

目 录

国内领先的防静电/洁净室系统解决方案提供商	4
电子信息行业需求规模仍将保持快速成长	5
电子信息行业收入和固定资产投资持续增长	5
电子信息产业结构升级步伐加快	6
电子信息行业市场需求预测	6
新版 GMP 颁布带来新机遇	7
新版 GMP 大幅提高药品生产企业的洁净度标准	7
新版 GMP 催生百亿规模中高端市场，行业优势企业受益	8
公司竞争优势分析	9
“一站式”服务和系统解决方案	9
技术优势突出	9
“合适的战略”驱动公司快速成长	10
围绕客户协同销售	11
定位于中高端市场以充分发挥优势	12
品牌客户和过往案例奠定快速成长基础	12
募投项目支撑公司业绩加速增长	13
盈利预测	13
估值分析	14
风险提示	15

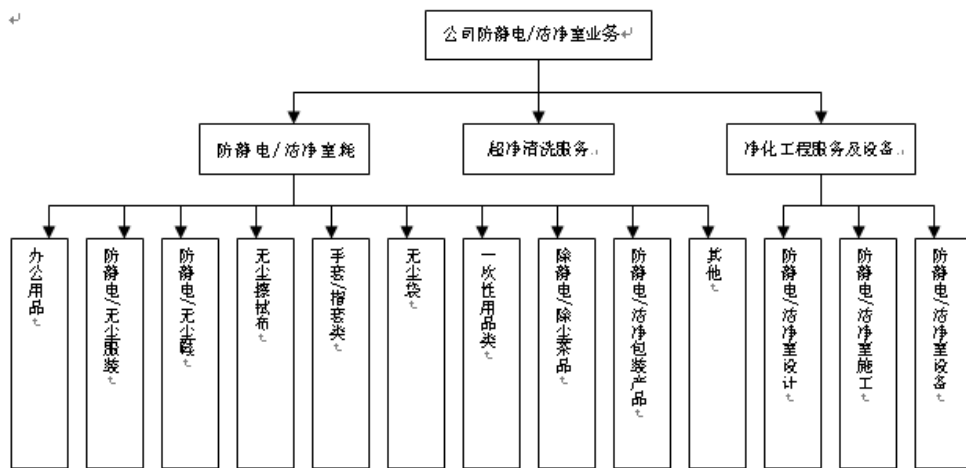
图表目录

图 1: 公司业务和产品结构图	4
图 2: 过去几年营业收入持续增长, 复合增速达 44.2%	4
图 3: 公司 2006 年主营收入结构图	5
图 4: 公司 2009 年主营收入结构图	5
图 5: 过去几年我国电子信息行业收入持续增长	5
图 6: 过去几年电子信息行业固定资产投资快速增长	5
图 7: 国内电子信息产业集群分布, IC、光电子、LED 等上游元器件快速增长 ..	6
图 8: 电子信息行业防静电/洁净市场规模预测	7
图 9: 公司市场份额不断提升, 未来趋势不改	10
图 10: 公司围绕客户不断延伸产品链	11
表格 1: 新版 GMP 和旧版 GMP 对药企洁净度要求的变化 (节选部分)	7
表格 2: 新版、旧版 GMP 关于洁净度要求的对比	8
表格 3: 行业经营模式分类	9
表格 4: 公司技术处于国内领先, 并达到或接近国际水平	10
表格 5: 历年研发投入	10
表格 6: 公司通过“推拉式”的协同销售, 不同扩展客户的业务范围	11
表格 7: 公司技术实力可满足各行业洁净度需求 (如下), 无跨行业壁垒	12
表格 8: 投资项目产能和预估收入概况	13
表格 9: 盈利预测核心假设	14
表格 10: 可比公司一致盈利预测及估值	14

国内领先的防静电/洁净室系统解决方案提供商

公司是行业中极少数能为客户提供系统解决方案的供应商之一，可以向客户提供“一站式”服务。公司主要业务分为三块：防静电/洁净室耗材；超净清洗服务，以及净化工程服务，即防静电/洁净室的设计、施工、维护等服务。其中防静电/洁净室可控制环境洁净度，防止静电和外污染源；防静电/洁净室耗材可控制人体活动静电和内污染源；超洁净清洗服务于可多次清洗使用的耗品，既能降低公司成本，专业的清洗还能延长产品寿命。

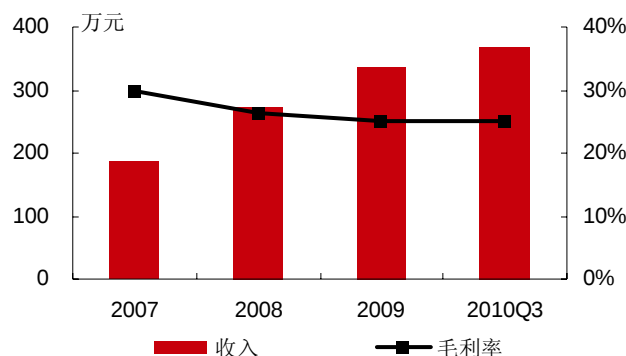
图 1： 公司业务和产品结构图



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

防静电/洁净室系统主要用于电子（包含半导体、光电子等，下同）、制药、医疗、食品、光伏、新材料和军工等行业。目前公司收入以电子行业为主，但是公司将不断向制药、食品、新材料、光伏等行业拓展。随着这些行业对防静电和洁净程度要求的不断提升，公司的发展空间亦将成倍扩张，业绩弹性巨大。

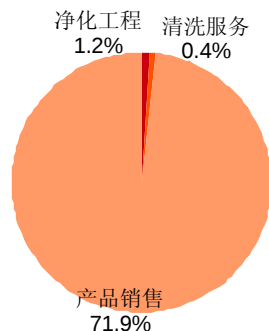
图 2： 过去几年营业收入持续增长，复合增速达 44.2%



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

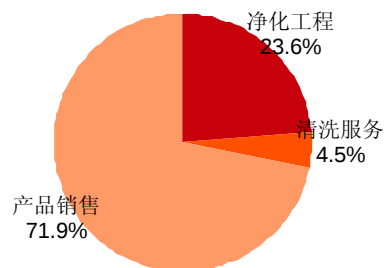
公司业务结构不断优化，净化工程和清洗服务的收入比重快速提升。公司“推拉式”供应链和“一站式”服务能力一方面促进了各块业务的协同销售，另一方面也同时提升了公司的综合竞争实力。

图 3: 公司 2006 年主营收入结构图



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 4: 公司 2009 年主营收入结构图



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

电子信息行业需求规模仍将保持快速成长

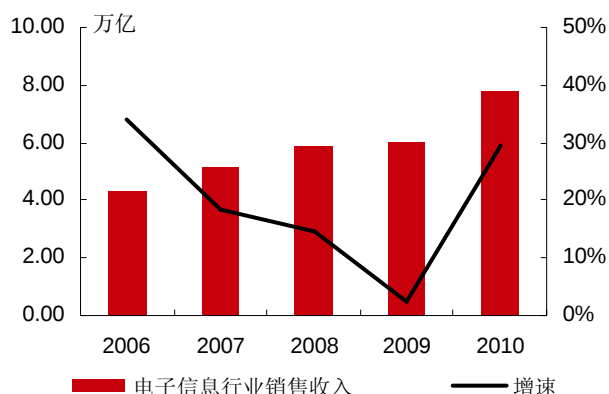
公司客户目前主要集中电子领域，我们认为一方面电子行业的持续发展将带动防静电/洁净室市场需求的持续增长，另一方面产业升级还会带来市场需求向中高端集中的结构性变化。

电子信息行业收入和固定资产投资持续增长

近几年，伴随着全球电子信息制造向国内转移，国内电子信息产业发展迅速，其收入与固定资产投资规模连年保持增长。电子信息行业收入从 2006 年的 4.33 万亿增长到 2010 年的 7.80 万亿，年复合增速达到 15.9%；同期行业完成固定资产总额从 0.21 万亿到 0.60 万亿，复合增速达到 30.5%，是行业收入增速的近 2 倍。

电子信息行业收入规模增长促进了防静电/洁净耗品和清洗服务市场需求的成长；而固定资产投资快速增长更是直接拉动了净化工程市场需求成长。

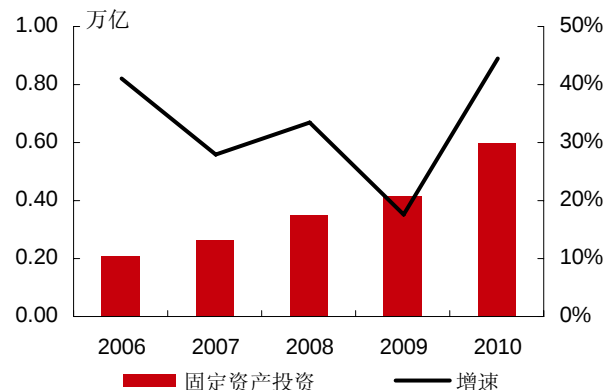
图 5: 过去几年我国电子信息行业收入持续增长



资料来源：工信部、华泰联合证券研究所

注：2009 年金融危机外部冲击导致行业增速急剧下滑，2010 年即强劲恢复增长

图 6: 过去几年电子信息行业固定资产投资快速增长



资料来源：工信部、华泰联合证券研究所

注：指行业 500 万以上项目完成投资额

电子信息产业结构升级步伐加快

国内电子信息行业结构升级步伐加快，芯片、LED、面板、触摸屏、精密器件等上游核心器件领域加速发展，这些行业对防静电和洁净要求更高，需求亦更大。

据工信部数据,在“十一五”期间,国内电子信息产业投资重点逐渐从产业链终端的整机组装制造向前端的器件、元件、材料等转移。例如,国内已有多条液晶面板生产线投产,还有更高世代的生产线在建或待建;另据估算,国内截止 2010 年底, MOCVD 机台安装总数将达 330 多台, 2011 年整体 MOCVD 机台的安装数量,可能更将达到 700-800 台规模。

图 7: 国内电子信息产业集群分布, IC、光电子、LED 等上游元器件快速增长



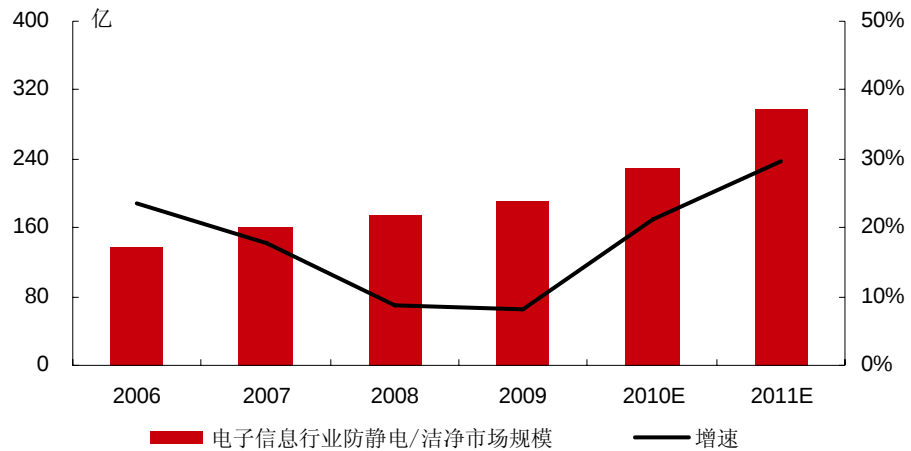
资料来源：工信部、华泰联合证券研究所

电子信息行业市场需求预测

基于以上两方面原因，我们认为电子信息行业产生的防静电/洁净室市场需求规模未来仍将保持快速增长。

据公司招股书预测，2011 年其市场需求有望达到近 300 亿规模，增速也将达到 30%。公司作为行业领先企业，未来面临的潜在成长空间巨大。

图 8: 电子信息行业防静电/洁净市场规模预测



资料来源：公司公告、中国电子元件行业协会、华泰联合证券研究所整理

新版 GMP 颁布带来新机遇

新版 GMP 大幅提高药品生产企业的洁净度标准

2 月 12 日，卫生部正式颁布《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（也即新版 GMP），并将于 2011 年 3 月 1 日起施行。新版 GMP 相比旧版 GMP，主要有两方面变化，一个是硬件方面大幅提升了无菌药品企业的净化和灭菌标准；另一个则是软件管理方面，提高了质量保证、质量控制和质量风险管理等方面要求。

旧版 GMP 对无菌制药、原料药、生物制药、血液制品和中药制剂等均有不同程度的洁净度要求。本次新版 GMP 分别提高了对这些职业企业的洁净度要求，其中特别提高了对无菌药剂的要求，主要涉及有无菌要求的制剂和原料药企业，包括注射剂、眼用制剂、无菌软膏剂和无菌混悬剂等。

表格 1: 新版 GMP 和旧版 GMP 对药企洁净度要求的变化（节选部分）

序号	具体要求	具体条款
1	增加生物制品必须采用独立厂房、设备的要求。	新版第 46 条，旧版第 22 条
2	将不同洁净区域压差由 98 版的 5 帕斯卡增加到 10 帕斯卡，增加相同洁净区不同操作区域保持压差的指导性意见	新版第 48 条，旧版第 16 条
3	增加服液体和固体制剂、腔道用药（含直肠用药）、表皮外用药品等非无菌制剂生产的暴露工序区域及其直接接触药品的包装材料最终处理的暴露工序区域，参照“无菌药品”附录中 D 级洁净区的要求设置和对区域采取适当的微生物监控措施的要求。	新版第 48 条
4	增加对物料存储区域洁净程度要与生产区域相同的要求	新版第 62 条，旧版第 5 章

资料来源：华泰联合证券研究所整理

注：新版 GMP 洁净等级划分标准采用征求意见稿附录数据，正式版尚未颁布。

新版 GMP 明确把制药企业操作区间的洁净标准划分为 A、B、C、D 四个级别，均高于旧版 GMP 对应的 100、10000、100000、300000 四个级别，如下图所示。

表格 2：新版、旧版 GMP 关于洁净度要求的对比

新版 GMP 对洁净级别的划分标准				
洁净度级别	悬浮粒子最大允许数/m ³			
	静态		动态	
	≥0.5 μm	≥5 μm	≥0.5 μm	≥5 μm
A	3500	1	3500	1
B	3500	1	350000	2000
C	350000	2000	3500000	20000
D	3500000	20000	不作规定	不作规定

旧版 GMP 对洁净级别的划分标准				
洁净度级别	尘埃最大允许数/m ³		微生物最大允许数/m ³	
	≥0.5 μm	≥5 μm	浮游菌/m ³	沉降菌/皿
	≥0.5 μm	≥5 μm	浮游菌/m ³	沉降菌/皿
100 级	3500	0	5	1
10000 级	350000	2000	100	3
100000 级	3500000	20000	500	10
300000 级	10500000	60000	-	15

资料来源：卫生部、互联网、华泰联合证券研究所

注：新版 GMP 洁净等级划分标准采用征求意见稿附录数据，正式版尚未颁布。

新版 GMP 催生百亿规模中高端市场，行业优势企业受益

新版 GMP 催生的洁净市场需求规模可达 150-250 亿

上一轮旧版 GMP 改造从 1998 年到 2004 年，历时 6 年完成，行业累计投入 1500 亿元左右。据药监局官员测算，此次新版 GMP 改在，行业所需投入约在 300-500 亿元；另有行业专家则指出此次改造投入不会低于上一轮改造。谨慎考虑，我们采用药监局数据，认为新版 GMP 的投入规模在 300-500 亿元左右。

新版 GMP 改造中，硬件投入将占较大比重；而硬件改造中主要集中洁净和灭菌方面。我们从行业和相关公司了解到，药企改造中洁净部分投入比重约在 50%，因此初步测算新版 GMP 催生的洁净需求规模将达到 150-250 亿左右。

根据卫生部规定，药企新建项目必须达到新版 GMP 标准；现有生产车间必须在 5 年内完成改造，达到新版标准。另外，由于药企洁净设备一般使用年限在 5-8 年，上一轮改造于 2004 年完成，因此将陆续进入更新阶段。我们预计，2011 年下半年，来自制药行业的洁净市场需求将会逐步释放。

中高端市场可达百亿，公司将会获益

行业一般把洁净度高于 10000 级的划分为中高端市场，低于 10000 级的为低端市场。新版 GMP 要求下，我们估计约有 60% 的制药企业至少有部分操作区间应达到 B 级洁净程度，也即超过 10000 级。因此新版 GMP 催生的中高端防静电/洁净室市场需求将达到 100 亿左右，这将是公司潜在的市场空间。

目前国内防静电/洁净室行业低端市场相对饱和,竞争激烈;中高端市场相对供不应求。中高端市场主要用户对于防静电/洁净室供应商的技术水平和整体方案解决能力的要求不断提高,使得以公司为代表的行业领先企业最为获益。

公司已为新版 GMP 带来的市场机会进行了较长时间的充分准备,并且已服务生物制药企业,积累了相关行业经验;再之,公司在电子领域也积累了丰富的过往案例,这些将助力于公司大力拓展制药领域。

公司竞争优势分析

“一站式”服务和系统解决方案

公司产品链丰富,能够给客户系统“一站式”服务和系统解决方案,是行业中极少数具备这种能力的企业之一。

目前国内防静电/洁净企业约有 5000 家,其中以代理贸易型企业和简单生产加工型企业为主。真正具有较强竞争力和较大规模的企业很少,主要是专业于某一领域的厂商(例如洁净工程专业厂商苏净集团和深圳金开利,耗品专业厂商卫利国际和苏州天华等),和具备提供“一站式”式服务的厂商(例如公司和厦门康惠科技等)。

表格 3: 行业经营模式分类

经营模式	代表企业	企业数量	经营特点
系统解决方案提供商模式	本公司	极少	企业研发能力和生产能力突出,产品种类很多、服务能力全面,规模较大,不仅可以为客户提供完整的防静电/洁净室系统解决方案,而且随着客户需求的不断提高,具备建立“推拉式”供应链的能力。
专业生产型	卫利国际	少	生产一种或有限的几种产品,产品种类少,企业规模较大,在特定领域和细分市场内具有较强的研发和生产能力,通过大规模、专业化生产在部分市场赢得竞争优势。
多方合作型	道益静电	较多	企业中等规模,具备主要产品的生产能力,自身不具备提供集成服务的能力,但可以通过与其他公司合作或代理其他公司产品形成一定的集成服务能力。
简单加工型	无	1000 余家	企业规模较小,通过对原材料、半成品、准成品进行简单加工向下游客户提供一定种类的产品。
贸易型	无	3000 余家	通过进口产品或者进口原材料靠国内其他企业代工生产成品来向下游客户提供一定种类的产品。

资料来源:公司公告、华泰联合证券研究所

技术优势突出

公司技术水平已处于国内行业前列,并在部分领域具备和国外企业竞争的能力,未来将加快进口替代的进程,进一步提升市场份额。公司已掌握了所有耗品的核心生产技术,以及洁净工程的设计建造技术,且均处于领先水平。

表格 4：公司技术处于国内领先，并达到或接近国际水平

业务	国内普通公司	新纶科技	国际知名公司
净化工程	以 10000 级、1000 级洁净室为主	10 级以上洁净室建造技术	10 级以上洁净室建造技术
洁净耗品	导电纤维和面料进口（日本为主）	掌握导电纤维和面料制造技术	掌握导电纤维和面料制造技术
超净清洗	以 1000 级、100 级清洗为主	可达到 10 级清洗水平	10 级以上清洗水平

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

注：公司设计建造的“中国科学院沈阳科学仪器研制中心有限公司一级洁净室工程”顺利通过 NEBB（美国国家环境平衡局）认证，标志着公司的一级洁净室建设水平达到国际领先；

防静电耗品的核心技术在于导电纤维和面料的制造，新纶科技处于国内领先，有 16 项专利、12 项申请中；

公司创立之初就立足于技术和产品的研发，持续增加对研发的投入，不断增强公司的核心竞争力。

表格 5：历年研发投入

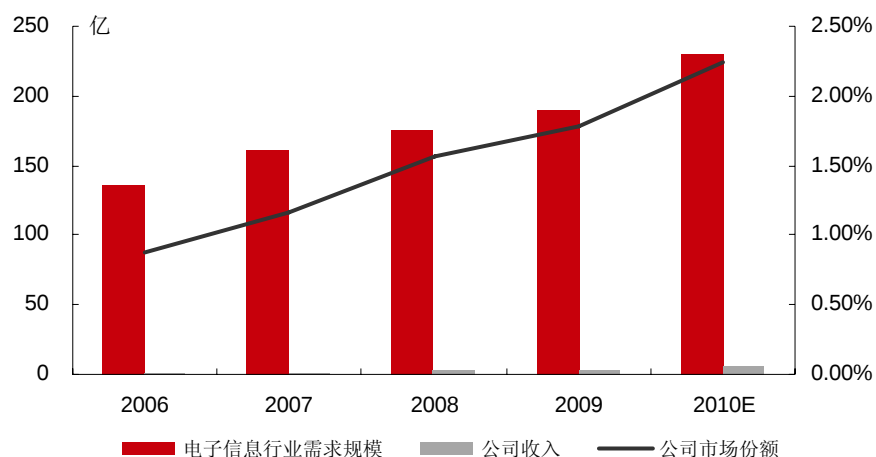
项目	2009 年 H1	2008 年	2007 年	2006 年
营业收入（万元）	14309.35	27345.10	18812.10	11913.05
研发投入（万元）	451.54	901.81	805.30	607.34
研发占比（%）	3.16	3.30	4.28	5.10

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

“合适的战略”驱动公司快速成长

公司过去四年复合增速高达 44.2%，远高于行业同期的 18.9%，市场份额随之不断提升。

图 9： 公司市场份额不断提升，未来趋势不改



资料来源：公司公告、中国电子元件行业协会、华泰联合证券研究所整理

公司份额提升的关键在于最合适自身和市场发展的战略——“一站式”服务带动的协同销售，定位中高端的差异化竞争，以及良好的客户基础。

我们认为面对更加广阔的市场空间（5 亿收入←→400 亿市场规模），公司未来份额提升的趋势不改。

围绕客户协同销售

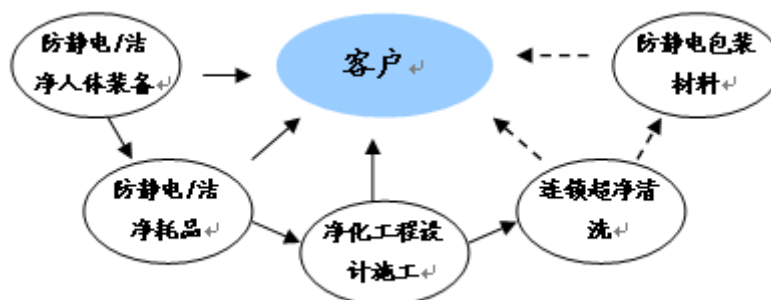
围绕客户，不断延伸产业链

构建防静电/洁净环境，必须由人体装备与耗材、净化工程设计以及超净清洗服务三位一体构成。

公司早期从事防静电/防尘服装面料以及成品的研发和生产。随着客户信任度的不断提高，公司开始围绕客户需求拓展产品链，从防静电/防尘人体装备向耗材延伸，并在此基础上进一步向净化工程和超净清洗服务领域扩展。

公司未来的业务发展规划亦是围绕客户需求、基于协同优势开展。例如超募资金投资的连锁超净清洗服务、近日刚公告的防静电包装材料投资项目等。

图 10： 公司围绕客户不断延伸产品链



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所整理；

注：实线代表项目正在建设

“推拉式”协同销售驱动公司成长

丰富的产品链使得公司具备“推拉式”协同销售优势，大力提升了公司客户开拓和业务拓展的能力。这种协同销售优势在过往客户开拓中也发挥了突出作用（如下表所示），未来亦是公司成长的主要方式。

表格 6：公司通过“推拉式”的协同销售，不同扩展客户的业务范围

客户/业务范围	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
深圳华为	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	-	-
富士康	提供洁净耗品、净化工程服务	净化工程服务	-	-
佛山普立华科技有限公司	提供洁净耗品、净化工程服务	提供洁净耗品、净化工程服务	净化工程服务	净化工程服务
精工爱普生株式会社	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	提供洁净耗品
北京京东方光电	提供洁净耗品、清	提供洁净耗品、清	提供洁净耗品、清	提供清洗服务

科技公司	洗服务	洗服务	洗服务	
惠州索尼精密部件有限公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品、清洗服务	提供洁净耗品	-
索尼数字产品（无锡）公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-
美德福（无锡）精密机械公司	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-
东莞南城新科电子厂	提供洁净耗品、清洗服务	提供清洗服务	-	-

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

定位于中高端市场以充分发挥优势

国内防静电/洁净市场需求向中高端领域集中。一般根据洁净度不同，高于 10000 级的为低端市场（级别越低意味着洁净度越高），低于 10000 级的为中高端市场（含 10000 级）。随着产业升级以及生产环境标准的不断提高，市场需求逐渐向中高端领域集中，例如我国电子信息产业结构调整加快，未来重点发展的如半导体、LED、显示领域等都是中高端市场；新版 GMP 大幅提升洁净度标准，以中高端市场需求为主。

中高端市场更注重技术实力和系统解决方案能力。中高端市场竞争相对供不应求，客户对于供应商的技术水平和系统方案解决能力要求较高，以公司为代表的行业领先企业双重获益于供不应求的供需结构和较为宽松的竞争环境。

品牌客户和过往案例奠定快速成长基础

公司具有坚实的品牌客户基础，助力于新产品新业务的发展。公司先后为 4000 多家客户提供防静电/洁净室服务，包括多家知名品牌如：爱普生、索尼、富士康、比亚迪、LG、中兴通讯、华为、佳能、飞利浦、奥林巴斯、欧姆龙、英飞凌、日立、松下、三星、IBM 等。未来将继续围绕这些客户需求晚上扩充产品线。

此外，这些成功的过往案例非常有助于公司拓展新的行业。公司未来将加大力度拓展制药、食品、军工等行业机会。

表格 7：公司技术实力可满足各行业洁净度需求（如下），无跨行业壁垒

产业/产品	关键粒径
精密机械	1-100 μm
半导体	5-50 μm
移植	5-20 μm
涂漆抛光技术	5-10 μm
制药技术	5-10 μm
微型继电器	0.5-25 μm
为系统技术	0.5-5 μm
光学部件	0.3-20 μm
微电子	0.03-0.5 μm

资料来源：互联网、华泰联合证券研究所

注：公司已服务行业半导体、电子、光电子、精密仪器、军工、航天、光纤、生物制药等

募投项目支撑公司业绩加速增长

公司 IPO 募投项目：即耗品和人体设备扩产项目，有望于 2011 年中完成投产，届时公司的整体产能将会大幅提升。投产第一年，产能有望提升 1 倍左右；完全达产后，产能可增加 2 倍左右。

超募资金投资建设“连锁超净清洗中心项目”：2010 年 5 月，公司公告拟设立大连新纶、北京新纶、合肥新纶、西安新纶、成都新纶、厦门新纶六家子公司从事清洗业务。预计将于 2011 年中期建成运作，2012 年将会贡献利润。

投资建设“设防静电包装材料（包括防静电 PE 保护膜和铝塑膜等）扩产项目”：2011 年 1 月，公司将于苏州扩产防静电包装材料，预计将于 2012 年上半年建成投产。完全达产后可产生 4 亿元左右的收入贡献。

我们认为，面对广阔的市场需求空间，募投项目陆续投产，将支撑公司业绩在未来三年保持 50.9% 的复合增速。

表格 8：投资项目产能和预估收入概况

项目	投产时间	预估收入	达产进度		
			第一年	第二年	第三年
耗品和人体设备扩产项目	2011 年 H1	40000 万	50%	80%	100%
连锁超净清洗中心项	2011 年 H1	6000 万	50%	80%	100%
防静电包装材料	2012 年 Q1	40000 万	50%	100%	100%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

盈利预测

核心假设：

营业收入：如前述分析，随着募投项目的陆续投产，以及公司市场份额的进一步提升，我们预测公司 2011 年、2012 年营业收入分别为 7.45 亿、12.75 亿元，同比增长 44.6%、71.2%。

毛利率：材料和人工成本上升会给公司毛利率带来压力，而规模效应又会对此形成对冲。其中耗品毛利率还会受益于新产品的陆续推出；清洗服务毛利率会因 6 家连锁店 2011 年中投产而有一定下滑，此后会随着业务逐渐饱和而不断回升。因此综合判断，我们认为公司未来毛利率保持平稳并略有下降，2011 年、2012 年毛利率分别为 23.9%、23.7%。

费用率：我们假设销售费用会随着营业收入快速增长，但费用率保持稳定。管理费用率会呈下降趋势，但是 2010 年管理费用率因包含了上市费用而有所上升。

表格 9：盈利预测核心假设

分类	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	336.97	514.80	744.58	1,274.96
YOY	23.2%	52.8%	44.6%	71.2%
综合毛利率	25.2%	24.7%	23.9%	23.7%
其中：耗品（百万）	242.31	357.77	493.54	852.90
YOY	17.0%	47.7%	38.0%	72.8%
毛利率	25.2%	24.9%	23.9%	23.1%
其中：净化工程（百万）	79.43	135.98	210.77	347.77
YOY	48.1%	71.2%	55.0%	65.0%
毛利率	21.5%	21.4%	20.9%	20.7%
其中：清洗服务（百万）	15.23	21.05	40.26	74.29
YOY	19.0%	38.2%	91.3%	84.5%
毛利率	44.7%	43.3%	40.1%	43.3%
销售费用率	5.5%	6.0%	5.9%	5.9%
管理费用率	4.4%	5.4%	4.7%	4.5%

资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所预测

估值分析

公司目前股价对应 2011 年、2012 年 PE 分别为 36.0、21.8，与行业整体估值水平相当。

但是我们认为公司未来 3 年会保持快速增长，净利润复合增速可达 48.9%，应获得一定估值溢价。若基于 PEG 估值，取 PEG=1，则公司 2011 年 PE=48.9，对应股价为 52.8 元。

此外，我们认为广阔的市场空间以及公司合适的战略定位，使其未来的快速增长具有很高的确定性，是投资成长的首选标的之一。因此，基于投资成长和获取绝对收益考虑，我们认为给予公司 2012 年 30-35 倍 PE 是合适的，对应价格区间为 53.4~62.3 元。

综合考虑，我们认为公司作为成长股投资标的，合理估值区间为 52.8~62.3 元，首次给予“买入”评级。

表格 10：可比公司一致盈利预测及估值

可比公司	股价	EPS（元）				PE			
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
七星电子	87.42	1.02	1.25	1.66	2.33	70.1	70.2	52.8	37.5
新亚制程	25.75	0.38	0.42	0.71	0.80	91.8	61.3	36.5	32.3
行业均值						-149.4	73.4	37.3	23.7
行业中值						57.7	56.6	35.9	25.4

资料来源：Wind；华泰联合证券研究所；注：股价为 2011.03.18 日收盘价

风险提示

募投项目进展慢于预期;

医药行业等新市场开拓慢于预期;

行业估值中枢下移。

盈利预测

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
流动资产	264	501	536	898	营业收入	337	515	745	1275
现金	87	248	166	255	营业成本	252	388	567	973
应收账款	72	107	155	269	营业税金及附加	4	6	9	15
其他应收款	9	12	18	31	营业费用	18	31	44	75
预付账款	20	30	44	76	管理费用	15	28	35	58
存货	75	102	152	265	财务费用	6	2	-2	2
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	2	2	3	3
非流动资产	139	235	330	368	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	8	10	11	13	投资净收益	0	0	1	3
固定资产	69	105	189	227	营业利润	40	59	91	152
无形资产	39	52	65	77	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	0	68	64	52	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	402	736	866	1265	利润总额	41	60	93	154
流动负债	241	119	170	439	所得税	7	9	14	23
短期借款	153	0	0	148	净利润	35	51	79	131
应付账款	30	48	67	117	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	3	72	103	175	归属母公司净利	35	51	79	131
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	46	69	101	170
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.70	1.08	1.78
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	241	119	170	439	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	54	73	73	73	成长能力				
资本公积	14	411	411	411	营业收入	23.2%	52.8%	44.6%	71.2%
留存收益	93	133	212	343	营业利润	20.5%	48.2%	55.8%	66.1%
归属母公司股	161	617	696	826	归属母公司净利	12.3%	46.8%	54.5%	65.0%
负债和股东权	402	0	866	1265	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	24.7%	23.9%	23.7%
					净利率(%)	10.3%	9.9%	10.6%	10.2%
					ROE(%)	21.6%	8.3%	11.4%	15.8%
					ROIC(%)	12.4%	14.3%	14.6%	18.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.9%	16.2%	19.7%	34.7%
					净负债比率(%)	163.36	0.00%	0.00%	33.66
					流动比率	1.09	4.19	3.15	2.05
					速动比率	0.78	3.34	2.26	1.44
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.90	0.93	1.20
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	10.03	10.00	9.88	10.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新)	0.48	0.70	1.08	1.78
					每股经营现金流	0.30	0.23	0.30	-0.06
					每股净资产(最)	2.20	8.43	9.51	11.29
					估值比率				
					P/E	80.92	55.49	35.96	21.82
					P/B	18.74	5.01	4.44	3.74
					EV/EBITDA	70	46	31	18

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn