

车用涤纶工业丝领跑者

研究结论

- 海利得是国内最大的涤纶工业丝生产企业之一,其产品主要包括HMLS(即高模低收缩丝,是公司的拳头产品)、汽车安全带丝、高强型、低收缩型、汽车安全气囊丝、表面活化丝、有色丝、合股丝、加捻丝、海事绳缆专用、中空工业丝和抗芯吸型等涤纶工业长丝等。公司现有12万吨涤纶工业丝的生产能力,并有10万吨的聚酯切片配套,此外还有灯箱布产能9000万平方米。
- 海利得战略明确,做大车用涤纶工业丝,享受双重壁垒。在公司现有的12万吨涤纶工业丝中,车用丝约5万吨,此外公司还将通过增发的形式募集资金建设3万吨轮胎帘子布和3万吨高模低收缩丝,以进一步提高车用丝占比。由于车用丝不仅技术壁垒较高,而且下游厂商认证周期很长,一般都要1-2年时间。不仅如此,即使获得认证,下游企业也会逐步提高订单量,实际放量的时间非常长。所以一旦获得下游厂商的广泛认可也就获得了双重壁垒保障,其竞争优势将很难在短期内被同行复制。我们认为公司重视车用丝的发展战略将引导公司走向一个非常有利的竞争格局。
- “十五”以来,我国经济持续、快速发展,拉动了涤纶工业丝需求的增长。我国涤纶工业丝表观需求量由2001年的7.3万吨增长至2009年的46.5万吨,年均复合增长率为26%。从目前情况来看,中国涤纶工业长丝在国际总量中的占比逐步提高,我们认为随着如海利得等国内涤纶工业丝龙头企业的技术进步,涤纶工业丝产业向国内转移的趋势将更加明显。
- 风险因素:我们认为行业风险主要来自于全球经济二次探底、我国经济增速放缓、国际贸易政策变动和原材料价格波动。
- 我们预测公司2011年、2012年EPS分别为1.11元和1.51元,给予公司2012年20倍PE,对应目标价30元,首次给予买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师
8621-63325888-6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888-6072

执业证书编号: S0860200010013

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年1月5日)	22.10元
目标价格	30元
总股本/A股(万股)	25,000/25,000
A股市值(百万元)	5,593
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2011年1月6日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	12.6	21.3	23.2
相对表现(%)	10.3	14.6	29.1

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	972	1,658	2,434	3,143
主营业务利润(百万)	154	175	316	429
净利润(百万)	141	154	278	378
EBITDA(百万)	224	273	433	552
每股收益(元)	1.13	0.62	1.11	1.51
净资产收益率(%)	14.8%	14.3%	21.4%	23.6%
每股经营现金流(元)	0.98	0.90	1.26	1.73
市盈率(X)	19.8	36.3	20.1	14.8
EV/EBITDA(X)	26.1	22.0	14.3	11.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

享受“0”反倾销关税的涤纶工业丝龙头企业	4
终端应用领域增长拉动涤纶工业丝增长	4
传统应用领域的内生增长	5
新应用领域将维持高增速	6
全球涤纶工业丝生产中国化	6
做大车用涤纶工业丝，享受双重壁垒	7
风险分析	9
全球经济二次探底及我国经济增速放缓风险	9
国际贸易政策变动风险	9
原材料价格波动	9
盈利预测及估值	10
盈利预测	10
目标价格推导	11
敏感性分析	12

图表目录

我国涤纶工业丝表观需求量（万吨）	5
车用丝波特五力分析	8
涤纶工业丝分类	4
2009 年中国产业用纺织品产量结构	5
全球涤纶工业丝生产向中国转移	7
HMLS 需求增长迅速	7
中国涤纶工业丝出口高速增长	9
2007-2012 年公司分产品盈利能力预测	10
贴现现金流估值和目标价推导	11
目标价对永续增长率和加权平均资本成本变化的敏感性分析	12
财务报表预测与比率分析	13

享受“0”反倾销关税的涤纶工业丝龙头企业

海利得是国内最大的涤纶工业丝生产企业之一，公司的涤纶工业长丝以高品质、高起点、专业化、差别化服务于轮胎、安全带、安全气囊等车用纤维领域及其它工业。其产品主要包括 HMLS（即高模低收缩丝，是公司的拳头产品）、汽车安全带丝、高强型、低收缩型、汽车安全气囊丝、表面活化丝、有色丝、合股丝、加捻丝、海事绳缆专用、中空工业丝和抗芯吸型等涤纶工业长丝等。

海利得还是国内最早从事灯箱布生产的企业之一，也是国内灯箱布制造企业中第一家生产 5.1 米宽幅的高端灯箱布产品的企业。海利得涤纶工业长丝和灯箱广告布产品销售区域遍及全国三十多个省、市、自治区，远销美洲、欧洲、东南亚及中东等 80 余个国家和地区。

公司现有 12 万吨涤纶工业丝的生产能力，并有 10 万吨的聚酯切片配套，此外还有灯箱布产能 9000 万平方米。在公司现有的 12 万吨涤纶工业丝中，车用丝约 5 万吨；公司还将通过增发的形式募集资金建设 3 万吨轮胎帘子布和 3 万吨高模低收缩丝，以进一步提高车用丝占比（预计 1 期 1.5 万吨帘子布将于 11 年 5 月建成投产）。由于车用丝不仅技术壁垒较高，而且下游厂商认证周期很长，一般都在 2 年以上，所以一旦获得下游厂商的广泛认可也就获得了双重壁垒保障，其竞争优势将很难在短期内被同行复制。我们认为公司重视车用丝的发展战略将引导公司走向一个非常有利的竞争格局。

此外，2010年12月2日欧盟委员会对原产于中国的聚酯高强力纱作出反倾销立案调查最终裁定：决定根据中国聚酯高强力纱生产企业对欧盟产业损害或倾销程度的不同分别征收反倾销税，反倾销税率分别为0%-9.8%不等。海利得获得了0%的反倾销税率（上述税率自2010年12月2日起正式生效，有效期为自生效之日起五年）。我们认为海利得获得0%的反倾销税率充分说明了欧盟客户对公司产品质量的认可，这也将为公司获得更多的下游企业认证提供了一个良好的背书。

终端应用领域增长拉动涤纶工业丝增长

从大类来分，涤纶工业丝可以分为普通型涤纶工业丝和差异化涤纶工业丝两类。其中，根据产品功能和应用领域的不同，差别化系列工业丝又可分为：低收缩型、高模低收缩型、耐磨型、抗芯吸型、活化型、有色丝和超低收缩型等。

涤纶工业丝分类

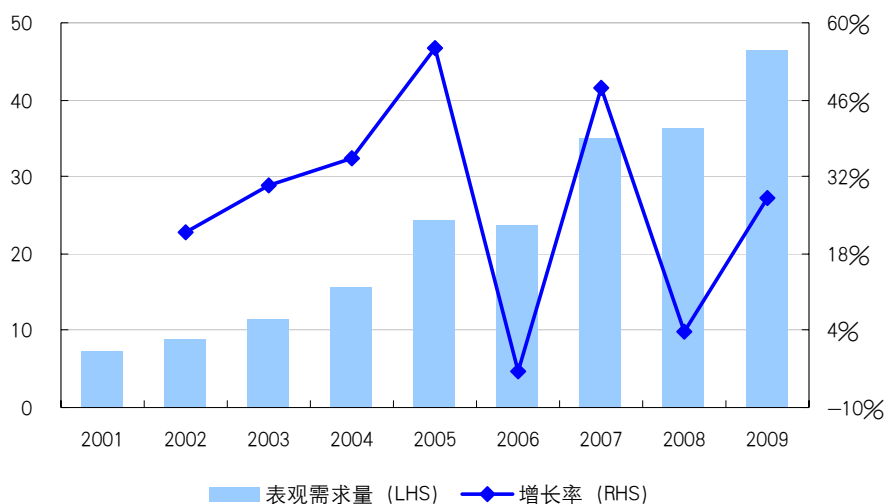
产品	主要产品品种	产品特点	主要用途
普通涤纶工业长丝	普通型	普通型、低伸长、高收缩	输送带骨架材料（EP 帆布）、矿用振芯带、三角带线绳、各类胶管、箱包带、吊装带、牵引带、紧固带、消防水带、鱼网、缆绳、工业缝纫线、光缆、特斯林布、土工织物、土工格栅
差别化涤纶工业长丝	低收缩型	高伸长、低收缩	灯箱广告布、蓬盖布等涂层织物、工业缝纫线、膜结构材料、特斯林布
	高模低收缩丝	高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎、三角带硬线绳、高档土工格栅
	耐磨型	低伸长、高收缩、孔数少	汽车安全带、飞机安全带、高档吊装带、牵引带
	抗芯吸型	高伸长、低收缩、不吸水	高档灯箱广告布、泳池面料防水布

活化型	低伸长、高收缩、表面活化	三角带线绳、输送带帆布、子午线轮胎帘子布
有色丝	低伸长、高收缩、永久色牢度	汽车安全带等各类织带行业
超低收缩型	高伸长、超低收缩	防水布、灯箱广告布、过镜材料、泳池面料

资料来源：招股说明书

目前我国涤纶工业丝下游应用主要是：捆绑吊装产品，胶带行业，灯箱布行业和汽车行业。终端应用集中在基础建设、矿藏开采、冶金机械、航空制造和汽车制造等领域。“十五”以来，我国经济持续、快速发展，带动了上述各行业的发展，拉动了涤纶工业丝的增长。我国涤纶工业丝表观需求量由 2001 年的 7.3 万吨增长至 2009 年的 46.5 万吨，年均复合增长率为 26%。

我国涤纶工业丝表观需求量（万吨）



资料来源：招股说明书

传统应用领域的内生增长

篷帆布、土工织物是涤纶工业丝的传统应用领域，传统应用领域的内生增长，保证涤纶丝需求的稳定上升：

- 1) 篷帆布：得益于我国灯箱布产品的性价比优势，国外客户对产品的认可度逐步提高，国际市场不断开拓，同时国内灯箱布需求稳定增长，将拉动低收缩和超低收缩涤纶丝的需求。
- 2) 土工织物：自政府推出 4 万亿刺激政策以来，基础设施建设力度加大，2009 年以来京沪高铁、京石铁路、津秦铁路、石武铁路等项目密集开工。庞大的基础设施建设提供广阔的土工织物市场空间，2008 年土工合成材料产量为 16.4 万吨，同比增长 18.8%，预计到 2012 年，国内需求将以不低于每年 10% 的速度增长（来源：中国产业用纺织品行业协会）。

2009 年中国产业用纺织品产量结构

名称	产量（万吨）	占比	名称	产量（万吨）	占比
篷帆布	139.7	19.3%	交通运输用纺织品	34.1	4.7%

革基布	63.8	8.8%	建筑用纺织品	31.2	4.3%
包装用纺织品	63.6	8.8%	其它	30.5	4.2%
医用纺织品	59.5	8.2%	文体休闲用纺织品	25.5	3.5%
骨架材料	52.9	7.3%	土工合成材料	23.5	3.2%
农用纺织品	49	6.8%	防护用纺织品	21.5	3.0%
过滤用纺织品	48.3	6.7%	绝缘隔热纺织品	20.5	2.8%
绳、带、缆、线	42.3	5.8%	工业用毡、瓦	17.3	2.4%

资料来源：中国产业用纺织品行业协会

新应用领域将维持高增速

新领域应用的开发是涤纶工业丝需求持续增长和行业利润新增长点的强劲驱动力。得益于涤纶优良的强力特性、良好的尺寸稳定性和耐热、耐磨性、涤纶工业丝的应用领域不断得到拓展并替代其他化纤的应用：

- 1) 涤纶帘子布：随着轮胎子午化率不断提高，应用于子午轮胎帘子布的高模低收缩型涤纶工业丝的需求稳步提升，并逐步替代锦纶的应用。2008 年我国帘子布产量为 40.3 万吨，比上年增长 9.5%，其中，涤纶帘子布为 7.9 万吨，增长 43%，而锦纶帘子布为 30.8 万吨，2009 年我国轮胎的子午化率为 76.3%，而全球子午化率为 85% 以上，其中欧洲为 100%，美国已达 90% 以上，日本也接近 90%。我国轮胎的子午化率提升空间将进一步推广涤纶在帘子布领域的应用。
- 2) 软体车厢：随着人们对环保、安全和效率等要求的提高，软体厢式车专用化与多功能化倾向日趋明显，据中国产业用纺织行业协会估算，我国软体车厢年需求量为 200 万套，并以每年 10% 的速度增长（来源：中国产业用纺织品行业协会），涤纶在软体车厢帘布的应用前景广阔。
- 3) 安全带丝：根据海利得管理层统计，每辆 5 座小轿车汽车所用安全带的重量约为 0.9 公斤，而如考虑到商务车及 20 座以下的小型客车的用量，则平均每辆车所用安全带的重量约为 1.06 公斤。由于 1 吨涤纶工业长丝基本可以生产同样重量的安全带，因此涤纶工业长丝的需求应与安全带的需求基本相同。根据公司之前测算，2007—2009 年国内安全带丝的市场需求量分别会达到 9,260 吨、10,927 吨、12,566 吨，具有较大的市场发展空间。
- 4) 气囊丝：目前全球气囊丝的需求量大概在 20 万吨左右，但材料仍以尼龙 6 或尼龙 66 为主，且主要被英威达、日本东丽以及 Performance Fiber 等大公司垄断，涤纶工业丝的取代仍处于起步阶段。但是由于目前涤纶工业丝的性能指标已经能够达到气囊丝的要求，且成本优势明显，我们预计未来涤纶工业丝在这一方面的发展将非常迅速。

全球涤纶工业丝生产中国化

随着中国综合竞争力提高，涤纶工业丝行业上游聚酯产业完善、下游产业用纺织品行业强劲增长，全球涤纶工业丝产能向中国转移。自 2005 年以来，无论是中国产能占全球产能比率还是产量占比，都保持稳定增长态势。

我们认为随着海利得、古纤道等国内企业技术的不断进步，涤纶工业丝生产中国化得态势将更加明显，虽然普通涤纶工业丝难免会受产能过剩的影响，但差别化涤纶工业丝由于其存在较高的技术壁垒，将会迎来一个高速发展阶段。

全球涤纶工业丝生产向中国转移

	2005	2006	2007	2008	2009
中国产能（万吨/年）	31.60	41.30	55.00	67.70	76.16
全球产能（万吨/年）		130.00	151.30		
中国产能占比		31.8%	36.4%		
产量（万吨）	25.30	29.40	44.40	50.00	56.00
全球产量（万吨）	138.60	143.87	149.33	155.01	160.90
中国产量占比	18.3%	20.4%	29.7%	32.3%	34.8%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

做大车用涤纶工业丝，享受双重壁垒

涤纶工业丝的车用领域主要应用于轮胎骨架材料（涤纶帘子布）、安全带以及安全气囊等领域。在公司现有的 12 万吨涤纶工业丝中，车用丝约 5 万吨；公司还将通过增发的形式募集资金建设 3 万吨轮胎帘子布和 3 万吨高模低缩丝，以进一步提高车用丝占比（预计 1 期 1.5 万吨帘子布将于 11 年 5 月建成投产）。

在轮胎骨架材料领域，随着轮胎子午化率不断提高，应用于子午轮胎帘子布的高模低收缩型涤纶工业丝的需求稳步提升，并逐步替代锦纶的应用。2008 年我国帘子布产量为 40.3 万吨，比上年增长 9.5%，其中，涤纶帘子布为 7.9 万吨，同比增长 43%，而锦纶帘子布为 30.8 万吨，同比持平，我们认为涤纶帘子布取代锦纶帘子布仍有很大空间，而且速度将极为迅速。2009 年我国轮胎的子午化率为 76.3%，而全球子午化率为 85% 以上，其中欧洲为 100%，美国已达 90% 以上，日本也接近 90%。我国轮胎的子午化率提升空间也将进一步推广涤纶在帘子布领域的应用。

HMLS 需求增长迅速

时间	轮胎产量（万条）	对 HMLS 涤纶工业长丝的需求量（吨）	增速
2003 年	7,578	27,280	
2004 年	10,427	37,537	37.60%
2005 年	13,000	46,800	24.68%
2006 年	16,200	58,320	24.62%
2007 年	20,783	74,819	28.29%
2008 年	26,132	94,075	25.74%
2009 年	31,901	114,844	22.08%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所整理

公司的涤纶工业丝已经通过了大陆轮胎、佳通等轮胎制造企业的认证，而米其林的认证也在认证过程中，预计很快就能有结果。

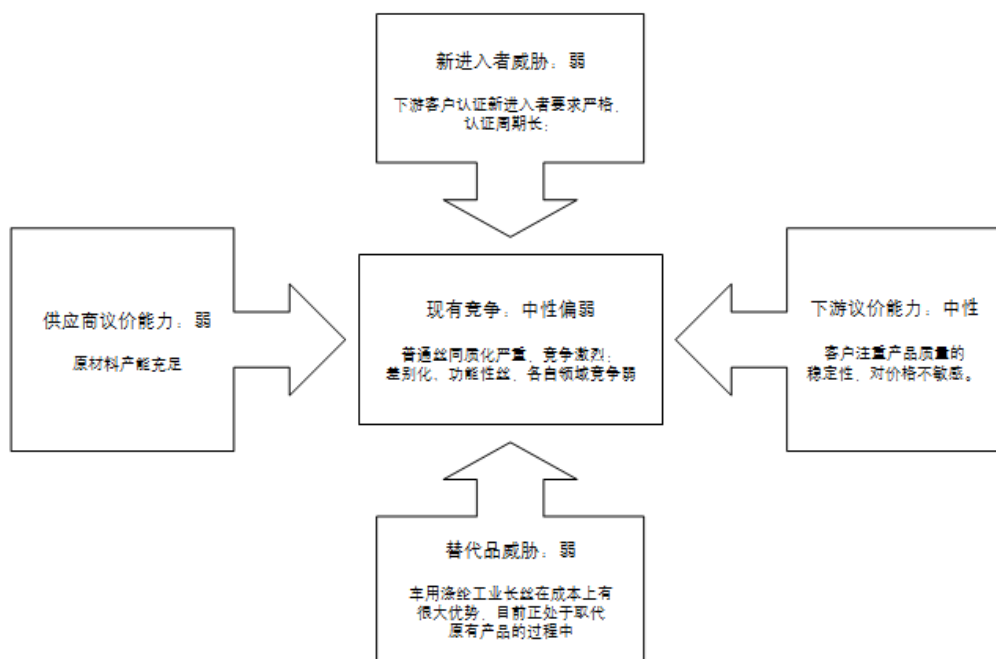
安全带丝方面，公司安全带丝产品已通过 SAMUEL ROCHE、OPPERMANN、MBG 等全球知名的安全带制造商的合格确认并正常供货。

气囊丝方面，目前全球气囊丝的需求量大概在 20 万吨左右，但材料仍以尼龙 6 或尼龙 66 为主，且主要被英威达、日本东丽以及 Performance Fiber 等大公司垄断，涤纶工业丝的取代仍处于起步

阶段。但是由于目前涤纶工业丝的性能指标已经能够达到气囊丝的要求，且成本优势明显，我们预计未来涤纶工业丝在这一方面的发展将非常迅速。

由于车用丝不仅技术壁垒较高，而且下游厂商认证周期很长，一般都要 1-2 年时间。不仅如此，即使获得认证，下游企业也会逐步提高订单量，实际放量的时间非常长。所以一旦获得下游厂商的广泛认可也就获得了双重壁垒保障，其竞争优势将很难在短期内被同行复制。我们认为公司重视车用丝的发展战略将引导公司走向一个非常有利的竞争格局。

车用丝波特五力分析



资料来源：东方证券研究所

风险分析

全球经济二次探底及我国经济增速放缓风险

美国商务部于 8 月 27 日公布了美国二季度 GDP 增速为 1.6%，大幅低于 2.4% 的政府预期。我国 7 月份规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比上月下降 0.3%；1 至 7 月，规模以上工业增加值同比增长 17.0%，比上半年回落 0.6%。我们认为，国际宏观环境和国内工业生产是推动涤纶工业丝出口和国内需求的关键因素，因此，全球经济的二次探底和国内经济增速放缓将对涤纶工业丝行业整体发展带来冲击。

国际贸易政策变动风险

我国涤纶工业丝主要出口至欧洲、美国及日本等国家和地区。随着我国涤纶工业丝产能的扩张、产品质量提升和成本优势的日益凸显，我国涤纶工业丝国际竞争力增强，出口快速增长。欧盟厂商由于设备陈旧、人力成本高企，国际竞争力下降。为保护本土生产厂商，欧盟于 2009 年 9 月立案对原产于中国的聚酯高强力纱（不包括缝纫线）进行反倾销调查，并于 2010 年 6 月起对 11 家中国出口企业征收 9.3% 的普遍反倾销税。

中国涤纶工业丝出口高速增长

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009M11
出口量（万吨）	0.10	0.60	0.60	0.80	3.00	7.80	11.40	16.70	11.92
增长率		500%	0%	33%	275%	160%	46%	46%	-22%

资料来源：招股说明书

原材料价格波动

PET 是涤纶工业丝的主要原料，占涤纶工业丝生产成本的 80% 以上。由于国际油价波动、我国聚酯产能扩张的影响，PET 价格波动剧烈，影响企业经营的稳定性。

盈利预测及估值

我们预测公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.11 元和 1.51 元，给予公司 2012 年 20 倍 PE，对应目标价 30 元，首次给予买入评级。

盈利预测

基于我们对公司未来产品销量、新增业务投产进度、产品价格和原材料成本的分析，我们对公司盈利做如下假设：

2007-2012 年公司分产品盈利能力预测

名称	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
涤纶工业长丝						
营业收入（万元）	46,884	64,751	59,217	102,000	165,000	188,500
产能（万吨）	3	5	7	12	12	15
产量（万吨）	3	5	5	9	11	13
销量（万吨）	3	5	5	9	11	13
单价（元）	15,893	14,389	11,843	12,000	15,000	14,500
营业成本（万元）	37,600	51,631	46,052	84,558	132,000	150,800
毛利率	19.80%	20.26%	22.23%	17.10%	20.00%	20.00%
灯箱布						
营业收入（万元）	32,356	36,428	34,807	42,000	60,000	60,000
产能（万平方米）	8,000	8,000	8,000	8,000	10,000	10,000
产量（万平方米）	6,500	6,500	7,000	7,000	10,000	10,000
销量（万平方米）	6,000	6,500	7,000	7,000	10,000	10,000
单价（元）	5	6	5	6	6	6
营业成本（万元）	27,222	31,118	24,905	33,600	48,000	48,000
毛利率	15.87%	14.58%	28.45%	20.00%	20.00%	20.00%
聚酯切片						
营业收入（万元）	-	-	-	16,020	0	0
产能（万吨）				10	10	10
产量（万吨）				4	10	10
销量（万吨）				1	-	0
单价（元）				11,200	11,250	11,300
营业成本（万元）	-	-	-	16,020	0	0
毛利率	-	-		0.00%	0.00%	0.00%
土工布						
营业收入（万元）	2,304	2,918	1,997	1,082	1,082	1,082
增长率		26.66%	-31.54%	-45.83%	0.00%	0.00%
营业成本（万元）	1,842	2,034	1,643	1,030	1,030	1,030
毛利率	20.05%	30.29%	17.77%	4.80%	4.80%	4.80%
PVC 膜						

营业收入（万元）	4,694	919	536	974	974	974
增长率		-80.41%	-41.68%		0.00%	0.00%
营业成本（万元）	4,233	833	405		682	682
毛利率	9.83%	9.36%	24.49%	30.00%	30.00%	30.00%
涤纶帘子布						
营业收入（万元）	-	-	-	-	11,500	57,500
产能（万吨）	-	-	-	-	3	3
产量（万吨）	-	-	-	-	0.50	2.50
销量（万吨）	-	-	-	-	0.50	2.50
单价（元）	-	-	-	-	23,000	23,000
营业成本（万元）	-	-	-	-	9,200	44,275
毛利率	-	-	-	-	20.00%	23.00%
其他						
营业收入（万元）	374	788	685	3,715	4,830	6,278
增长率		110.71%	-13.00%	442.04%	30.00%	30.00%
营业成本（万元）	203	328	366	1,932	2,511	3,265
毛利率	45.68%	58.40%	46.63%	48.00%	48.00%	48.00%
收入合计（万元）	86,611	105,804	97,243	165,791	243,385	314,334
收入增长率		22.16%	-8.09%	70.49%	46.80%	29.15%
成本合计（万元）	71,099	85,944	73,370	137,140	193,423	248,051
综合毛利率	17.91%	18.77%	24.55%	17.28%	20.53%	21.09%

资料来源：东方证券研究所

目标价格推导

我们采用贴现现金流估值法推导出海利得的合理价格在 25.84 元左右。其中加权平均资本成本设为 6.8%；永续增长率设为 3.0%。

贴现现金流估值和目标价推导

单位：万元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	165,791	243,385	314,334	321,082	328,015	335,142	342,472	350,016	357,784	365,789
EBIT	19,153	33,341	44,816	45,915	47,057	48,244	49,480	50,769	52,113	53,518
其他收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税后净运营利润	16,854	29,340	39,438	40,406	41,410	42,455	43,543	44,676	45,859	47,095
折旧及摊销	8,205	10,041	10,645	11,921	13,653	14,954	15,874	16,456	16,735	16,743
运营资本变动	6,010	54	499	46	46	45	44	43	42	41
资本支出	-25,000	-34,074	-40,863	-38,530	-36,082	-33,514	-30,823	-28,001	-28,623	-29,263
公司自由现金流	6,069	5,361	9,719	13,843	19,027	23,940	28,639	33,175	34,014	34,616
永续经营价值	506,616	541,276								919,049
自由现金流现值	141,994	164,685								

企业价值	648,609	705,961
净债务/（现金）	41,874	59,907
股东权益价值	606,735	646,054
总股本（万股）	25,000	25,000
每股价值（元）	24.27	25.84

资料来源：东方证券研究所

敏感性分析

我们采用变动区间 5.9%至 7.7%的加权平均资本成本和变动区间 2.1%至 3.9%的永续增长率对目标价进行敏感性测试：

目标价对永续增长率和加权平均资本成本变化的敏感性分析

		加权平均资本成本						
		5.9%	6.2%	6.5%	6.8%	7.1%	7.4%	7.7%
永续增长率	2.1%	27.66	25.40	23.44	21.73	20.23	18.89	17.69
	2.4%	29.63	27.04	24.83	22.92	21.25	19.77	18.46
	2.7%	31.95	28.96	26.43	24.27	22.40	20.77	19.33
	3.0%	34.75	31.23	28.31	25.84	23.73	21.90	20.31
	3.3%	38.19	33.97	30.53	27.68	25.26	23.20	21.42
	3.6%	42.50	37.33	33.21	29.85	27.06	24.70	22.68
	3.9%	48.09	41.55	36.49	32.47	29.18	26.45	24.15

资料来源：东方证券研究所

财务报表预测与比率分析

资产负债表				单位: 百万元 利润表				单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	462	658	746	852	营业收入	972	1,658	2,434	3,143		
现金	105	175	95	42	营业成本	734	1,371	1,934	2,481		
应收账款	137	166	243	314	营业税金及附加	3	0	0	0		
其他应收款	9	15	22	28	营业费用	18	29	42	54		
预付账款	81	81	81	81	管理费用	58	66	124	160		
存货	115	206	290	372	财务费用	2	13	11	13		
其他	15	15	15	15	资产减值损失	4	3	6	6		
非流动资产	849	1,013	1,248	1,544	公允价值变动收益	1	0	0	0		
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0		
固定资产	762	927	1,162	1,459	营业利润	154	175	316	429		
无形资产	44	43	42	42	营业外收入	8	0	0	0		
其他	43	43	43	43	营业外支出	2	0	0	0		
资产总计	1,311	1,671	1,994	2,396	利润总额	160	175	316	429		
流动负债	318	553	649	745	所得税	19	21	38	51		
短期借款	161	288	288	288	净利润	141	154	278	378		
应付账款	60	113	159	204	少数股东损益	0	0	0	0		
其他	97	152	202	253	归属于母公司净利润	141	154	278	378		
非流动负债	39	41	44	50	EBITDA	224	273	433	552		
长期借款	39	39	39	39	EPS (元)	1.13	0.62	1.11	1.51		
其他	0	2	6	11							
负债合计	357	594	694	795	主要财务比率						
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
股本	125	250	250	250	成长能力						
资本公积	464	339	339	339	营业收入	-8.1%	70.5%	46.8%	29.2%		
留存收益	365	488	711	1,013	营业利润	20.2%	20.0%	74.4%	32.7%		
归属母公司股东权益	954	1,077	1,300	1,602	归属于母公司净利润	53.2%	8.9%	80.7%	35.7%		
负债和股东权益	1,311	1,671	1,994	2,396	获利能力						
					毛利率	24.5%	17.3%	20.5%	21.1%		
现金流量表					净利率	12.2%	10.8%	14.0%	14.5%		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.8%	14.3%	21.4%	23.6%		
经营活动现金流	56	70	125	268	ROIC	11.3%	10.9%	14.9%	16.1%		
净利润	64	72	184	279	偿债能力						
折旧摊销	26	25	30	44	资产负债率	27.3%	35.5%	34.8%	33.2%		
财务费用	3	3	3	3	负债权益比率	37.5%	55.2%	53.4%	49.6%		
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.45	1.19	1.15	1.14		
营运资金变动	-36	-30	-93	-59	速动比率	0.79	0.64	0.55	0.52		
其他	0	0	0	0	营运能力						
投资活动现金流	-26	-250	-132	-198	总资产周转率	0.86	1.11	1.33	1.43		
资本支出	-20	-250	-132	-198	应收账款周转率	8.22	10.17	10.93	10.35		
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.49	9.17	8.24	7.91		
其他	-6	0	0	0	每股指标 (元)						
筹资活动现金流	-40	717	0	0	每股收益	1.13	0.62	1.11	1.51		
短期借款	8	11	0	0	每股经营现金流	0.98	0.90	1.26	1.73		
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.63	4.31	5.20	6.41		
普通股增加	0	46	0	0	估值比率						
资本公积增加	0	539	0	0	OP/E	19.8	36.3	20.1	14.8		
其他	-48	121	0	0	OP/B	2.93	5.19	4.30	3.49		
现金增加额	-10	537	-7	70	EV/EBITDA	26.1	22.0	14.3	11.5		

资料来源: 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn