        | 41.8%        | 20.7%        | 21.6%        | 17.8%        |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-257</b>  | <b>-365</b>  | <b>-490</b>  | <b>-594</b>  | <b>-723</b>  | <b>-854</b>  |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>72.8%</b> | <b>71.0%</b> | <b>67.2%</b> | <b>67.5%</b> | <b>67.6%</b> | <b>67.7%</b> |
| <b>毛利</b>           | <b>96</b>    | <b>149</b>   | <b>239</b>   | <b>286</b>   | <b>347</b>   | <b>406</b>   |
| % 销售收入              | 27.2%        | 29.0%        | 32.8%        | 32.5%        | 32.4%        | 32.3%        |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-2</b>    | <b>-2</b>    | <b>-2</b>    | <b>-3</b>    | <b>-3</b>    | <b>-4</b>    |
| % 销售收入              | 0.5%         | 0.5%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         |
| <b>营业费用</b>         | <b>-19</b>   | <b>-30</b>   | <b>-49</b>   | <b>-57</b>   | <b>-70</b>   | <b>-82</b>   |
| % 销售收入              | 5.4%         | 5.9%         | 6.8%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         |
| <b>管理费用</b>         | <b>-15</b>   | <b>-28</b>   | <b>-41</b>   | <b>-48</b>   | <b>-59</b>   | <b>-69</b>   |
| % 销售收入              | 4.2%         | 5.5%         | 5.7%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>61</b>    | <b>88</b>    | <b>146</b>   | <b>178</b>   | <b>215</b>   | <b>251</b>   |
| % 销售收入              | 17.2%        | 17.0%        | 20.0%        | 20.2%        | 20.1%        | 19.9%        |
| <b>财务费用</b>         | <b>-5</b>    | <b>-9</b>    | <b>-8</b>    | <b>-8</b>    | <b>3</b>     | <b>3</b>     |
| % 销售收入              | 1.3%         | 1.7%         | 1.0%         | 0.9%         | -0.3%        | -0.3%        |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-4</b>    | <b>-6</b>    | <b>-7</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>-1</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>投资收益</b>         | <b>19</b>    | <b>14</b>    | <b>8</b>     | <b>10</b>    | <b>10</b>    | <b>10</b>    |
| % 税前利润              | 25.8%        | 15.7%        | 5.5%         | 5.4%         | 4.3%         | 3.7%         |
| <b>营业利润</b>         | <b>72</b>    | <b>86</b>    | <b>140</b>   | <b>180</b>   | <b>228</b>   | <b>264</b>   |
| 营业利润率               | 20.3%        | 16.8%        | 19.2%        | 20.4%        | 21.3%        | 21.0%        |
| <b>营业外收支</b>        | <b>3</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     | <b>4</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>75</b>    | <b>90</b>    | <b>144</b>   | <b>184</b>   | <b>232</b>   | <b>268</b>   |
| 利润率                 | 21.3%        | 17.6%        | 19.7%        | 20.9%        | 21.7%        | 21.3%        |
| <b>所得税</b>          | <b>-11</b>   | <b>-13</b>   | <b>-24</b>   | <b>-30</b>   | <b>-38</b>   | <b>-44</b>   |
| 所得税率                | 14.2%        | 14.5%        | 16.7%        | 16.5%        | 16.5%        | 16.5%        |
| <b>净利润</b>          | <b>64</b>    | <b>77</b>    | <b>120</b>   | <b>154</b>   | <b>194</b>   | <b>224</b>   |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>4</b>     | <b>3</b>     | <b>3</b>     | <b>3</b>     | <b>3</b>     | <b>3</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>61</b>    | <b>74</b>    | <b>117</b>   | <b>151</b>   | <b>191</b>   | <b>221</b>   |
| 净利率                 | 17.2%        | 14.4%        | 16.0%        | 17.1%        | 17.8%        | 17.5%        |

**现金流量表（人民币百万元）**

|                 | 2007       | 2008       | 2009        | 2010E        | 2011E       | 2012E      |
|-----------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|------------|
| <b>净利润</b>      | <b>64</b>  | <b>77</b>  | <b>120</b>  | <b>154</b>   | <b>194</b>  | <b>224</b> |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>   |
| <b>非现金支出</b>    | <b>14</b>  | <b>17</b>  | <b>22</b>   | <b>28</b>    | <b>41</b>   | <b>50</b>  |
| <b>非经营收益</b>    | <b>-15</b> | <b>-7</b>  | <b>-1</b>   | <b>5</b>     | <b>9</b>    | <b>12</b>  |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-21</b> | <b>-84</b> | <b>-99</b>  | <b>45</b>    | <b>-47</b>  | <b>-47</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>42</b>  | <b>3</b>   | <b>43</b>   | <b>231</b>   | <b>198</b>  | <b>239</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-22</b> | <b>-43</b> | <b>-94</b>  | <b>-209</b>  | <b>-125</b> | <b>-56</b> |
| <b>投资</b>       | <b>-9</b>  | <b>14</b>  | <b>8</b>    | <b>-1</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>   |
| <b>其他</b>       | <b>2</b>   | <b>3</b>   | <b>-22</b>  | <b>10</b>    | <b>10</b>   | <b>10</b>  |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-29</b> | <b>-27</b> | <b>-108</b> | <b>-200</b>  | <b>-115</b> | <b>-46</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>25</b>  | <b>48</b>  | <b>69</b>   | <b>875</b>   | <b>-19</b>  | <b>0</b>   |
| <b>债权募资</b>     | <b>7</b>   | <b>64</b>  | <b>-8</b>   | <b>183</b>   | <b>109</b>  | <b>-17</b> |
| <b>其他</b>       | <b>-3</b>  | <b>-2</b>  | <b>-54</b>  | <b>-14</b>   | <b>-23</b>  | <b>-26</b> |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>30</b>  | <b>109</b> | <b>7</b>    | <b>1,045</b> | <b>67</b>   | <b>-43</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>43</b>  | <b>85</b>  | <b>-58</b>  | <b>1,076</b> | <b>150</b>  | <b>150</b> |

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        |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>93</b>  | <b>172</b> | <b>124</b> | <b>1,200</b> | <b>1,350</b> | <b>1,500</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>144</b> | <b>159</b> | <b>217</b> | <b>240</b>   | <b>292</b>   | <b>344</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>145</b> | <b>176</b> | <b>298</b> | <b>276</b>   | <b>337</b>   | <b>398</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>25</b>  | <b>93</b>  | <b>77</b>  | <b>97</b>    | <b>116</b>   | <b>136</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>407</b> | <b>601</b> | <b>716</b> | <b>1,814</b> | <b>2,095</b> | <b>2,378</b> |
| % 总资产           | 74.0%      | 78.5%      | 74.3%      | 80.9%        | 80.3%        | 81.9%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>30</b>  | <b>16</b>  | <b>10</b>  | <b>11</b>    | <b>10</b>    | <b>10</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>79</b>  | <b>81</b>  | <b>170</b> | <b>344</b>   | <b>423</b>   | <b>424</b>   |
| % 总资产           | 14.4%      | 10.6%      | 17.6%      | 15.4%        | 16.2%        | 14.6%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>31</b>  | <b>62</b>  | <b>61</b>  | <b>70</b>    | <b>79</b>    | <b>88</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>143</b> | <b>164</b> | <b>247</b> | <b>427</b>   | <b>515</b>   | <b>525</b>   |
| % 总资产           | 26.0%      | 21.5%      | 25.7%      | 19.1%        | 19.7%        | 18.1%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>550</b> | <b>765</b> | <b>964</b> | <b>2,241</b> | <b>2,610</b> | <b>2,903</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>57</b>  | <b>121</b> | <b>95</b>  | <b>280</b>   | <b>389</b>   | <b>371</b>   |
| <b>应付款项</b>     | <b>197</b> | <b>228</b> | <b>286</b> | <b>341</b>   | <b>415</b>   | <b>490</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>20</b>  | <b>36</b>  | <b>40</b>  | <b>50</b>    | <b>61</b>    | <b>72</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>274</b> | <b>385</b> | <b>421</b> | <b>671</b>   | <b>865</b>   | <b>933</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>18</b>  | <b>18</b>    | <b>18</b>    | <b>19</b>    |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>3</b>   | <b>1</b>   | <b>2</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>277</b> | <b>386</b> | <b>441</b> | <b>689</b>   | <b>883</b>   | <b>952</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>245</b> | <b>348</b> | <b>489</b> | <b>1,514</b> | <b>1,686</b> | <b>1,908</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>28</b>  | <b>31</b>  | <b>34</b>  | <b>37</b>    | <b>40</b>    | <b>43</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>550</b> | <b>765</b> | <b>964</b> | <b>2,241</b> | <b>2,610</b> | <b>2,903</b> |

**比率分析**

|               | 2007    | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 每股收益          | 0.805   | 0.850   | 1.119  | 1.079   | 1.368   | 1.584   |
| 每股净资产         | 3.247   | 3.979   | 4.675  | 10.850  | 12.082  | 13.666  |
| 每股经营现金净流      | 0.553   | 0.034   | 0.407  | 1.658   | 1.417   | 1.712   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 净资产收益率        | 24.78%  | 21.36%  | 23.93% | 9.94%   | 11.32%  | 11.59%  |
| 总资产收益率        | 11.04%  | 9.71%   | 12.14% | 6.72%   | 7.31%   | 7.62%   |
| 投入资本收益率       | 15.60%  | 14.96%  | 19.09% | 8.04%   | 8.42%   | 8.96%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | N/A     | 45.74%  | 41.85% | 20.70%  | 21.59%  | 17.76%  |
| EBIT增长率       | N/A     | 44.71%  | 66.50% | 22.03%  | 20.84%  | 16.78%  |
| 净利润增长率        | N/A     | 22.23%  | 57.60% | 28.67%  | 26.81%  | 15.81%  |
| 总资产增长率        | N/A     | 39.00%  | 26.00% | 132.52% | 16.48%  | 11.21%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 53.1    | 80.0    | 76.4   | 76.0    | 76.0    | 76.0    |
| 存货周转天数        | 103.4   | 160.8   | 176.6  | 170.0   | 170.0   | 170.0   |
| 应付账款周转天数      | 67.9    | 87.5    | 58.5   | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 固定资产周转天数      | 80.2    | 56.8    | 84.7   | 121.3   | 120.0   | 102.2   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -13.96% | -13.68% | -3.24% | -58.53% | -54.95% | -57.18% |
| EBIT利息保障倍数    | 13.0    | 10.2    | 19.1   | 22.0    | -67.9   | -77.8   |
| 资产负债率         | 50.34%  | 50.43%  | 45.71% | 30.75%  | 33.84%  | 32.79%  |

**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