

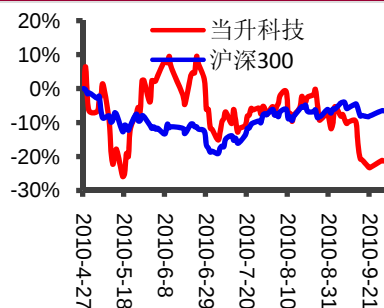


化工
Chemistry

2010 年 10 月 11 日

市场数据	2010 年 10 月 8 日
当前价格 (元)	50.28
52 周价格区间 (元)	44.51-74
总市值 (百万)	3944.00
流通市值 (百万)	986.00
总股本 (万股)	8000
流通股 (万股)	2000
日均成交额 (百万)	74
近一月换手 (%)	58.7
Beta (2 年)	
第一大股东	北京矿冶研究总院
公司网址	www.easpring.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
当升科技	-16.2	-16.9	
沪深 300	-1.6	10.9	-2.3

王昕 杨杰 (协助)
+86 755 83025935
yangjie@jyzq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

当升科技 (300073) 调研报告

——国内锂电正极材料行业翘楚、畅享行业爆发式增长机遇

评级: 买入

赢利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	534.58	918.47	1285.27	1843.87
主营收入增长率 (%)	-9.52%	71.81%	39.94%	43.46%
净利润 (百万元)	40.12	51.81	89.18	135.68
净利润增长率 (%)	17.37%	29.13%	72.13%	52.15%
每股收益 (元)	0.501	0.648	1.115	1.696
PE	96.55	77.64	45.11	29.65

资料来源: 金元证券研究所

● 国内锂电正极材料翘楚、技术优势突出。公司正极材料销量排全球第三位, 公司核心客户包括全球 6 大锂电池企业中的 5 家。公司钴酸锂技术处于国内先进水平, 并具备湿法沉淀多元前驱体制造技术和多元材料火法合成技术。公司自主生产四氧化三钴和多元材料前驱体, 产品一致性好。公司的技术实力和产品质量控制能力获得了全球锂电池巨头的认可。

● 产品结构不断完善, 畅享行业爆发式增长。公司钴酸锂实现了对全球锂电巨头的批量供货。新推出的锰酸锂已通过全球几家大型锂电池企业认证, 开始批量供货; 多元材料的国际大客户认证也取得阶段性进展; 磷酸铁锂正抓紧研发。我们预计在动力锂电池爆发式增长的拉动下, 2009-2015 年全球正极材料需求增速将达到 26% 左右。公司根据行业发展态势, 分阶段推出新产品、完善产品结构, 将充分受益锂电池行业的爆发式增长。未来公司或通过并购等手段进入其他正极材料领域, 将提升锂电材料产业的规模效应和协同效应。

● 市场拓展策略得当、成效显著。公司首先通过技术优势在国际客户中形成品牌优势, 然后迅速提高国内市场销量。客户优势强化了公司的行业龙头地位, 有利于公司掌握行业发展先机。公司先国际、后国内的市场策略取得了巨大的成效, 并节省了大量销售费用。

● 公司产能将快速扩张。公司现有正极材料 4400 吨, 10 年 10 月公司超募资金运用项目投产后提高至 7100 吨, 11 年底 IPO 募投项目投产后达到 11000 吨。届时公司钴酸锂、锰酸锂和多元材料产能分别达 6900 吨、1470 吨和 2580 吨。公司产能的大幅扩张是业绩增长的保障。

● 公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.65/1.12/1.70 元, 对应 PE 分别为 77.64/45.11/29.65 倍。我们认为, 公司作为锂电池正极材料行业翘楚, 技术优势突出、客户优势明显、产品投放时机恰当、产能扩张迅速, 将充分受益。给予公司买入评级。

● 公司面临技术风险、原材料价格波动风险、客户集中风险和人民币升值风险。

国内锂电池正极材料行业翘楚

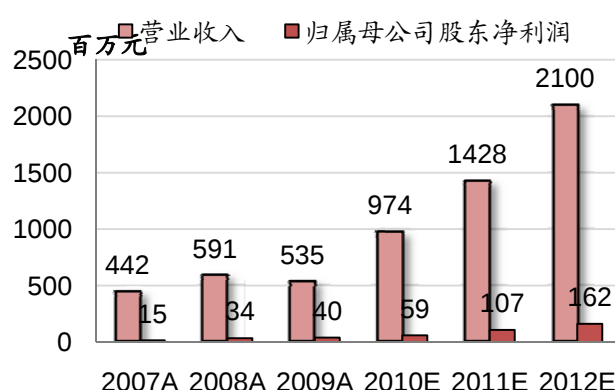
公司是我国锂电池正极材料行业翘楚。公司从 2001 年开始进入锂电池正极材料行业，主要从事钴酸锂、多元材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料的研发、生产和销售。09 年公司正极材料总销量排全球第三位，产品主要出口国际市场。

公司产品结构逐步完善。公司主打产品钴酸锂，对全球六大电池企业中的五家实现了批量供货；锰酸锂已通过几家国际电池企业的认证，正处于逐步放量阶段；多元材料正处于认证阶段，并取得了阶段性成果；公司正抓紧磷酸铁锂的研发，积极进行技术储备。公司正极材料产品线不断完善，可充分受益未来锂电池行业的长远发展。

公司技术实力突出，核心管理层实现持股。公司最初为北京矿冶研究总院下面的科研小组，继承了大型研究院所的科研及工程产业化的能力。公司核心管理层和技术人员实现了持股。韩国 AMTech 株式会社持有公司 3.03% 股权；作为公司韩国业务代理商，AMTech 为公司海外业务拓展起到一定的促进作用。

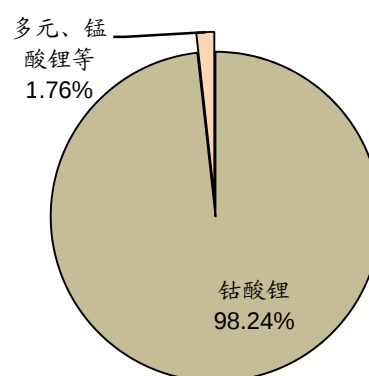
公司 09 年收入 5.35 亿元，07-09 年收入复合增长率为 9.94%。预计随着公司在建项目在今、明两年逐步投产，公司业绩将进入快速增长阶段。公司盈利能力较好，09 年净利润率为 7.51%，高于竞争对手湖南杉杉 5.57% 的水平。

图表 1 公司业绩将进入快速增长阶段



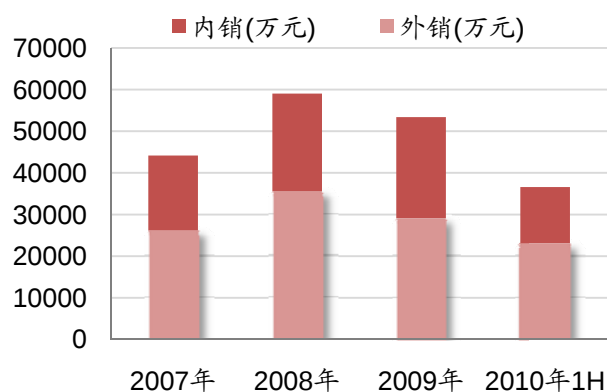
资料来源：wind

图表 2 10 年上半年公司主要收入来源仍为钴酸锂



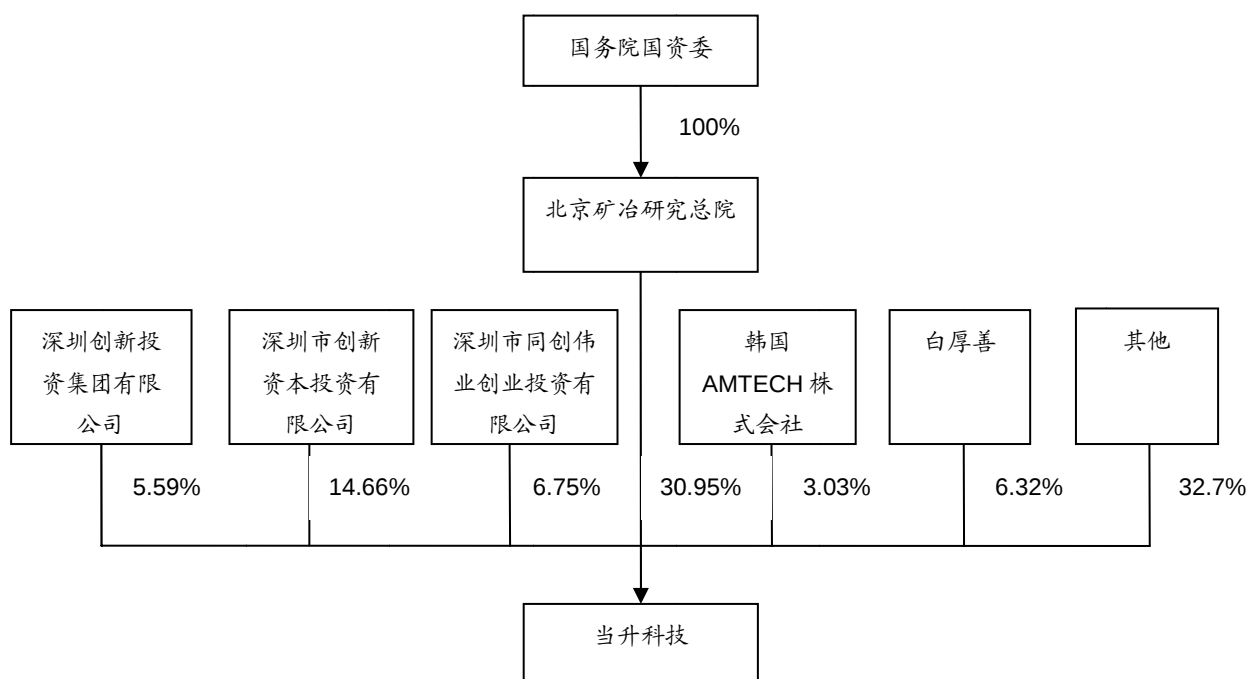
资料来源：wind

图表 3 公司产品以外销为主



资料来源: wind

图表 4 公司股权结构



资料来源: wind

全球锰酸锂和磷酸铁锂需求将爆发式增长，钴酸锂需求保持平稳增长

- 1、动力锂电初步形成了以日韩的锰酸锂和中美的磷酸铁锂两种技术路线

日、韩动力锂电池以锰酸锂路线为主，产业化稳步推进。根据日、韩主流车企计划或已经确定的技术路线来看，以锰酸锂为主。德意

志银行调研结果显示,整车企业最愿意合作的 10 家锂电池企业中,日本、美国和韩国分别占 6 家、3 家和 1 家,也反应了国外企业对锰酸锂路线最为关注。美国通用纯电动汽车 Volt 放弃 A123 的磷酸铁锂电池,选择 LG 化学的锰系电池。从国内来看,也有少数企业采用锰酸锂路线;如韩国 SK 能源拟供应北汽锰酸锂电池、韩国 LG 化学将为长安汽车和吉利旗下的沃尔沃提供锰酸锂电池、万向集团或将引进美国 EnerDell 的锰系电池等。

中、美动力锂电池以磷酸铁锂为主,尚处于市场导入期。我国动力锂电池大多选择了磷酸铁锂路线,并呈现遍地开花局面。目前,我国进入磷酸铁锂领域的国内企业超过 150 家,而能够实现量产的企业只有天津斯特兰和北大先行等少数企业。国际上主要磷酸铁锂生产企业有美国的 A123、Valence 和加拿大的 phostech 公司。目前磷酸铁锂仍处于导入期,国内外相关企业普遍亏损。

我国磷酸铁锂产能规模较大,但发挥程度很低。国内磷酸铁锂统计产能 6880 吨,09 年国内市场销量仅 800 吨,实际量产的企业只有比亚迪和天津力神等少数几家。

从技术来看,锰酸锂具有价格低、安全性好、耐过充性好、易于合成的优势,但存在比容量低、循环次数低的缺点。磷酸铁锂理论性能优秀,具有稳定性好、安全性高、循环次数高的优点,但也存在工业化成本较高、体积能量密度低、产品质量一致性难以控制等制约产业化进展的因素。

我们认为,短期内锰酸锂和磷酸铁锂路线或出现并驾齐驱的态势;长期内哪种材料成为主流,取决于能否成功地降低生产成本和解决电池一致性问题。

图表 5 已经配备或计划配备在主要电动车辆上的锂离子充电电池

企业	丰田	日产汽车	本田	三菱汽车	通用		戴姆勒	宝马	THINK	现代汽车
电动车辆的类型	PHEV	EV	HEV	EV	PHEV	HEV	HEV	HEV	EV	HEV
车名	普锐斯插电式混合动力车	绿叶	未定	i-MiEV	Volt	未定	S400 HYBRID	7系 ActiveHybrid	THINK City	Sonata Hybrid Blue Drive
外观										
电池供应商	PEVE	AESC	BEJ	LEJ	LG化学	HVE	JCS		EnerDel	LG化学
电池单元的类型	方型	层压型	方型	方型	层压型	圆筒型	圆筒型		层压型	层压型
电池的容量	5.2kWh	24kWh	未定	16kWh	16kWh	0.5kWh	0.8kWh		20kWh	1.4kWh
单元的电流容量	5Ah	35Ah	6Ah	50Ah	约20Ah	4.4Ah	6.5Ah		20Ah	5.3Ah
正极材料	NCA系	Mn系	三元系	Mn系	Mn系	Mn系	Mn系		Mn系	Mn系
备注	2009年底限量销售600辆。估计沿用了面向HEV开发的单元	与雷诺合计在2012年投放50万辆EV	预计2011年投放市场	包括面向标致雪铁龙的供应在内，在2012年向市场投放5万辆	2010年12月上市	预定2010年内上市的HEV	2009年夏季在欧洲上市	2010年春季在欧洲上市	2010年在英国上市	2010年底在美国上市

资料来源：技术在线 金元证券研究所

图表6 不同锂电池正极材料性能比较

	钴酸锂	锰酸锂	三元材料（镍钴锰酸锂）	磷酸铁锂
价格（万元/吨）	20-25	5-10	15-20	13-20
振实密度(g/cm3)	2.8-3.0	2.2-2.4	2.0-2.3	1.0-1.4
比表面积(m2/g)	0.4-0.6	0.4-0.8	0.2-0.4	12-20
克比容量(mAh/g)	135-140	100-115	155-165	130-140
正常电压（V）	3.6	3.8	3.6	3.4
循环次数（次）	>500	>500	>1000	>1000
安全性能	低	高	中等	高
原料成本	很高	低	高	低
缺点	成本高、安全性低	充放电时结构欠稳定	循环寿命低	电导率及振实密度低
适用领域	小锂电	动力电池	小锂电、小型动力电池	动力电池

资料来源：金元证券研究所

2、锰酸锂和磷酸铁锂需求快速放量，钴酸锂需求有望保持稳步增长

09 年全球锂电池正极材料销量 4.4 万吨，其中钴酸锂、三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂销量占比分别为 48%、35%、7%、3%，其他正极材料占比 7%左右。钴酸锂占比较高，主要在于全球锂电池应用仍集中在小型锂电市场。我国钴酸锂、三元材料、锰酸锂、磷酸铁

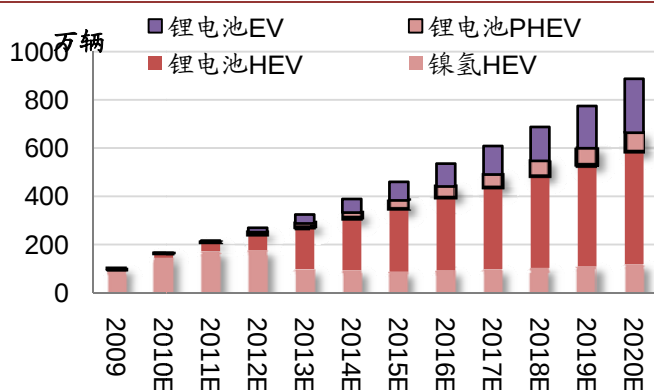
锂占全球总销量的 51%、28%、70%和 80%。我国三元材料技术与日韩存在一定差距，发展速度相对较慢。

动力电池拉动锰酸锂、磷酸铁锂需求迅速放量。根据 IIT 预测，到 2015 年和 2020 年全球锂电池动力汽车分别达到 370 万辆和 770 万辆。我们预计到 2015 年和 2020 年全球动力锂电池正极材料分别为 9.6 万吨和 20.5 万吨，分别是目前正极材料销量的 2.2 倍和 4.7 倍。分构成看，2015 年锰酸锂、磷酸铁锂、多元材料需求量分别为 4.57 万吨、3.22 万吨和 2 万吨，2020 年三者的需求量分别有望增加至 9.79 万吨、6.9 万吨和 4.29 万吨。

钴酸锂受小型锂电池发展拉动，将保持稳步增长。钴酸锂存在安全性差、成本偏高的缺点，不适合用于动力锂电领域，而主要集中在小型锂电池市场。我们预计，受全球手机、笔记本电脑、电动工具等需求增长的拉动，未来全球小型锂电池需求增速维持在 7%左右。我们预计全球钴酸锂需求将从 09 年的 2.1 万吨，提高至 2015 年的 3.5 万吨和 2020 年的 4.2 万吨。

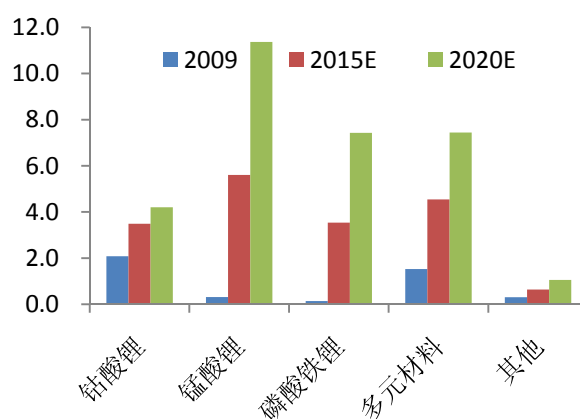
综合考虑动力锂电池和小型锂电池的拉动作用，我们预计 2015 年和 2020 年全球正极材料需求分布达到 17.8 万吨和 31.5 万吨，分别为 09 年的 4 倍和 7.2 倍。

图表 7 全球电动汽车将进入快速增长阶段



数据来源：金元证券研究所

图表 8 全球正极材料需求有望快速增长



数据来源：金元证券研究所

3、 锂电池正极材料产地相对集中，我国市场份额 50%左右

从全球来看，锂电池正极材料主要集中在日本、韩国和中国。日、韩原材料主要依赖进口，产品以钴酸锂、多元材料和锰酸锂为主。国内正极材料主要以钴酸锂、多元材料、锰酸锂为主。2009 年全球

前 10 大正极材料供应商中我国占据 6 位，市场份额 50%左右。

根据不完全统计，国内钴酸锂、锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂产能分别达到 14400 吨、15150 吨、5900 吨和 6880 吨。由于国内产能存在虚报的情形，实际产能或低于统计数字，09 年国内钴酸锂、锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂销量分别为 12000 吨、2000 吨、2400 吨和 800 吨。

图表9 国内部分锂电池正极材料产能（吨/年）

	钴酸锂	磷酸铁锂	锰酸锂	三元材料
天津斯特兰		2000		
北大先行	3000	2000	50	300
天骄科技		240		4400
北京锂先锋		200		
烟台卓能		200		
贝瑞特		1000	100	
比亚迪		240		
合肥国轩		500		
新乡华鑫		500	500	300
湖南瑞翔	2000		1000	500
湖南杉杉	4000		800	200
盟固利	1500		3000	
当升科技	3900		300	200
云南汇龙			5000	
新乡格瑞恩			1400	
湖南振兴			3000	
合计	14400	6880	15150	5900

资料来源：金元证券

技术领先、产品结构良好、客户质量优良是公司受益行业广阔发展前景的关键因素

公司大股东北京矿冶研究总院是我国以矿冶科学与工程技术为主的规模最大的综合性研究与设计机构，公司继承了研究总院的科研与工程产业化能力。公司钴酸锂技术处于国内先进水平，并成功出口国外。得益于在湿法沉淀多元前驱体制造技术和多元正极材料火法合成技术方面的集成创新能力，公司成为全球少数几家能快速推出

系列化多元材料的企业。公司自主生产四氧化三钴和多元材料前驱体，提升了产品质量的稳定性。公司取得了 9 项专利和多项专有技术，被评为北京市高新技术企业、北京市专利试点企业。公司产品“电池级氧化钴”、“高密度钴酸锂”被国家科技部、国家商务部、国家质检总局和国家环保局联合评为国家重点新产品。

公司产品结构良好，有望持续受益锂电池产业的发展。目前公司钴酸锂产品覆盖了 8-12 微米的范围。09 年公司钴酸锂销量 2444.39 吨，在全球仅次于日亚化学和优美科。08 年公司开发了锰酸锂产品和多元材料技术，目前产能分别为 300 吨和 200 吨。公司锰酸锂开始进入量产阶段，多元材料正在认证。公司正抓紧磷酸铁锂的研发，以保证在国内动力锂电池技术路线成熟时，可快速投产并把握市场机遇。我们认为，公司产品推出时机比较恰当、产品布局逐步完善，有望持续受益小型锂电池市场的稳步增长和动力锂电池市场的爆发式增长。

与全球主流锂电池企业的密切合作关系是公司核心竞争优势之一。主流锂电池企业对正极材料供应商认证严格，通常国际大厂需要 1.5-2 年的认证期，国内大厂需要 0.5-1 年的认证期。通过认证后，正极材料企业需新建一定规模的生产线，并通过电池厂的检查，才能获得下游电池厂的批量订单。由于电池企业需求多为个性化产品，并对产品一致性要求很高，电池企业一般与供应商形成相对紧密的合作关系。公司开发了全球前 6 大锂电池企业中的 5 家客户，拥有了产业发展的先机。公司众多的大客户资源也体现了公司突出的技术优势和卓越的质量控制能力。

我们预计，随着锂电池产业的不断发展，少数领先的汽车厂商、锂电池企业和电池材料企业将形成相对稳定的合作关系，市场份额也将向少数企业集中。一家电池材料企业，能否具有根据行业技术的变迁不断推出质量高、一致性好的产品，持续为国际主流锂电池企业进行配套，是决定其能否发展壮大的关键。公司强大的研发能力、过硬的产品质量、良好的客户群，决定了公司有望持续受益锂电池市场发展。

市场拓展策略得当、成效显著

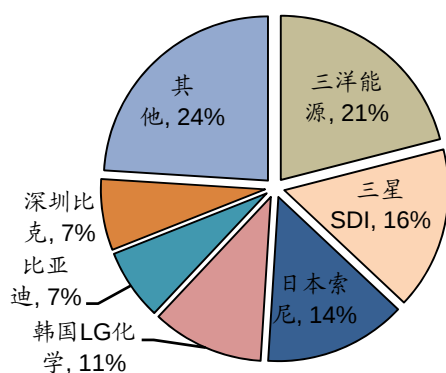
公司销售策略得当。公司 01 年进入锂电池正极材料市场，从 04 年开始加强国际主流锂电池客户的开发，两年后成功进入了国际主流

市场。公司凭借在国际客户中形成的品牌优势，迅速提高了在国内市场的销售量，形成了目前以国外为主、国内为辅的市场销售格局。公司采取该销售策略的前提在于先进的技术水平和良好的质量控制能力。通过该策略，公司在短时间内取得了市场突破，并将销售费用率控制在 1.5% 左右的低水平。

快速响应能力提升客户服务水平。公司一直致力于围绕客户需求开展研发活动，公司能快速推出新型号产品，满足客户个性化需求。公司现已成为全球少数几家能够快速推出系列化多元材料产品的企业，客户响应能力强。在开发三星 SDI、LG 化学的过程中，公司快速响应能力起到了关键作用。

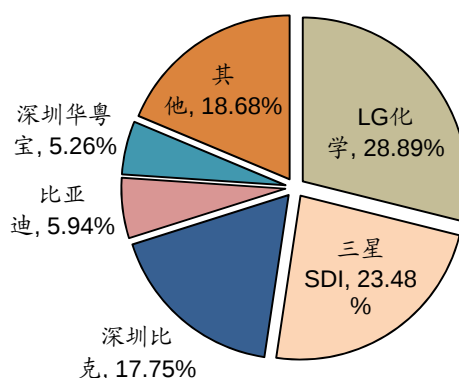
公司销售策略成效显著。首先，公司大客户战略成效显著。目前，国际前 6 大锂电池企业中的 5 家，如三星 SDI、LG 化学、三洋能源、深圳比克和比亚迪等成为了公司客户。其中三星 SDI 是公司 06 年开发的客户，三洋能源和比亚迪是公司 09 年新开发客户。公司新推出的锰酸锂新型号产品已通过日本、韩国、美国等几家锂电池企业的产品认证，并开始批量供货阶段。说明了公司锰酸锂产品质量过硬、市场开拓情况良好。公司多元材料的国际大客户认证也取得阶段性进展。

图表 10 2009 年全球锂电池市场分布情况



资料来源：公司招股书

图表 11 09 年公司主要收入来自于国际主流锂电池企业



资料来源：公司招股书

多产品分阶段逐步推进，发展战略十分清晰

公司钴酸锂将稳步增长。一方面，尽管公司产品定位于中高端，但仍受到行业竞争加剧和下游成本转嫁的压力。上半年公司钴酸锂毛

利率 10.35%，同比下降了 4.22 个百分点。另一方面，公司已与国际大锂电企业结成紧密的合作关系，将受益于国际订单的转移。近期 LME 钴价格明显回升，预计公司钴酸锂盈利能力将有所改善。未来公司钴酸锂主要通过深度营销，提高针对核心客户的销售量；同时通过直接采购钴矿等措施降低生产成本。

未来公司增长点主要在于锰酸锂和三元材料，把握动力锂电市场爆发式增长机会。公司锰酸锂通过部分国际大客户认证，正进入放量阶段。公司部分锰酸锂型号毛利率高达 30% 左右，盈利能力较高。公司三元材料具备湿法和火法技术、能快速推出系列化产品，部分日本客户正在进行认证，预计 4 季度可取得较大进展。随着公司与日韩主流锂电池企业合作关系的不断增强，公司可较大程度上受益日韩纯电动汽车市场的发展。

加快磷酸铁锂研发，把握国内动力锂电池市场机遇。公司组建了磷酸铁锂项目组，目前正处于试验阶段，预计 11 年将建成中试线。公司认为磷酸铁锂电池振实密度低，更适合电动大巴和储能领域。鉴于目前磷酸铁锂市场仍未有效打开，相关企业普遍亏损。公司主要是加强磷酸铁锂的技术储备，以便未来市场启动时及时跟进。

通过并购做大锂电池材料产业。公司将积极寻找锂电池材料领域的并购机会，力争成长为国际化的、全产品线的锂电池材料企业。

我们认为，公司产品推出进度基本符合产业发展趋势，将充分受益锂电池不同发展阶段的增长。通过并购进入其他锂电池材料领域，有利于公司快速做强做大，提升公司整体规模效应和协同效应。

新项目逐步投产，2011 年产能将增加 150%

公司在北京市通州区、河北省三河市（燕郊）、河南省新乡市租赁了三个生产基地。通州和燕郊基地主要生产正极材料，面积分别超过 2600 平米和 10000 平米；新乡基地主要生产多元材料前驱体，面积超过 3700 平米。09 年 10 月，公司在江苏海门购买了 7 万平米的工业用地，用于实施 IPO 募投项目。

公司 IPO 募集资金 7.2 亿元，超募 4.8 亿元。公司利用 1.2 亿元的超募资金扩建生产线及技改项目，主要用于新乡分公司建设 1000 吨前驱体扩建工程、江苏海门 2880 吨四氧化三钴新建工程、燕郊 2700 吨锂电池正极材料扩建工程，预计将于 10 年 10 月底投产。

公司 IPO 项目为在海门投资 3900 吨锂电池正极材料项目，预计将于 11 年底投产。现有项目投产后，公司锂电池正极材料产能提高至 11000 吨，比目前产能提高 150%。未来公司钴酸锂、锰酸锂、多元材料的产能将分别达到 6950 吨、1470 吨和 2580 吨，公司产品结构将明显优化。

图表 12 2011 年公司产能将增加 150%

项目 (吨/年)	钴酸锂	多元材料	锰酸锂	总产能	投资额 (亿元)	备注
现有产能	3900	200	300	4400		
超募项目新增产能	1300	830	570	2700	1.22	2010.10 投产
IPO 项目新增产能	1750	1550	600	3900	1.72	2011 年底投产
合计	6950	2580	1470	11000		

资料来源：公司公告

估值

根据测算，公司 10-12 年每股收益分别为 0.65/1.12/1.70 元，对应市盈率分别为 77.64/45.11/29.65 倍。我们选取的可比公司 10-12 年 PE 均值分别为 83.89/56.03/41.55 倍，明显高于当升科技估值水平。我们认为，公司作为锂电池正极材料龙头企业，技术优势突出、客户优势明显、产品投放时机恰当、产能规模迅速扩张，有望充分受益传统小型锂电的稳步增长和动力锂电池的爆发式增长，可给予公司买入评级。

图表 13 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	备注
600884.SH	杉杉股份	87.08	57.63	28.01	17.39	涉及正负极材料、电解液等
002466.SZ	天齐锂业	185.68	143.04	97.18	71.21	碳酸锂加工
002460.SZ	赣锋锂业	172.85	132.34	94.58	74.17	碳酸锂加工
000973.SZ	佛塑股份	1542.10	74.63	39.97	26.53	隔膜等产品
002091.SZ	江苏国泰	47.25	46.37	39.30	31.97	电解液等
300037.SZ	新宙邦	74.02	49.35	37.12	28.04	电解液
	均值	351.5	83.89	56.03	41.55	

资料来源：wind 金元证券研究所

图表 14 公司估值核心假设

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
钴酸锂				
产销量 (吨)	2444	3900	5200	6950
单价 (万元/吨)	21.33	23	23	23
毛利率 (%)	13.60%	10.65%	10.65%	10.65%
单吨毛利 (万元)	2.9	2.45	2.45	2.45
锰酸锂				
产销量 (吨)	5.23	60	400	1030
单价 (万元/吨)		7	7	7
毛利率 (%)		30.0%	30.0%	30.0%
单吨毛利 (万元)		2.1	2.1	2.1
三元材料				
产销量 (吨)	26.6	25	300	1000
单价 (万元/吨)	13.8	16	16	16
毛利率 (%)	23%	18.8%	18.8%	18.8%
单吨毛利 (万元)	3.2	3	3	3

资料来源：金元证券研究所

风险

市场风险。未来动力锂电池的技术路线，存在一定的不确定性，给公司带来一定的市场风险。

技术风险。如公司技术外泄，将导致公司市场竞争力下降、盈利能力下滑。

原材料价格波动风险。氯化钴占钴酸锂生产成本的 70%以上，氯化钴价格波动将对盈利产生较大影响。

客户集中风险。公司采取的大客户战略成效显著，但同时带来的客户集中风险。

人民币升值风险。公司产品主要出口日韩，人民币升值将给公司盈利带来一定的负面影响。

图表 15 公司利润表、资产负债表和现金流量表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	534.58	918.47	1285.27	1843.87
减: 营业成本	460.38	817.59	1137.15	1618.64
营业税金及附加	0.33	0.57	0.80	1.15
营业费用	8.27	12.40	16.97	24.34
管理费用	15.21	23.42	32.13	46.10
财务费用	8.31	3.54	-6.69	-5.98
资产减值损失	-1.47	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	43.55	60.95	104.91	159.62
加: 其他非经营损益	2.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.40	60.95	104.91	159.62
减: 所得税	6.28	9.14	15.74	23.94
净利润	40.12	51.81	89.18	135.68
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	40.12	51.81	89.18	135.68
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	39.57	333.91	260.44	270.98
应收和预付款项	135.03	260.81	303.22	504.97
存货	67.50	63.74	118.80	141.03
其他流动资产	4.71	4.71	4.71	4.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	61.87	253.65	325.43	287.21
无形资产和开发支出	17.59	15.75	13.91	12.07
其他非流动资产	4.59	2.30	0.00	0.00
资产总计	330.87	934.87	1026.51	1220.98
短期借款	140.98	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	38.21	76.38	78.85	137.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	179.19	76.38	78.85	137.63
股本	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	30.40	665.40	665.40	665.40
留存收益	61.28	113.09	202.27	337.94
归属母公司股东权益	151.68	858.49	947.67	1083.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	151.68	858.49	947.67	1083.34
负债和股东权益合计	330.87	934.87	1026.51	1220.98
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	29.53	-20.14	19.84	4.56
投资性现金净流量	-30.52	-200.00	-100.00	0.00
筹资性现金净流量	-3.93	514.48	6.69	5.98
现金流量净额	-5.06	294.34	-73.47	10.54

资料来源：金元证券

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.