

## 国内预涂膜龙头，受益于绿色印刷战略

## 研究结论

- **公司是国内第一大预涂膜厂商。**公司长期保持国内预涂膜产业排名第一的地位，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。同时，公司产业项目被列入“十二五”数字与绿色印刷工程专项，将得到新闻出版总署及国家发改委的专项支持。公司目前拥有6条生产线，产能为1.63万吨。2012年公司产能将提升至3.43万吨。公司2008年市场占有率为20%，排名第二的厂商占有率为13%。
- **绿色印刷助力预涂膜产业腾飞。**1) 预涂技术成本劣势将改善；预涂技术能耗与人工成本仅为即涂技术的一半，在劳动力资源趋紧、人工成本上升以及劳动者职业健康意识增强的背景下，即涂技术面临人工成本上升压力。2) 绿色印刷评价标准规定，使用预涂技术可得10分，推动印刷品供应商使用预涂膜的积极性。3) 我国预涂膜占覆膜市场比重仅为10%，而欧美国家预涂膜占比达到70%以上，我国预涂膜替代性空间十分广阔。
- **公司竞争优势源自新品研发能力和稳定客户群。**1) 公司具备国内领先的技术优势，研发力量强大，推出高毛利率水平的新产品，改善盈利水平。我们预计新产品为公司2011、2012年贡献EPS分别为0.43元、0.54元。2) 公司起步早，产品质量长期保持稳定，具备良好的售后服务，在国内外市场享有较高知名度，与客户建立起长期的合作伙伴关系，客户资源不会轻易流失。
- **风险因素。**1) **原材料价格波动：**原材料占预涂膜成本的比例超过80%，预涂膜主要原材料为石油加工行业的下游产品，国际原油价格的波动对公司的盈利能力产生不利影响。2) **市场风险：**公司通过积极开拓市场、加大新品研发和产业化力度来消化新增产能，若国内外市场需求未达到预期，可能导致公司产能闲置，进而影响公司盈利水平。
- **首次给予买入评级，目标价43.60元。**我们预测公司10-12年的EPS分别为0.50、0.96、1.45元，考虑到公司2011年至2012年间的高增长和公司的龙头地位，给予公司2012年30倍PE，对应目标价43.60元，首次给予公司买入评级。



**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

联系人

陶林杰

8621-63325888-8502

投资评级

买入 增持 中性 减持（首次）

股价（2011年1月14日）

30.99元

目标价格

43.60元

总股本/A股（百万股）

162/ 162

A股市值（亿元）

50.58

国家/地区

中国

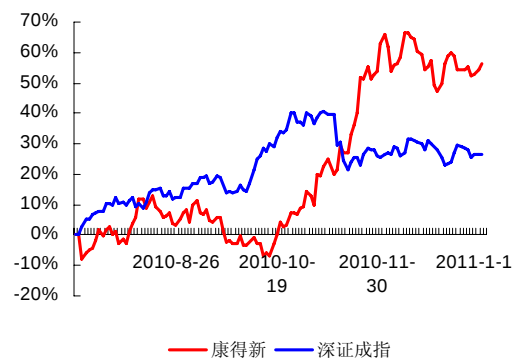
行业

基础化工

报告发布日期

2011年1月17日

## 股价表现



## 财务预测（百万元）

|              | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万）     | 364   | 504   | 824   | 1,245 |
| 营业利润（百万）     | 52    | 96    | 182   | 276   |
| 净利润（百万）      | 46    | 81    | 154   | 235   |
| EBITDA（百万）   | 65    | 126   | 213   | 309   |
| 每股收益（元）      | 0.40  | 0.50  | 0.96  | 1.45  |
| 净资产收益率       | 17.0% | 9.3%  | 15.6% | 20.2% |
| 市盈率（倍）       | 77.8  | 61.5  | 32.4  | 21.3  |
| 市净率（倍）       | 13.8  | 5.7   | 5.1   | 4.3   |
| EV/EBITDA（倍） | 78.5  | 36.5  | 21.6  | 14.6  |

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声明。

## 目录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>一、国内预涂膜龙头企业 .....</b>          | <b>4</b>  |
| 1.1 产能大幅提升，扩大国内市场占有率 .....        | 4         |
| 1.2 与印度厂商角力欧美市场 .....             | 4         |
| <b>二、绿色印刷推动预涂膜高增长 .....</b>       | <b>5</b>  |
| 2.1 绿色印刷助推预涂膜替代性需求 .....          | 5         |
| 2.2 下游需求持续增长 .....                | 7         |
| 2.3 预涂膜应用领域拓展 .....               | 8         |
| <b>三、竞争优势：新品研发能力强、稳定客户群 .....</b> | <b>8</b>  |
| 3.1 新品开发改善盈利水平 .....              | 8         |
| 3.2 稳定客户群 .....                   | 9         |
| <b>四、风险提示 .....</b>               | <b>10</b> |
| 4.1 原材料价格风险 .....                 | 10        |
| 4.2 市场风险 .....                    | 10        |
| <b>五、盈利预测与估值 .....</b>            | <b>11</b> |
| <b>附表 .....</b>                   | <b>12</b> |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1 我国预涂膜替代性需求成长空间广阔 .....       | 6  |
| 图 2 我国覆膜市场格局 .....               | 7  |
| 图 3 印刷行业销售收入长期保持高速增长 .....       | 7  |
| 图 4 盈利水平趋势向好 .....               | 8  |
| 图 5 新品推出提升公司盈利水平 .....           | 8  |
| 表 1 我国预涂膜主要厂商，至 2009 年 4 月 ..... | 4  |
| 表 2 2008 年预涂膜主要厂商市场占有率 .....     | 4  |
| 表 3 全球预涂膜主要厂商 .....              | 5  |
| 表 4 公司全球市场占有率稳步提升 .....          | 5  |
| 表 5 预涂技术能耗、人工成本占优 .....          | 6  |
| 表 6 我国工业印刷、商业印刷对预涂膜需求 .....      | 7  |
| 表 7 新品业绩贡献 .....                 | 9  |
| 表 8 2009 年前五大客户（单位：万元） .....     | 9  |
| 表 9 盈利预测 .....                   | 11 |
| 表 10：财务报表预测与比率分析 .....           | 12 |

## 一、国内预涂膜龙头企业

公司的主要产品包括预涂膜和预涂覆膜机。预涂膜是将薄膜基材与热熔胶层复合在一起形成的能够与所需贴合物质进行热复合的产品。根据所用基材不同，预涂膜产品分为 BOPP 预涂膜、BOPET 预涂膜两类。公司是我国预涂膜领域起步最早、产量最大、市场占有率最高的企业，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，同时，公司产业项目被列入“十二五”数字与绿色印刷工程专项，将得到新闻出版总署及国家发改委的专项支持。

### 1.1 产能大幅提升，扩大国内市场占有率

公司目前拥有 6 条生产线，产能为 1.63 万吨。公司募投项目达产后，2012 年公司产能将提升至 3.43 万吨。2008 年公司国内市场占有率为 20%，排名第二的产商市场占有率为 13%。

**表 1 我国预涂膜主要厂商，至 2009 年 4 月**

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

资料来源：招股说明书

**表 2 2008 年预涂膜主要厂商市场占有率**

| 厂商                | 市场占有率 |
|-------------------|-------|
| 北京康得新复合材料股份有限公司   | 20%   |
| 广东新纪源实业有限公司       | 13%   |
| 浙江温州康隆包装材料有限公司    | 13%   |
| 山东烟台鸿庆包装材料有限公司    | 10%   |
| 广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司 | 7%    |

资料来源：招股说明书

公司山东泗水子公司以第一年 180 万元/月的价格，向江阴美达租赁 2 条 BOPP 生产线、辅助设施及厂房，租期不少于 2 年。租赁 BOPP 生产线大幅降低公司的生产成本，公司自建生产线至少需要 16—18 个月。公司 BOPP 产品主要是确保自身的原材料供应和质量控制，同时有利于配方保密。

### 1.2 与印度厂商角力欧美市场

以 GBC 公司为代表的欧、美、日、韩厂商起步较早，技术比较成熟，在中高端市场中占据着主导地位。全球预涂膜产业集中度较低，企业数量多，超过 110 家。全球前十大厂商产值约占全球总产值的 20%。

**表 3 全球预涂膜主要厂商**

| 厂商              | 产能（吨）  | 国家  |
|-----------------|--------|-----|
| GBC             | 45,000 | 美国  |
| COSMO           | 22,000 | 印度  |
| TRANSILWRAP     | 18,000 | 美国  |
| D&K             | 16,000 | 美国  |
| FLEX            | 14,000 | 印度  |
| 康得新             | 13,300 | 中国  |
| DEPROSA         | 12,500 | 西班牙 |
| GMP             | 12,000 | 韩国  |
| ROYAL SOVENEION | 9,000  | 韩国  |
| IPAK            | 9,000  | 韩国  |

资料来源：招股说明书

近年来，以康得新为代表的中国预涂膜产业和以 COSMO 为代表的印度预涂膜产业凭借价格优势和接近 GBC 等企业的产品质量水平迅速崛起，全球预涂膜产业逐渐向亚洲转移。

2009 年 6 月印度 COSMO 公司收购美国 GBC 后，公司海外市场的竞争主要来自 COSMO。公司积极布局海外市场，购置美国生产线，成立美国销售公司，聘请原美国 GBC 公司的主要高管、研发和高级销售人员。我们预计未来公司将与 COSMO 在美国市场展开激烈竞争。

COSMO 竞争优势主要源于原材料控制，作为印度最大的 BOPP 塑料薄膜制造和出口企业，COSMO 具备 96,000 吨 BOPP 产能。相较于 COSMO，康得新具备质量稳定、产品性价比高、良好售后服务、本土市场巨大成长空间的优势。

我们估算公司 2010—2012 年销量增速分别为 26.8%、38.2%、57.9%，全球市场占有率由现有的 1%左右提升至 2012 年的 3.2%。

**表 4 公司全球市场占有率稳步提升**

|          | 2007    | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E     | 2012E     |
|----------|---------|---------|--------|---------|-----------|-----------|
| 公司销量(吨)  | 6,562   | 7,295   | 13,009 | 16,500  | 22,800    | 36,000    |
| 销量增长率    |         | 11.2%   | 78.3%  | 26.8%   | 38.2%     | 57.9%     |
| 全球需求量(吨) | 650,000 | 700,000 |        | 930,000 | 1,040,000 | 1,130,000 |
| 全球市场占比   | 1.0%    | 1.0%    |        | 1.8%    | 2.2%      | 3.2%      |

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

## 二、绿色印刷推动预涂膜高增长

### 2.1 绿色印刷助推预涂膜替代性需求

覆膜技术分为溶剂型即涂技术、水性即涂技术和预涂技术。溶剂型即涂技术在使用粘合剂过程中，需要甲苯冲淡调配，甲苯对人体和环境都存在严重危害，尤其是通过烘道进行高温烘培后，产生更多更强烈的气体。水性即涂技术面临大量水清洗和排放清洗污水后的污染问题，两者将逐步由绿色环保的预涂技术取代。

### 2.1.1 预涂技术成本劣势将改善

目前，预涂技术替代即涂技术的阻力主要是成本差异。据国家信息中心测算，预涂技术的覆膜成本相对水性即涂技术高出约 13.3%，高出溶剂型技术约 8.1%。成本主要分为原材料、电能耗用和人工成本三部分，预涂技术成本高于即涂技术主要是原材料成本较高，在电能耗用和人工成本方面，预涂技术占明显优势，几乎只有即涂技术的一半。

**表 5 预涂技术能耗、人工成本占优**

| 项目   | 水性即涂技术 | 溶剂型即涂技术 | 预涂技术  |
|------|--------|---------|-------|
| 原材料  | 91.2   | 96.0    | 108.6 |
| 电能耗用 | 4.9    | 4.9     | 1.5   |
| 人工成本 | 3.9    | 3.9     | 3.1   |
| 合计   | 100.0  | 104.8   | 113.3 |

资料来源：国家信息中心，东方证券研究所

随着劳动力资源紧缺以及劳动者职业健康意识的增强，即涂技术面临的人工成本上涨压力不断增强，相对于预涂技术的成本优势呈下降趋势。

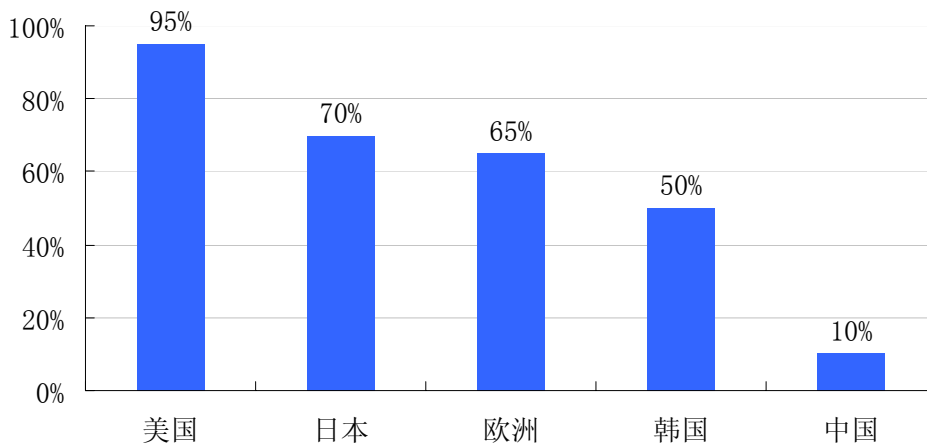
### 2.1.2 使用预涂膜在绿色印刷标准评价系统中，可得 10 分

《环境标志产品技术要求 印刷 第一部分：平版印刷》（征求意见稿）规定，若印刷产品使用预涂膜，可以得 10 分（满分为 100 分，得分在 60 分以上符合标准要求）。此规定将极大推动印刷品供应商使用预涂膜的积极性。在参与环保导向日益强烈的政府采购和国际贸易竞争中，获得环境标志的产品将大幅提升市场竞争力。

### 2.1.3 目前预涂技术占比低，成长空间广阔

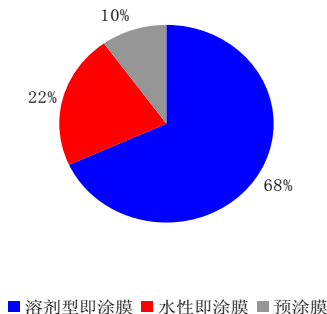
2008 年我国预涂膜占覆膜市场比重仅为 10%，而欧美国家预涂膜占比达到 70%以上，我国预涂膜替代性空间十分广阔。

**图 1 我国预涂膜替代性需求成长空间广阔**



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 2 我国覆膜市场格局



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

## 2.2 下游需求持续增长

预涂膜主要应用于工业印刷领域和商用印刷领域。据国家信息中心测算，2009-2011 年工业印刷和商业印刷领域对预涂膜需求量的复合增长率高达 56.5%，到 2011 年需求量为 11.5 万吨。

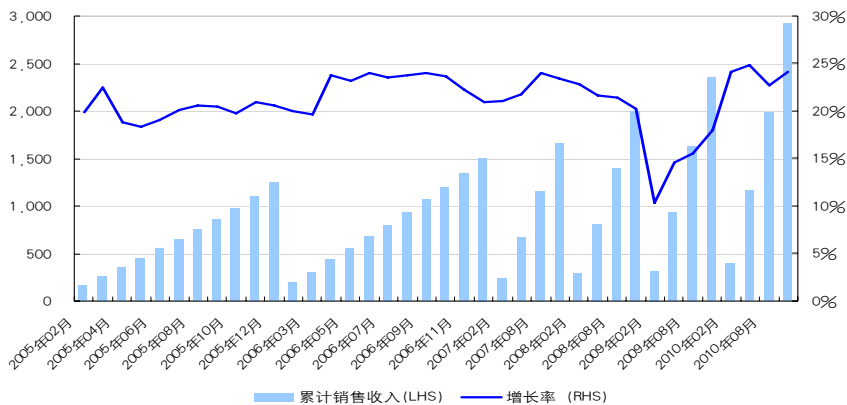
表 6 我国工业印刷、商业印刷对预涂膜需求

|      | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 复合增长率  |
|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 工业印刷 | 1.7  | 3.0   | 5.0   | 7.0   | 51.83% |
| 商用印刷 | 0.6  | 2.0   | 3.5   | 4.5   | 65.10% |
| 合计   | 2.3  | 5.0   | 8.5   | 11.5  | 56.50% |

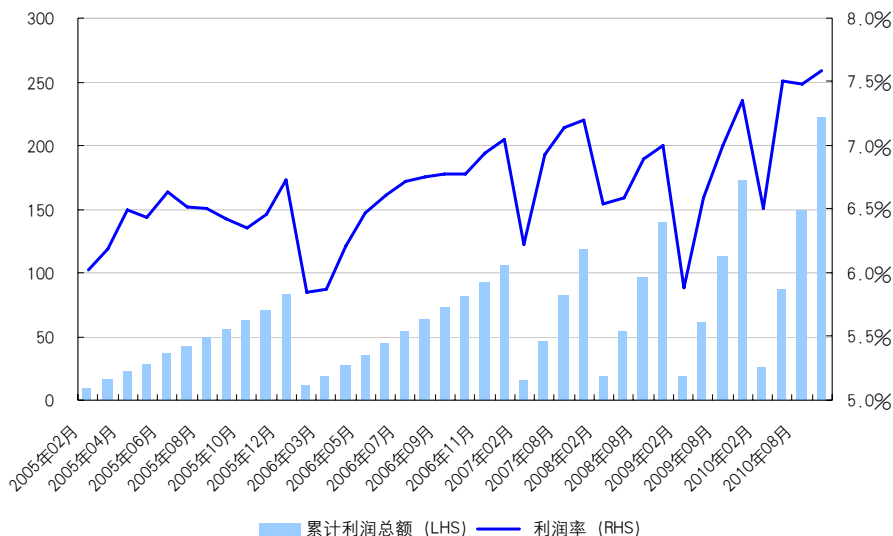
资料来源：招股说明书

我国印刷行业销售收入长期保持快速增长，即使在全球金融危机期间，2009 年 2 月的增速也达到 10% 以上，并快速恢复至 20% 以上的增速。同时行业利润率保持在 6% 以上并呈现向好趋势。

图 3 印刷行业销售收入长期保持高速增长



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

**图 4 盈利水平趋势向好**


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

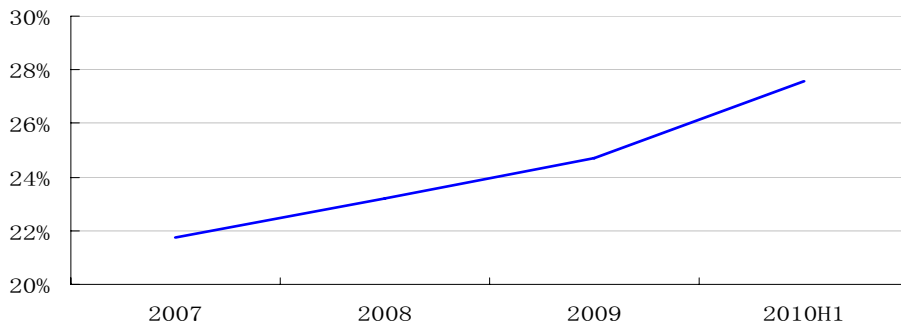
## 2.3 预涂膜应用领域拓展

预涂膜在新领域的应用，比如建筑行业的新建筑保温材料，电子产业的新型绝缘材料等，为预涂膜产业扩展提供广阔的空间和新的发展方向。

# 三、竞争优势：新品研发能力强、稳定客户群

## 3.1 新品开发改善盈利水平

公司具备国内领先的技术优势，研发力量强大，推出高毛利率水平的新产品，比如尼龙膜、金属膜等，盈利能力显著提升。

**图 5 新品推出提升公司盈利水平**


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

我们预计公司今年将加大新品投放力度，丝光膜、高粘性膜、建筑用膜、新一代数码膜、特种镀铝膜等将相继投入市场，我们预计新产品为公司 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.43 元、0.54 元。

**表 7 新品业绩贡献**

| 项目         | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|
| 收入(万元)     | 30,000 | 37,500 |
| 成本(万元)     | 19,800 | 24,750 |
| 毛利(万元)     | 10,200 | 12,750 |
| 销售管理费用(万元) | 1,957  | 2,446  |
| 税前利润(万元)   | 8,243  | 10,304 |
| 所得税(万元)    | 1,236  | 1,546  |
| 净利润(万元)    | 7,007  | 8,758  |
| 股数(万股)     | 16,160 | 16,160 |
| EPS(元)     | 0.43   | 0.54   |

资料来源：东方证券研究所

### 3.2 稳定客户群

公司起步早，产品质量长期保持稳定，具备良好的售后服务，在国内外市场享有较高知名度，与客户建立起长期的合作伙伴关系，客户资源不会轻易流失，公司的主要客户群体在未来一段时间内相对稳定。

**表 8 2009 年前五大客户（单位：万元）**

| 排名 | 客户                        | 销售额       | 营收占比   |
|----|---------------------------|-----------|--------|
| 1  | 无锡市联华印刷包装材料有限公司           | 6,203.56  | 17.02% |
| 2  | Kangde xin Europe         | 3,150.02  | 8.64%  |
| 3  | 张家港保税区强峰国际贸易有限公司          | 3,057.13  | 8.39%  |
| 4  | TRANSILWARP COMPANY, INC. | 2,242.81  | 6.15%  |
| 5  | 北京北达兴科科技有限公司              | 1,044.79  | 2.87%  |
|    | 合计                        | 15,698.31 | 43.08% |

资料来源：《招股说明书》

## 四、风险提示

### 4.1 原材料价格风险

原材料占公司预涂膜产品成本的比例超过 80%，预涂膜主要原材料为 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶，均为石油加工行业的下游产品，国际原油价格的波动将通过原材料采购价格直接影响产品的生产成本，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

### 4.2 市场风险

公司 2010 年产能达到 3.05 万吨，比上年增长 87.12%，公司通过积极开拓市场、加大新品研发和产业化力度来消化新增产能，若国内外市场需求未达到预期，可能导致公司产能闲置，进而影响公司盈利水平。

## 五、盈利预测与估值

我们预测公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.50、0.96、1.45 元，考虑到公司 2011 年至 2012 年间的高增长和公司的龙头地位，给予公司 2012 年 30 倍 PE，对应目标价 43.60 元，首次给予买入评级。

**表 9 盈利预测**

| 名称               | 2007A         | 2008A         | 2009A         | 2010E         | 2011E         | 2012E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>BOPP 预涂膜</b>  |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         | 13,950        | 17,549        | 24,344        | 29,700        | 30,967        | 58,905         |
| 产量（吨）            | 5,937         | 6,657         | 12,589        | 13,500        | 13,800        | 25,000         |
| 销量（吨）            | 6,100         | 6,730         | 11,950        | 13,500        | 13,800        | 25,000         |
| 单价（元）            | 22,868        | 26,075        | 20,371        | 22,000        | 22,440        | 23,562         |
| 营业成本（万元）         | 11,182        | 13,969        | 18,096        | 21,533        | 22,451        | 42,412         |
| 毛利率              | 19.85%        | 20.40%        | 25.66%        | 27.50%        | 27.50%        | 28.00%         |
| <b>BOPET 预涂膜</b> |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         | 990           | 1,406         | 2,375         | 7,050         | 7,191         | 12,584         |
| 产量（吨）            | 495           | 709           | 1,074         | 3,000         | 3,000         | 5,000          |
| 销量（吨）            | 461           | 565           | 1,059         | 3,000         | 3,000         | 5,000          |
| 单价（元）            | 21,461        | 24,885        | 22,428        | 23,500        | 23,970        | 25,169         |
| 营业成本（万元）         | 786           | 1,075         | 1,662         | 4,865         | 4,962         | 8,683          |
| 毛利率              | 20.63%        | 23.56%        | 30.04%        | 31.00%        | 31.00%        | 31.00%         |
| <b>覆膜机</b>       |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         | 709           | 3,656         | 2,783         | 4,731         | 4,825         | 5,066          |
| 营业成本（万元）         | 364           | 1,852         | 1,569         | 2,602         | 2,895         | 3,040          |
| 毛利率              | 48.63%        | 49.34%        | 43.62%        | 45.00%        | 40.00%        | 40.00%         |
| <b>BOPP 原材料</b>  |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         | -             | 2,834         | 6,531         | 8,490         | 8,914         | 9,806          |
| 营业成本（万元）         | -             | 2,692         | 6,028         | 7,811         | 8,201         | 9,021          |
| 毛利率              | -             | 5.01%         | 7.70%         | 8.00%         | 8.00%         | 8.00%          |
| <b>新产品</b>       |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         |               |               |               |               | 30,000        | 37,500         |
| 营业成本（万元）         |               |               |               |               | 19,800        | 24,750         |
| 毛利率              |               |               |               |               | 34.00%        | 34.00%         |
| <b>其他</b>        |               |               |               |               |               |                |
| 营业收入（万元）         | 745           | 523           | 408           | 448           | 493           | 592            |
| 营业成本（万元）         | 500           | 349           | 90            | 224           | 296           | 355            |
| 毛利率              | 32.81%        | 33.31%        | 78.00%        | 50.00%        | 40.00%        | 40.00%         |
| <b>收入合计（万元）</b>  | <b>16,393</b> | <b>25,968</b> | <b>36,440</b> | <b>50,419</b> | <b>82,391</b> | <b>124,453</b> |
| 收入增长率            |               | 58.40%        | 40.33%        | 38.36%        | 63.41%        | 51.05%         |
| <b>成本合计（万元）</b>  | <b>12,832</b> | <b>19,936</b> | <b>27,444</b> | <b>37,034</b> | <b>58,605</b> | <b>88,261</b>  |
| 综合毛利率            | 21.73%        | 23.23%        | 24.69%        | 26.55%        | 28.87%        | 29.08%         |

资料来源：东方证券研究所

## 附表

**表 10：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |            |              |              |              | 利润表             |        |       |       |       |
|----------------|------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元         |            |              |              |              | 单位：百万元          |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2009       | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>流动资产</b>    | <b>275</b> | <b>713</b>   | <b>798</b>   | <b>977</b>   | 营业收入            | 364    | 504   | 824   | 1,245 |
| 现金             | 161        | 573          | 600          | 700          | 营业成本            | 274    | 370   | 586   | 883   |
| 应收账款           | 34         | 47           | 76           | 115          | 营业税金及附加         | 0      | 0     | 0     | 1     |
| 其他应收款          | 1          | 1            | 2            | 3            | 营业费用            | 10     | 14    | 23    | 35    |
| 预付账款           | 40         | 40           | 40           | 40           | 管理费用            | 15     | 18    | 30    | 46    |
| 存货             | 36         | 48           | 76           | 115          | 财务费用            | 12     | 3     | -5    | -6    |
| 其他             | 4          | 4            | 4            | 4            | 资产减值损失          | 1      | 3     | 8     | 11    |
| <b>非流动资产</b>   | <b>283</b> | <b>331</b>   | <b>380</b>   | <b>405</b>   | 公允价值变动收益        | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0          | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 246        | 295          | 346          | 373          | 营业利润            | 52     | 96    | 182   | 276   |
| 无形资产           | 19         | 17           | 15           | 13           | 营业外收入           | 3      | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 18         | 18           | 18           | 18           | 营业外支出           | 0      | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | <b>558</b> | <b>1,044</b> | <b>1,178</b> | <b>1,382</b> | 利润总额            | 54     | 96    | 182   | 276   |
| <b>流动负债</b>    | <b>234</b> | <b>169</b>   | <b>184</b>   | <b>207</b>   | 所得税             | 8      | 14    | 27    | 41    |
| 短期借款           | 197        | 120          | 120          | 120          | 净利润             | 46     | 81    | 154   | 235   |
| 应付账款           | 26         | 36           | 56           | 85           | 少数股东损益          | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 10         | 13           | 8            | 2            | 归属于母公司净利润       | 46     | 81    | 154   | 235   |
| <b>非流动负债</b>   | <b>52</b>  | <b>3</b>     | <b>6</b>     | <b>11</b>    | EBITDA          | 65     | 126   | 213   | 309   |
| 长期借款           | 50         | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.40   | 0.50  | 0.96  | 1.45  |
| 其他             | 2          | 3            | 6            | 11           |                 |        |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | <b>286</b> | <b>172</b>   | <b>191</b>   | <b>218</b>   | <b>主要财务比率</b>   |        |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0          | 0            | 0            | 0            | 会计年度            | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本             | 121        | 162          | 162          | 162          | <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 资本公积           | 67         | 564          | 564          | 564          | 营业收入            | 40.3%  | 38.4% | 63.4% | 51.1% |
| 留存收益           | 85         | 146          | 262          | 438          | 营业利润            | 49.1%  | 48.8% | 77.7% | 52.2% |
| 归属母公司股东权益      | 273        | 872          | 987          | 1,164        | 归属于母公司净利润       | 60.1%  | 75.9% | 89.7% | 52.1% |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>558</b> | <b>1,044</b> | <b>1,178</b> | <b>1,382</b> | <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
|                |            |              |              |              | 毛利率             | 24.7%  | 26.5% | 28.9% | 29.1% |
| <b>现金流量表</b>   |            |              |              |              | 净利率             | 12.7%  | 16.1% | 18.7% | 18.9% |
| 单位：百万元         |            |              |              |              | ROE             | 17.0%  | 9.3%  | 15.6% | 20.2% |
| 会计年度           | 2009       | 2010E        | 2011E        | 2012E        | ROIC            | 11.6%  | 18.4% | 27.6% | 35.2% |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>46</b>  | <b>97</b>    | <b>148</b>   | <b>220</b>   | <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 净利润            | 46         | 81           | 154          | 235          | 资产负债率           | 51.2%  | 16.5% | 16.2% | 15.8% |
| 折旧摊销           | 11         | 25           | 25           | 27           | 负债权益比率          | 104.7% | 19.8% | 19.3% | 18.7% |
| 财务费用           | 10         | 3            | -5           | -6           | 流动比率            | 1.18   | 4.22  | 4.33  | 4.71  |
| 投资损失           | 0          | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 0.84   | 3.68  | 3.68  | 3.95  |
| 营运资金变动         | -22        | -16          | -37          | -50          | <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 其他             | 1          | 5            | 11           | 15           | 总资产周转率          | 0.75   | 0.63  | 0.74  | 0.97  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>12</b>  | <b>-76</b>   | <b>-82</b>   | <b>-62</b>   | 应收账款周转率         | 12.86  | 12.26 | 13.10 | 12.71 |
| 资本支出           | -16        | -76          | -82          | -62          | 应付账款周转率         | 13.78  | 11.96 | 12.76 | 12.51 |
| 长期投资           | 2,792      | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 其他             | -2,764     | 0            | 0            | 0            | 每股收益            | 0.40   | 0.50  | 0.96  | 1.45  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>75</b>  | <b>391</b>   | <b>-38</b>   | <b>-58</b>   | 每股经营现金流         | 0.38   | 0.60  | 0.91  | 1.36  |
| 短期借款           | 50         | 11           | 0            | 0            | 每股净资产           | 2.25   | 5.39  | 6.11  | 7.20  |
| 长期借款           | 0          | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| 普通股增加          | 20         | 40           | 0            | 0            | P/E             | 77.8   | 61.5  | 32.4  | 21.3  |
| 资本公积增加         | 30         | 497          | 0            | 0            | P/B             | 13.77  | 5.75  | 5.07  | 4.30  |
| 其他             | -25        | -158         | -38          | -58          | EV/EBITDA       | 78.5   | 36.5  | 21.6  | 14.6  |
| <b>现金增加额</b>   | <b>133</b> | <b>412</b>   | <b>27</b>    | <b>100</b>   |                 |        |       |       |       |

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

## 分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)