

公告点评

“超纤”供不应求，公司新增产能大幅释放

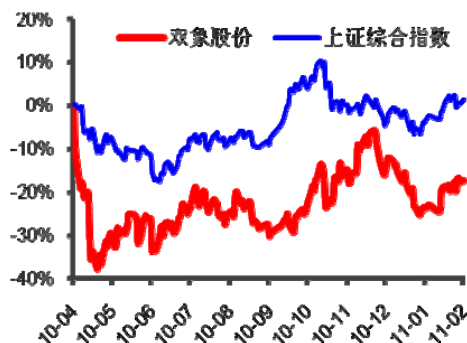
化工新材料

2011 年 3 月 1 日

评级：强烈推荐（上调）

合理价格：40.6 ~ 46.4 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——双象股份（002395.SZ）业绩快报点评

投资要点：

- 公司公布业绩快报，2010 年营业收入为 5.05 亿，同比增长 10.61%，归属上市公司股东的净利润为 4485.34 万，同比增长 6.37%，每股收益为 0.55 元。
- 影响公司业绩的主要原因是受“财政部 25 号文”影响，发行权益性证券过程中发生的广告费、路演费、上市酒会费等费用，应当计入当期损益，因此将 575 万费用计入当期损益，影响了公司净利润。
- 超细纤维 PU 革消费量增长迅猛，生产能力难以满足消费增长。我国超细纤维 PU 革的消费量逐年提高，2009 年的我国超细纤维的消费量约为 0.706 亿平方米，同比增长了 61.6%，预计 2011 年的消费量为 1.1 亿平方米，2012 年的消费量为 1.29 亿平方米，两年的增长率都将保持在 20%以上。近两年，超细纤维的龙头企业都在不断扩产，预计新增产能约为 2000 万平方米，相对于 1.2 亿平方米的消费需要，产能仍难以满足消费需求的增长。2011 ~ 2012 年，超细纤维行业整体仍处于供不应求的局面。
- 新产品性能更优，定位高端市场。公司瞄准于高端市场，依靠技术优势、成本优势和服务质量与日韩企业在高端市场展开竞争，进而实现进口替代，目前日韩企业的合成革产品的价格约为 100 ~ 120 元/米，双象股份募投项目生产的超细纤维的价格约为 80 ~ 100 元/米（含税），目标市场主要集中在对于超纤需求量比较大的鞋革和家具革，同时具有高附加值的汽车内饰用合成革也是公司未来的目标市场。
- 估值与评级，预计公司 11 ~ 12 每股收益为 1.16 元和 1.64 元，近 4 年公司净利润复合增长率约为 50%，考虑到公司良好的成长性，给予 11 年 35 ~ 40 倍市盈率，合理价格为 40.6 ~ 46.4 元，给予“强烈推荐”的评级。

目录:

1、产品结构完整，超细纤维PU革是新的利润增长点	3
2、超细纤维PU革是合成革行业未来的发展方向	4
2.1 超细纤维属于高附加值产品，是合成革行业未来的发展方向	4
2.2 下游需求稳定提高	4
2.3 国内超细纤维PU革进口量逐年提高，产品供不应求	5
2.4 新建产能远落后于需求增长，供不应求仍将延续	6
2.5 技术和服 务是“超纤”行业的主要竞争手段	6
2.5.1 生产“超纤”皮革需要较高的技术水平	6
2.5.2 皮革生产企业多专注于细分市场	6
3、近两年双象股份产能将集中释放	7
3.1 完善营销渠道保证产能稳定释放	7
3.2 技术国内首创，新产品性能更优	7
3.3 定位于鞋革和汽车内饰革领域，凭借技术优势实现进口替代	8
4、成本分析——产品贴近消费，成本变动较小	8
4.1 普通超细纤维	8
4.2 超细旦聚氨酯短纤维	9
5、盈利预测及估值	9
6、风险提示	10

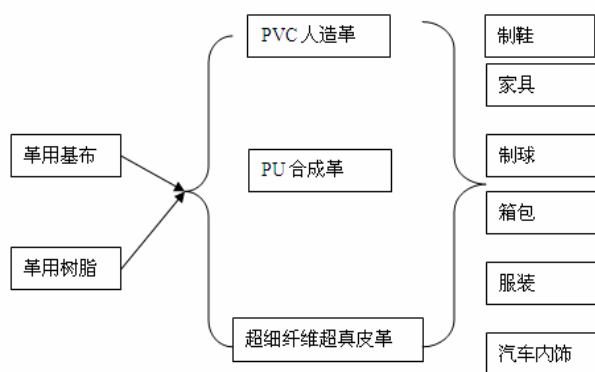
图表目录:

图表 1: 公司产品结构及其下游应用	3
图表 2: 2007~2010H 主营业务收入构成 (单位: 百万元)	3
图表 3: 2007~2010H 主营业务利润构成 (单位: 百万元)	3
图表 4: 2007~2010H 各业务的毛利率变化情况 (单位: %)	3
图表 5: 人造革和合成革各类产品性能及用途对比	4
图表 6: 超细纤维 PU 革消费量变化 (单位: 亿平方米)	5
图表 7: 2009 年超细纤维 PU 革的下游消费结构	5
图表 8: 近几年全球超细纤维生产量 (单位: 万平方米)	5
图表 9: 近几年我国超细纤维消费量 (单位: 万平方米)	5
图表 10: 超细纤维 PU 合成革的产量及新增产量 (单位: 万平方米)	6
图表 11: 各类超细纤维的生产工艺和性能对比	8
图表 12: 普通超细纤维产品的销售成本 (单位: 元/平方米)	9
图表 13: 华峰超纤生产的贴面革的销售成本 (单位: 元/米)	9
图表 14: 公司主要产品销量及毛利率假设	10

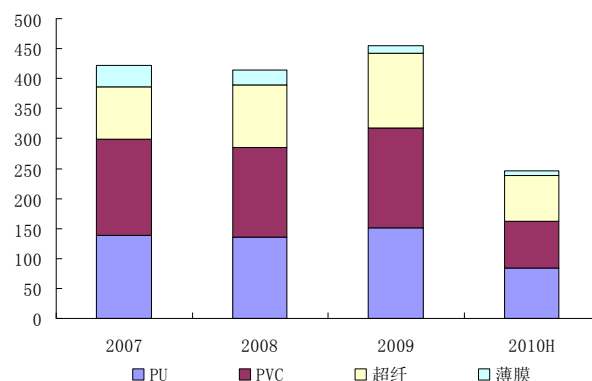
1、产品结构完整，超细纤维PU革是新的利润增长点

公司主要从事人造革合成革的研究、生产和销售，是国内唯一一家同时具备 PVC 合成革、PU 合成革和超细纤维合成革生产能力的生产制造企业，目前公司形成了“三横五纵”的产品结构，产品覆盖鞋革、球革、家具革、箱包革、汽车内饰五大类，公司有能力为客户提供“一站式”服务，因此可以显著降低客户的采购成本。

图表 1：公司产品结构及其下游应用



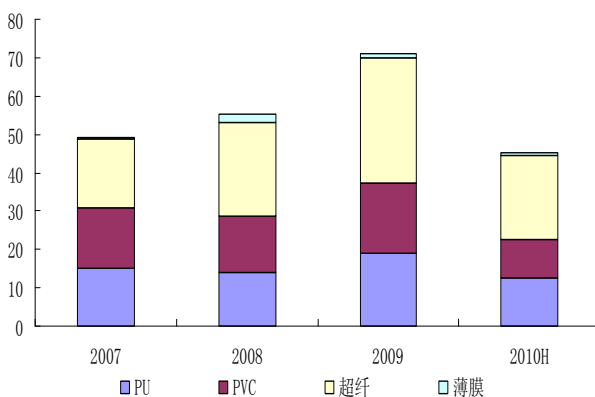
图表 2：2007～2010H主营业务收入构成（单位：百万元）



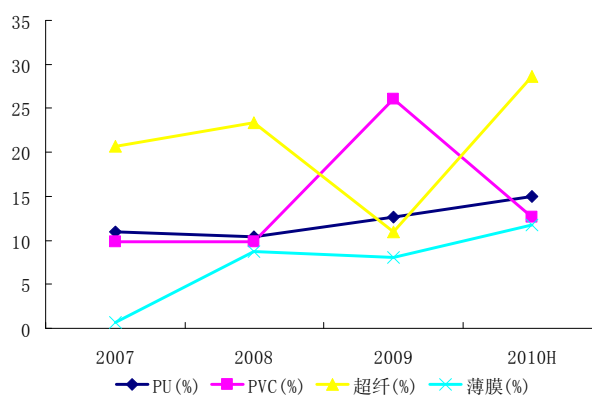
数据来源：国联证券研究所

从主营业务收入来看，近三年，PVC 合成革、PU 合成革和超细纤维合成革的营业收入各占三分之一，从毛利率来看，超细纤维的毛利率在 09 年比较低，但是在 10 年，其毛利率却大幅上扬，而 PU 合成革的毛利率相对比较稳定，从营业利润来看，超细纤维的营业利润比重不断增加，在 09 年较低毛利率的情况下，超细纤维的营业利润的比重仍在不断上升。

图表 3：2007～2010H主营业务利润构成（单位：百万元）



图表 4：2007～2010H各业务的毛利率变化情况（单位：%）



数据来源：国联证券研究所

目前公司重点发展超细纤维，超细纤维将是公司新的利润增长点，因此我们重点分析超细纤维 PU 合成革行业。

2、超细纤维PU革是合成革行业未来的发展方向

2.1 超细纤维属于高附加值产品，是合成革行业未来的发展方向

按照使用材料和生产工艺的不同，人造革合成革行业的产品分为三类：PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维 PU 合成革，这三种产品代表了合成革行业的三个不同阶段的技术水平和产品性能。

超细纤维 PU 合成革凭借环保性能和良好的物理化学性能将成为未来合成革行业的发展方向。由于天然皮革数量的不足，人造革和合成革将逐步取代天然皮革。在人造革合成革产品中，PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维 PU 合成革也存在着相互竞争关系。PVC 人造革在性能上的劣势和工艺上的落后，将来逐渐被淘汰。目前日本已经在汽车装饰材料中禁止使用产品，欧盟也对 PVC 人造革的生产和销售进行限制。普通 PU 合成革是目前市场的主要产品，但是其性能与真皮仍存在较大的差距，超细纤维 PU 合成革凭借良好的环保性能和优异的物理化学性能逐步替代真皮，将成为未来市场的发展方向。

图表 5：人造革和合成革各类产品性能及用途对比

性能	PVC 人造革	普通 PU 合成革	超细纤维 PU 合成革
类比天然皮革	外观相似	外观、表层强度	外观、表层强度、内部结构、舒适性
基布	针织布、机制布	针织布、机制布或粗旦合成纤维无纺布	三维立体结构的超细纤维无纺布
涂层	PVC 树脂	PU 树脂	高性能 PU 树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理、化学性质	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标很差	强度、耐磨度、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感很好，最接近真皮，部分指标性能优于真皮
价格区间	10~15 米/元	20~80 米/元	40~150 米/元
用途	一般装饰品、低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰	一般装饰品、中低档箱包革、球革、家具革、汽车内饰	高档鞋革、家具革、服装革、汽车内饰革、球革、箱包革
环保	生产与废弃物均有一定程度污染	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保
发展趋势	逐步淘汰	企业众多、竞争激烈	是未来市场的主导产品
性能	PVC 人造革	普通 PU 合成革	超细纤维 PU 合成革

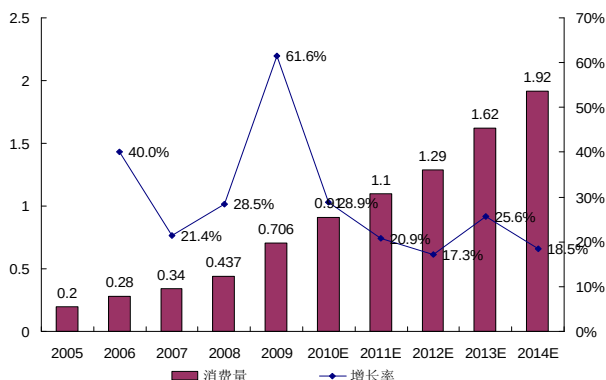
数据来源：国联证券研究所

2.2 下游需求稳定提高

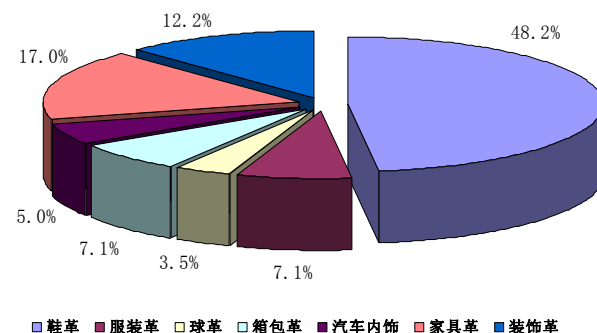
从历史来看，我国超细纤维 PU 革的消费量逐年提高，2009 年的我国超细纤维的消费量约为 0.706 亿平方米，同比增长了 61.6%，预计 2011 年的消

费量为 1.1 亿平方米，2012 年的消费量为 1.29 亿平方米，两年的增长率都将保持在 20% 以上。

图表 6: 超细纤维PU革消费量变化 (单位: 亿平方米)



图表 7: 2009 年超细纤维PU革的下游消费结构



数据来源: 国联证券研究所

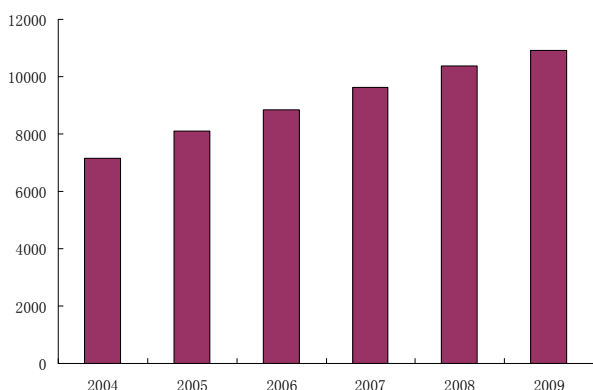
从消费结构来看, 超细纤维的下游需求比较广泛, 其中鞋革、家具革和装饰革是主要的应用领域, 以 2009 年为例, 这三个领域的合计超细纤维消耗量占总消费量的 77.4%, 以 2011 年为例, 预计鞋革、家具革和装饰革对于超细纤维 PU 革的需求量分别为 4100 万平方米、2100 万平方米和 900 万平方米, 同比增长 19.5%、16% 和 22%。

2.3 国内超细纤维PU革进口量逐年提高, 产品供不应求

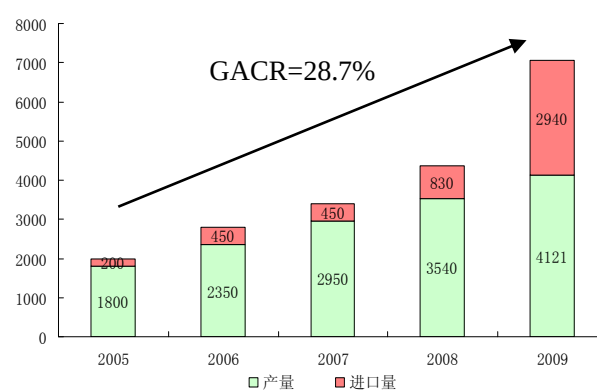
从全球范围来看, 超细纤维的生产主要集中在日本、韩国、台湾地区和中國, 近五年, 世界超细纤维的生产量保持稳定增长, 即使遭受金融危机的影响, 世界超细纤维的生产量仍然保持增长。

2009 年, 中国生产 4121 万平方米, 占全球产量的 37.7%。在我国, 超细纤维超真皮革的消费量保持 28.7% 的年均复合增长率, 而且进口依存度逐步提高, 从 2005 年的 10% 提高到 2008 年的 18.9%, 2009 年超细纤维的进口依存度直接上升到 41.6%, 随着人们生活水平的提高和消费升级的逐步深化, 国内超细纤维 PU 革的需求量会越来越大。

图表 8: 近几年全球超细纤维生产量 (单位: 万平方米)



图表 9: 近几年我国超细纤维消费量 (单位: 万平方米)



数据来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会

2.4 新建产能远落后于需求增长，供不应求仍将延续

2010 年我国超细纤维预计消费量约为 1 亿平方米，2010 年我国超细纤维生产企业都没有新增产能，预计国内超纤产量不会大幅上升，依据历史每年 600 万平方米的年增长速度来计算，2010 年的生产量预计为 4000 万平方米左右，相对于 1 亿平方米的需求量，国内的生产量仍然保持供不应求的局面。最近两年超细纤维的龙头企业都在不断扩产，近两年预计新增产能约为 2000 万平方米，但是相对于 1.2 亿平方米的消费需要，产能仍供不应求。因此 2011~2012 超细纤维行业整体处于供不应求的局面。

图表 10：超细纤维 PU 合成革的产量及新增产量（单位：万平方米）

主要企业	2009 年生产量	2010 生产能力	近 2 年新增产能情况
上海华峰超纤材料股份有限公司	909	600	300 万平方米合成革，360 万基布
山东同大海岛新材料有限公司	625	600	300 万平方米合成革
浙江禾欣实业集团股份有限公司	435	658	约 380 万平方米
浙江科一合成革有限公司	291	180	
无锡双象超纤材料股份有限公司	272	300	600 万平方米
温州黄河皮革有限公司	259	200	
温州隆上超纤有限公司	180		
浙江梅盛超纤有限公司	80		
山东鑫龙高科有限公司	80		
山东友谊超纤有限公司	50		
厦门泓信超纤有限公司	50		
合计	3231		约 2000 万平方米

数据来源：华峰超纤招股说明书 国联证券研究所 注：上海华峰的产量包含基布和合成革

2.5 技术和服务是“超纤”行业的主要竞争手段

2.5.1 生产“超纤”皮革需要较高的技术水平

目前国内整个合成革行业的竞争格局包括三个层次：

第一个层次为低端市场，主要以 PVC 人造革产品为主，企业众多，技术含量偏低，价格区间 10~15 元/米，毛利率低，产品种类单一，竞争比较激烈，因此竞争的手段主要是价格优势；

第二个层次为中档市场，主要以 PU 合成革为主，大部分企业都可以生产，技术含量一般，价格区间 20~80 元/米，竞争比较激烈，竞争优势来源于规模优势和成本优势；

第三个层次为高端市场，主要以超细纤维为主，该产品技术含量高，生产工艺复杂，具有极强的技术壁垒。主要应用中高档市场，包括汽车内饰、高端家具和高档鞋革和球革，目前国内产量有限，每年需大量进口，竞争环境相对比较宽松，因此企业的竞争优势主要建立在技术优势和服务水平上面；

2.5.2 皮革生产企业多专注于细分市场

对于“超细纤维”行业而言，下游的应用比较广泛，因此生产企业未来的发展方向为专注于细分市场。日韩企业和国内的企业都专注于单一的细分市场。国内企业主要集中在鞋类、家具沙发、手套等应用方面，而代表世界先进技术水平日本企业主要专注于汽车、医疗和服装等高端领域。

目前，国内生产超细纤维的领先企业包括禾欣股份、山东同大、双象股份和华峰超纤都瞄准于高端市场，依靠技术优势、成本优势和服务质量与日韩企业在高端市场展开竞争，进而实现进口替代，目前日韩企业的合成革产品的价格约为 100~120 元/米，而双象股份募投项目生产的超细纤维的价格约为 80~100 元/米（含税），目标市场主要集中在对于超纤需求量比较大的鞋革和家具革，同时具有高附加值的汽车内饰用合成革也是公司未来的目标市场。

3、近两年双象股份产能将集中释放

3.1 完善营销渠道保证产能稳定释放

公司募投项目包括两条生产线，第一条 300 万平方米的生产线 2010 年底已经投产，第二条 300 万平方米预计 2011 年 8 月投入生产，预计 2010 年、2011 和 2012 年超细纤维的生产量约为 20 万平方米、345 万平米和 570 万平方米。

募投产品已经通过了小试和中试，乔丹（中国）、皮特和匹克等试用过样品后，均认为产品的弹性、透气性等物理指标良好，符合其高档运动鞋的选材标准。

目前公司对于募投产品按照原定销售计划，首先利用现有的营销渠道销售新产品，通过加强技术服务深化与现有老客户的合作关系；其次，加大新客户的开发力度，尤其重视比较依赖进口的生产企业；第三，加大技术投入，完善生产工艺，增强市场反应能力，力争进入国际知名制造商，例如整车生产企业和制鞋企业。

3.2 技术国内首创，新产品性能更优

双象股份的募投产品 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革在生产技术、工艺、原材料等方面得到了突破和创新，因此赋予了产品更优良的物理性能和更广阔的功能。

超细纤维超真皮革生产技术复杂，主要包括纺丝（生产超细纤维）、非织造成网、树脂浸渍、化学减量、表面整饰等五道工序。其中纺丝的生产技术最为关键和复杂，原材料、丝的细度、均匀度、稳定性等直接决定着超细纤维超真皮革成品的物理性能和品质。

在生产工艺方面，定岛技术比不定岛技术在染色、稳定性和后处理方面的性能更优。“超细纤维”的工艺主要有定岛复合纺丝技术和不定岛共混熔融纺丝技术。不定岛超细纤维海岛结构及其岛数目的不稳定性，容易导致后道工序处理的不稳定性，在染整过程中，不定岛技术容易影响超真皮革产品的染色效果。受不定岛纺丝法本身的缺陷以及国内企业技术工艺所限，束状超细纤维超真皮革目前主要应用于鞋和家具，并逐步应用于汽车内饰，但还不能用于比赛用球和服装等领域。定岛超细纤维制作的超细纤维超真皮革产品在手感、仿真皮风格、机械性能和染色性能等各方面有了更大的改善，对开发高端的超细纤维超真皮革产品具有相当的吸引力，尤其适合在服装和汽车内饰领域的应用。

在原材料方面，创造性地将具有优良弹性的**聚氨酯短纤维**作为增强材料的一部分，这极大地提高了超细纤维超真皮革的弹性功能，改善了穿着的舒

适性。

图表 11：各类超细纤维的生产工艺和性能对比

名称	现有束状超细纤维	募投项目	日本混合融纺纤维
原料	PA PE	TPU PE	PA PE
纺丝组件	不定岛组件	定岛组件	不定岛组件
纺丝工艺	混合熔融纺	复合纺	混合熔融纺
产品性能	非弹性	弹性	非弹性
	染色性能差	易染色	易染色
非织造技术原料	单一纤维	弹性纤维和非弹性纤维	单一纤维

数据来源：国联证券研究所

3.3 定位于鞋革和汽车内饰革领域，凭借技术优势实现进口替代

公司募投产品定位于高端市场，主要针对鞋革、家具革以及汽车内饰用合成革，鞋用革和家具革是超纤产品最大的下游，因此公司 600 万平方米的募投项目中高档鞋革的生产能力是 250 万平方米，家具革的生产能力约为 120 万平方米。汽车内饰用革也是公司的目标市场，由于汽车内饰革具有较高的附加值，同时具有认证壁垒，因此也是公司未来的主要目标市场，目前公司的产品主要汽车 4S 店销售，未来将逐步拓展到整车市场。

与日本超纤厂商相比，我国厂商在非织造布、涂层和表面整饰等工序的生产工艺基本相同，但是日本厂商在工艺生产和材料选择方面有独到的技术积累，因此同样的生产工艺可以生产出高质量的产品。

双象股份采用定岛技术和选用新材料生产出的新产品的各项性能指标达到日本高端超细纤维的性能，但是价格却是日本同类高端超纤产品的 70%，预计平均价格在 70 元/平方米左右（不含税），毛利率预计在 35%~40%，因此具有较强的竞争力，有望实现“进口替代”。

4、成本分析——产品贴近消费，成本变动较小

公司现有的超细纤维依照生产技术的不同，可以分为超细旦聚氨酯短纤维和普通超细纤维，2010 年公司主要生产普通超细纤维，2011 年将加大超细旦聚氨酯超细纤维的生产，我们首先分析普通超细纤维的生产成本，然后估计超细旦聚氨酯超细纤维的生产成本。

4.1 普通超细纤维

从表中可以看出，公司生产成本约为 35 元/平方米，近三年变化幅度不是很大，对于普通超细纤维而言，以 2009 年为例，材料成本占比为 72.3%，人工费用占比 0.69%，制造费用占比约为 27%，可以看出公司产品对于原材料的依赖性不是很强，而且主要原材料包括有尼龙、聚乙烯、多元醇等，因此对于单个原材料的价格不是很敏感。

从产品近三年的每平方米毛利的变化情况来看，公司产品毛利保持在每平方米约为 12 元的范围附近，公司目前的产能利用率比较高，因此预计未来产量不会大幅度的变化，因此，普通超细纤维的毛利将保持稳定。

图表 12: 普通超细纤维产品的销售成本 (单位: 元/平方米)

普通超纤	2009	2008	2007
销售价格	46.20	48.28	45.59
单位成本	34.17	36.98	36.17
毛利率	26.04%	23.41%	20.66%

数据来源: 国联证券研究所

上海华峰超纤生产的贴面革与公司主营产品类似, 因此我们将上海华峰超纤的贴面革的生产成本列表如下:

图表 13: 华峰超纤生产的贴面革的销售成本 (单位: 元/米)

贴面革产品	2009	2008	2007
尼 龙	5.59	8.30	9.33
聚乙烯	3.29	4.77	4.71
MDI	3.78	3.83	4.64
多元醇	6.89	8.33	9.2
其 他	9.74	10.56	11.38
小计	29.31	35.79	39.26
燃料动力	6.79	8.52	6.75
人工工资	1.79	2.24	2.51
制造费用	3.51	4.24	3.92
单位成本合计	41.40	50.79	52.44
销售单价	59.67	63.94	64.71

数据来源: 国联证券研究所 注: 一米长度面积=1.37 平方米

通过对比华峰超纤和双象股份普通超细纤维的生产成本, 可以得知普通超细纤维的生产成本基本保持稳定, 变化范围不是很大。

4.2 超细旦聚氨酯短纤维

超细旦聚氨酯短纤维与普通超细纤维的区别主要有两点, 一个是采用定岛复合技术, 一个是首次采用超细旦聚氨酯短纤维, 采用定岛技术和使用超细旦短纤维可以使超细纤维超真皮革在手感、机械性能和染色性能得到极大的改善, 由于定岛复合技术对于设备的依赖性很强, 同时添加了超细旦聚氨酯短纤维, 因此其成本预计将大幅上升, 成本约为 45 元/平方米左右, 不含税的价格约为 70 元/平方米, 毛利率约为 35%。

5、盈利预测及估值

公司通过产能扩张, 将形成以超细纤维为新的利润增长点多元化的产品结构。根据公司历史数据及市场数据, 我们盈利预测假设条件如下:

- 1、假设 2010 年、2011 和 2012 年超细纤维的生产量约为 20 万平方米、345 万平米和 570 万平方米;
- 2、公司所得税按照 15 % 计算;
- 3、公司各类产品的具体销量、销售价格以及毛利率的假设如表所示;

图表 14: 公司主要产品销量及毛利率假设

产品	项目	2009	2010E	2011E	2012E
超细旦聚氨 酯短纤维	销量(万平方米)		20.00	345.00	570.00
	销售价格(元/平方米)		70.00	70.00	70.00
	销售收入(万元)		1,400	24,150	39,900
	毛利率(%)		35.0%	35.0%	36.0%
普通超细纤 维	销量(万平方米)	272.00	360.00	290.00	290.00
	销售价格(元/平方米)	46.28	45.00	45.00	45.00
	销售收入(万元)	12586.87	16200.00	13050.00	13050.00
	毛利率(%)	26.04%	26.00%	26.00%	26.00%
PU 革	销量(万平方米)	1370.00	1370.00	1350.00	1350.00
	销售价格(元/平方米)	12.88	12.00	12.20	12.30
	销售收入(万元)	15080.34	16,440	16,470	16,605
	毛利率(%)	12.7%	12.5%	13.0%	13.0%
PVC 革	销量(万平方米)	2451	2,340.00	2,340.00	2,340.00
	销售价格(元/平方米)	5.96	8.42	8.78	8.78
	销售收入(万元)	16624.78	16848	17550	17550
	毛利率(%)	10.92%	10.20%	10.50%	10.50%

数据来源: 国联证券研究所

鉴于以上条件, 我们预计公司 11~12 每股收益为 1.16 元和 1.64 元, 近 4 年公司净利润复合增长率约为 50%, 考虑到公司良好的成长性, 给予 11 年 35~40 倍市盈率, 合理价格为 40.6~46.4 元, 给予“强烈推荐”的评级。

6、风险提示

募集投资项目投产进度低于预期的风险

公司募集投资项目中, 很多产品属于新产品, 新产品可能由于生产工艺的影响, 募集投资项目可能存在投产进度低于预期的风险

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/03/01				
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	414.57	456.56	529.88	733.20	892.05	现金	52.85	133.19	589.19	631.08	719.38
YOY(%)	-2.6%	10.1%	16.1%	38.4%	21.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	358.49	385.29	443.45	573.23	672.79	应收款项净额	49.10	61.28	71.12	98.41	119.73
营业税金及附加	1.52	2.13	2.47	3.42	4.16	存货	124.12	115.72	134.69	174.49	204.85
销售费用	4.27	5.35	6.36	8.80	10.70	其他流动资产	7.92	11.61	13.47	18.64	22.68
占营业收入比(%)	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	流动资产总额	233.99	321.80	808.47	922.63	1,066.64
管理费用	8.99	10.17	23.84	29.33	35.68	固定资产净值	118.14	106.48	141.94	169.81	200.95
占营业收入比(%)	2.2%	2.2%	4.5%	4.0%	4.0%	减: 资产减值准备	(0.99)	(1.25)	0.00	0.00	0.00
EBIT	41.20	53.52	53.75	118.41	168.70	固定资产净额	117.15	105.23	141.94	169.81	200.95
财务费用	4.11	3.19	0.54	(2.44)	(2.70)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.0%	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.3%	在建工程	4.85	4.85	7.43	15.10	16.98
资产减值损失	(0.99)	(1.25)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	122.00	110.08	149.36	184.91	217.94
营业利润	36.10	49.07	53.20	120.86	171.40	无形资产	0.41	0.30	0.29	0.28	0.26
营业外净收入	3.41	0.76	0.76	0.76	0.76	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.51	49.83	53.96	121.62	172.16	其他长期资产	1.11	1.25	1.25	1.25	1.25
所得税	6.23	7.66	8.09	18.24	25.82	资产总额	357.51	433.43	959.38	1,109.06	1,286.09
所得税率(%)	15.8%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	65.00	35.00	0.00	0.00	0.00
净利润	33.28	42.17	45.87	103.37	146.34	应付款项	109.08	132.85	154.63	200.32	235.17
占营业收入比(%)	8.0%	9.2%	8.7%	14.1%	16.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	13.08	17.17	20.52	26.54	31.23
归属母公司净利润	33.28	42.17	45.87	103.37	146.34	流动负债	187.16	185.02	175.15	226.87	266.40
YOY(%)	2.8%	26.7%	8.8%	125.4%	41.6%	长期借款	10.00	40.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.50	0.63	0.51	1.16	1.64	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	4.81	10.70	16.59	22.48	28.37
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	201.97	235.72	191.74	249.35	294.77
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	-2.6%	10.1%	16.1%	38.4%	21.7%	股东权益	155.54	197.71	767.64	859.72	991.32
营业利润	0.7%	35.9%	8.4%	127.2%	41.8%	负债和股东权益	357.51	433.43	959.38	1,109.06	1,286.09
净利润	2.8%	26.7%	8.8%	125.4%	41.6%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	13.5%	15.6%	16.3%	21.8%	24.6%	税后利润	33.28	42.17	45.87	103.37	146.34
净利率(%)	8.0%	9.2%	8.7%	14.1%	16.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	21.4%	21.3%	6.0%	12.0%	14.8%	公允价值变动	0.99	1.25	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.3%	9.7%	4.8%	9.3%	11.4%	折旧和摊销	14.39	14.69	11.98	14.47	16.98
偿债能力						营运资金的变动	-27.22	26.40	-0.91	-14.66	-10.29
流动比率	1.25	1.74	4.62	4.07	4.00	经营活动现金流	21.44	84.51	56.94	103.18	153.03
速动比率	0.59	1.11	3.85	3.30	3.23	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	56.5%	54.4%	20.0%	22.5%	22.9%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-1.68	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	116.0%	105.3%	55.2%	66.1%	69.4%	投资活动现金流	0.00	-1.68	-50.00	-50.00	-50.00
应收账款周转天数	43.23	48.99	48.99	48.99	48.99	股权融资	-0.12	0.00	529.27	0.00	0.00
存货周转天数	131.04	113.29	113.29	113.29	113.29	长期贷款的增加/	-45.00	30.00	-40.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.50	0.63	0.51	1.16	1.64	股利分配	-4.49	-3.34	-5.21	-11.29	-14.73
每股净资产	2.32	2.96	8.59	9.62	11.09	计入循环贷款前融	-49.61	26.66	484.06	-11.29	-14.73
估值比率						循环贷款的增加/(	90.08	-55.81	-35.00	0.00	0.00
P/E	5,835.7	4,605.4	5,658.3	2,510.7	1,773.5	融资活动现金流	-9.02	-2.49	449.06	-11.29	-14.73
P/B	1,248.6	982.3	338.1	301.9	261.8	现金净变动额	12.42	80.34	456.00	41.89	88.30

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。