

HDPE 管龙头，市场空间广阔

研究结论

- **HDPE 缠绕增强管龙头企业。**公司自成立以来，一直专注于 HDPE 缠绕增强管市场的精耕细作，经过多年的技术开发和市场推广，已成为目前国内三家主要生产 HDPE 缠绕增强管的厂商中产值最大、产品应用范围最广的企业，牢固树立了行业领先地位。目前，公司的产品已经成功进入市政环保工程、道路配套排水工程、核电火电、石油化工、交通枢纽等大型工程项目，发展前景广阔。
- **埋地排水管市场需求增速迅猛，公司成长空间巨大。**在产业政策的引导下，随着我国城市化进程的加快、新农村建设和城市管网改造的推进，我国塑料埋地排水管行业呈现出快速发展的趋势。“十五”期间，我国塑料管道产量年平均增长速度达 19%，其中塑料埋地排水管呈现出更高的增长速度，2007-2010 年我国塑料埋地排水管年均增速达到 23%，预测至 2010 年我国塑料埋地排水管的用量约为 90 万吨，占各类塑料管总量的 20%，至 2015 年我国塑料埋地排水管的用量约为 150 万吨，占各类塑料管总量的 25%。
- **大市场、小企业，市场占有率不到 1%，成长潜力突出。**预计 2010 年纳川股份销售塑料埋地排水管将达 8273 吨，占塑料埋地排水管的比重仅为 0.92%，不足 1%。纳川股份作为细分行业龙头，将有望最大程度的受益行业的快速成长，同时在上市后其融资能力也将有助于其更大程度上的占领市场份额。
- **合理投资价值区间。**预计公司 10-12 年 EPS 为 0.64 元、1.1 元和 1.8 元，年均复合增长率达到 60%以上。目前可比上市公司 11 年市盈率在 29.3 倍左右。考虑公司成长性突出，且在创业板上市，我们认为市场可能给予 5%-20% 的估值溢价，以 11 年 30-35 倍市盈率计，对应合理价格区间为 33-39 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶（博士）

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 x 6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰
8621-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn

合理股价区间	33-39 元
总股本（万股）	9200
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2011 年 4 月 6 日

财务预测		单位：百万元			
	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	169	194	343	563	
同比	55%	14%	76%	64%	
净利润	48.55	61.40	111.65	189.97	
同比	108%	26%	70%	64%	
毛利率	30%	52%	53%	53%	
EPS（元）	0.75	0.64	1.1	1.8	
ROE	18.8%	23.5%	26.1%	34.8%	

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

1 HDPE 缠绕增强管龙头企业.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司股权结构及组织结构.....	4
2 埋地排水管行业市场需求及公司成长空间	5
2.1 HDPE 缠绕增强管将成为埋地排水管领域主流产品	5
2.2 我国塑料埋地排水管行业发展空间巨大	6
2.3 公司市场占有率不到 1%，成长空间广阔.....	8
3 募投项目分析：扩大产能缓解供应不足.....	9
4 盈利预测及说明.....	9

图表目录

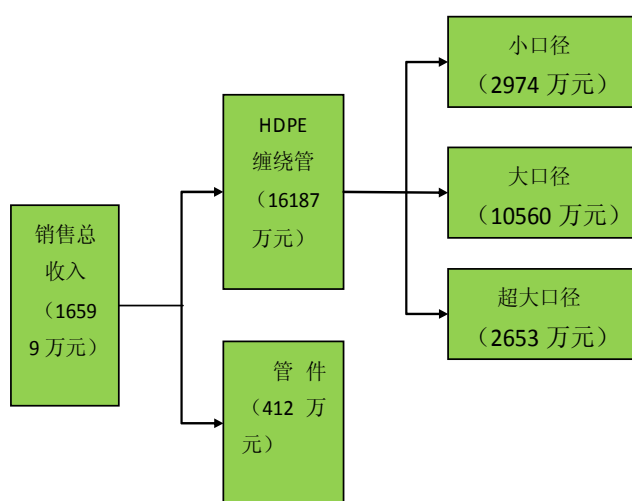
图表 1 2009 年销售收入及各产品占比	4
图表 2 发行前股权结构图	5
图表 3 我国 2000 年-2008 年用于排水的投资情况	6
图表 4 公司主要目标市场未来污水管网项目（部分）	7
图表 5 募集资金项目情况	9
图表 6 盈利预测关键假设表	10
图表 7 建筑管材公司估值表	11

1 HDPE 缠绕增强管龙头企业

1.1 公司简介

公司成立于2003年6月，并于2008年12月整体变更为股份公司。公司自2003年有限公司成立以来一直致力于以先进制造技术生产和推广有利于环保、节能减排的新型排水管材，主营业务是HDPE缠绕增强管及配套管件的研发、生产和销售，以及为HDPE缠绕增强管系统的设计和施工提供技术支持服务。HDPE缠绕增强管主要应用于市政环保工程、道路配套排水工程、核电火电、石油化工、交通枢纽等大型工程项目的雨污水收集与排放。

图表 1 2009 年销售收入及各产品占比



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

报告期内，公司主营业务快速增长，2007年-2009年公司主营业务收入年均复合增长率达到85.52%，净利润年均复合增长率达到201.96%。在产品技术方面，公司已形成了涵盖产品选型设计、电气自动化控制、材料化学、机械设计、结构力学等方面的核心技术体系，呈现出以技术创新推动公司主营业务发展的增长态势。

公司自成立以来，一直专注于HDPE 缠绕增强管市场的精耕细作，经过多年的技术开发和市场推广，已成为目前国内三家主要生产HDPE 缠绕增强管的厂商中产值最大、产品应用范围最广的企业，牢固树立了行业领先地位。目前，公司的产品已经成功进入市政环保工程、道路配套排水工程、核电火电、石油化工、交通枢纽等大型工程项目，发展前景广阔。

1.2 公司股权结构及组织结构

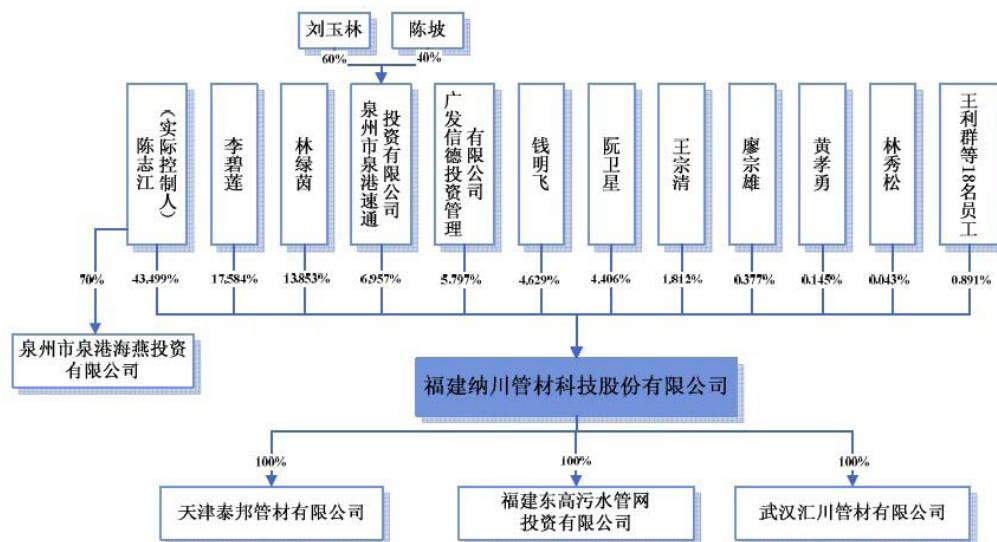
本次公开发行股票前，公司总股本为6900万股；本次上市拟公开发行2300万股，发行后股本为9200万股。发行前股份分布如下：

陈志江先生直接持有43.50%；王利群等18名员工持有0.891股份，集中于高管、核心销售人员及中层管理人员。

目前，公司拥有HDPE缠绕增强管生产线5条，产能合计11100吨；募投项目生产线6条，合计产能

14400吨。公司拥有福建泉州、天津静海、武汉黄石三个生产基地，拥有3家完全控股子公司：天津泰邦管材有限公司、武汉汇川管材有限公司、福建东高污水管网投资有限公司。

图表 2 发行前股权结构图



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

现有上市管道公司的产品集中在水泥混凝土管、给水管、燃气管等应用领域，竞争激烈，毛利率也相对较低。纳川股份由于定位高端产品，采取直销模式，以高端行业客户作为切入点，实现了较高的毛利率。

2 埋地排水管行业市场需求及公司成长空间

2.1 HDPE 缠绕增强管将成为埋地排水管领域主流产品

按照材质不同，埋地排水管分为混凝土管排水管、钢管、球墨铸铁管、塑料埋地排水管等。从19世纪40、50年代开始，埋地排水管依次经历了砖石暗渠、混凝土管、钢管、球墨铸铁管、塑料管等五个大阶段。我国埋地排水管常用的管材有混凝土管、塑料管、钢管和球墨铸铁管等4大类，相比其他，塑料管在密封性、节能环保性等方面都有较大的优势，而在塑料管中，HDPE缠绕增强管属于塑料埋地排水管中的高端产品，产品技术含量高、生产工艺复杂、产品可靠，可生产出DN300mm-DN4000mm的管材，是目前大口径塑料埋地排水管的理想选择。

虽然从90年代开始，塑料埋地排水管开始逐渐应用，但目前塑料排水管占我国大部分排水管的总量的比例不超过30%，有数据显示在10%左右。排水管仍然主要为水泥混凝土管，塑料埋地排水管目前占比还非常小。其中，混凝土管、钢管、球墨铸铁管等由于腐蚀、渗漏、寿命、沉降断裂等原因正在逐渐被塑料埋地排水管取代，加上政策上的各种鼓励，塑料埋地排水管为将来排水管行业发展趋势。

2.2 我国塑料埋地排水管行业发展空间巨大

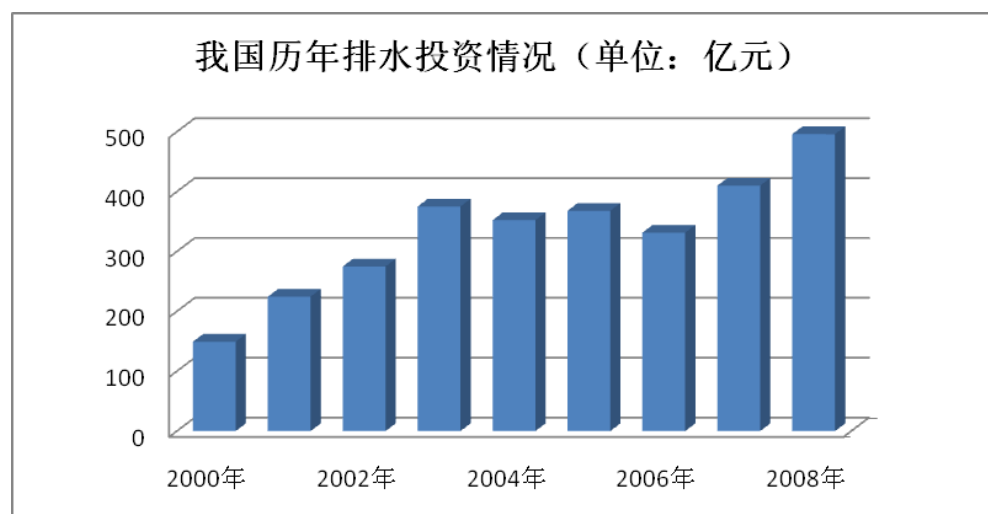
2000年以来，国家开始在产业政策上扶持塑料埋地排水管行业的发展。2001年于7月4日，建设部发布了第27号公告——《关于发布化学建材技术与产品的公告》，要求将塑料螺旋缠绕管（U-PVC、HDPE）作为推荐采用的埋地排水塑料管来积极推广和应用；建设部2004年发布的第218号公告——《关于发布〈建设部推广应用和限制禁止使用技术〉的公告》及2007年发布的第659号公告——《关于发布建设事业“十一五”推广应用和限制禁止使用技术（第一批）的公告》指出塑料“管材重量轻、耐腐蚀。管材环刚度可设计，接口密封性能好，管道系统不渗漏，可防止地下水的污染”，推荐HDPE缠绕结构壁管等塑料排水管用于城镇污水、雨水、废水管道，限制使用平口、企口混凝土管（≤500mm）作为市政排水管，同时要求检查井尽量采用塑料检查井。各地区的建设主管部门也下发了有关文件和通知，要求设计、施工等单位积极配合，共同做好塑料埋地排水管材的推广工作，切实推进埋地排水领域的技术进步。根据《国家化学建材产业“十五”计划和2010年发展规划纲要》的要求，2010年我国城市塑料埋地排水管的使用量将达到各种埋地排水管道总量的30%。可见，“以塑代钢”、“以塑代水泥”在我国埋地排水管道行业方兴未艾。

在产业政策的引导下，随着我国城市化进程的加快、新农村建设和城市管网改造的推进，我国塑料埋地排水管行业呈现出快速发展的趋势。“十五”期间，我国塑料管道产量年平均增长速度达19%，其中塑料埋地排水管呈现出更高的增长速度，2007-2010年我国塑料埋地排水管年均增速达到23%，预测至2010年我国塑料埋地排水管的用量约为90万吨，占各类塑料管总量的20%，至2015年我国塑料埋地排水管的用量约为150万吨，占各类塑料管总量的25%。

1) 城市化水平的提高将为排水管行业带来巨大的市场需求

随着我国国民经济持续、快速的发展，我国城市化进程稳步推进。我国城市化率于1996年达到30%以来，平均每年以1.25个百分点左右的速度提升，至2009年，我国的城市化率已达到45.7%。今后我国的城市化进程仍将保持较快速度。城区规模的不断扩大，将导致新增大量市政道路；城市人口的不断增加，将导致城市污水排放量急剧增加，这些都要求我国相应加大城市排水管网的投资建设。我国2000年-2008年用于排水的投资情况如下：

图表 3 我国 2000 年-2008 年用于排水的投资情况



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2) 城市污水处理配套管网建设和改造将为排水管行业带来巨大市场需求

目前，我国大部分地区的污水收集、处理工程建设明显滞后，污水处理率较低。国家发改委、原建设部、原环保总局2007年联合颁布的《全国城镇污水处理及再生利用设施建设“十一五”规划》（以下简称“《规划》”）显示，当前我国城镇水环境污染形势十分严峻。全国113个环保重点城市饮用水源地水质平均达标率只有72%，2005年全国城市的污水处理率仅有51.95%，全国还有289个城市没有建成污水处理厂，县城污水处理设施建设刚刚起步。

图表 4 公司主要目标市场未来污水管网项目（部分）

项目名称	项目名称
深圳宝安污水管网二期工程	福建泉州市石狮污水管网工程
广东珠海水务集团污水管网工程	福建泉州市晋江污水管网工程
广东东莞各镇区污水管网工程	福建泉州市城区污水管网改造工程
广东惠州惠阳区淡水河截污工程	广东惠州惠阳区淡水河截污工程
福建漳州市南靖污水管网二期工程	福建泉州市永春污水管网工程
福建龙岩市武平污水管网二期工程	福建泉州市南安水头污水管网工程
福建漳州东区污水管网工程	福建泉州市泉港区污水管网二期工程
福建龙岩市永定污水管网工程	福建莆田市湄洲岛污水管网工程
厦门海沧污水管网工程	福建莆田市仙游开发区污水管网工程

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

可以预见，随着环保意识的增强，未来几年我国污水处理设施的建设和改造将迎来一个投资高峰期，从而为排水管带来巨大的市场需求。

3) 现有旧排水管网的更新改造将为排水管带来巨大的市场需求

我国现有的排水管道中，70%以上都是上世纪80年代、90年代铺设的，使用年限较长而且主要是混凝土管、陶土管以及用砖石砌成的暗渠。由于建设年代较远，施工技术落后，材料较差，这些排水管道破损情况屡有发生，许多管道结甚至整体塌落。2010年5月广州因强暴雨而遭遇了严重内涝。据《广州日报》报道：目前广州中心城区现有6000多公里排水管网，达到一年一遇标准的仅占总量的83%，达到两年一遇标准的仅占总数的9%。对此，广州市三防指挥部门提出7条应对之策，首要一条即“提高全市排水系统防洪排涝标准，争取逐渐把现有排水系统防洪排涝标准提高到五年一遇”。可见陈年管网质量差、口径小是造成我国众多城市排水不畅和内涝问题长期难以解决的重要原因之一，我国陈年管网更新改造已势在必行。

雨污分流与雨污合流是现代城市两种基本的排水方式。雨污合流的结果，既增加了排水管网的负担和污水处理厂的压力又损失了优质的雨水资源。雨污分流将使雨、污水各行其道，这是现代市政建设领域普遍认同的排水理念。根据原建设部制订的《城市排水工程规划规范》要求，“新建城市、扩建新区、新开发区或旧城改造地区的排水系统应采用分流制。在有条件的城市可采用截流初期雨

水的分流制排水系统。”目前我国老城区排水方式大都为雨污合流，城市污水通过混流管网排入河道，严重污染水环境，急需更新改造。

对我国陈年管网进行雨污分流、材质升级、扩大口径的改造将大大提高市场对排水管道的需求。

4) 大型工程建设将为大口径排水管创造巨大的市场需求

大口径排水管道是电力工业（核电、火电）、石油化工、综合交通枢纽等大型重要工程项目的必备配套设施。在这些重要工程中，排水管道的设计标准远高于民用工程，需要选择更大口径、更高品质的管材：

以核电为主的电力建设将为大口径排水管带来较大的市场需求

随着国民经济的快速发展，我国电力建设将迎来一个快速增长期，特别是节能、环保的核电，将成为我国未来几年大力建设的重点。根据国家能源局“十二五”电力建设规划，到2020年，我国核电总装机容量将达到7,000万千瓦。按平均一个核电站400万千瓦的规模计算大约要建成核电站15-20个，以每个核电站按行业惯例平均配套3000-3500万元埋地排水管投资计算，预计仅核电行业对埋地排水管的需求就将达到5-7亿元。

石化项目投资的快速增长将为大口径排水管带来较大的市场需求

目前，我国石化工业正处于快速发展时期，根据《石化产业调整和振兴规划》，到2011年我国原油加工量达到40,500万吨，成品油、乙烯产量分别达到24,750万吨、1,550万吨。未来几年，我国长三角、珠三角、环渤海地区将建成3-4个2,000万吨级炼油、200万吨级乙烯生产基地，并在全国形成20个千万吨级炼油基地、11个百万吨级乙烯基地。按每千万吨级炼油基地需配套埋地排水管道投资约1亿元计算，这些石化项目的投资建设将为埋地排水管带来超过20亿元的市场需求。

综合交通枢纽项目建设将为大口径排水管带来较大的市场需求

综合交通枢纽项目建设是未来几年我国交通建设的一个重点，将为排水管带来较大的市场需求。根据2007年国家发改委颁布的《综合交通网中长期发展规划》，未来10年，我国将进一步扩大运输网络规模，逐步完善网络结构，全面建成“五纵五横”综合运输大通道和与之相衔接的综合交通枢纽，初步形成现代综合交通网，适应经济和社会发展的需要，其中包括民用机场192个、沿海港口深水泊位1750个等。按一个机场配套埋地排水管道投资2,100万元，一个泊位配套埋地排水管道投资300万元计算，192个机场及1,750个泊位的配套排水投资将达到928,200万元。因此，这些规划内的交通枢纽将带来大量的埋地排水管的需求。

2.3 公司市场占有率不到1%，成长空间广阔

根据北京塑料工业协会对中国塑料管业的调研报告预测，2010年我国塑料埋地排水管的用量将达到90万吨，而2010年纳川股份销售塑料埋地排水管将达8273吨，占比仅为0.92%，不足1%，面临着广阔的成长空间。

作为全国能够生产HDPE缠绕增强管的3家企业之一，纳川股份已成为生产HDPE缠绕增强管厂商中产值最大、产品应用范围最广的企业，牢固树立了行业领先地位。尽管另两家公司——石家庄宝石克拉大径塑管有限公司、大连东高新型管材有限公司成立年份较早，但从目前来看，在产品定位、技术优势、盈利能力上明显不如纳川股份，在重大行业领域竞争力明显较弱，且由于二者均处北方市场，在市政工程领域也不会与公司发生直接竞争。纳川股份作为细分行业龙头，将有望最大程度的受益行业的快速成长，同时在上市后其融资能力也将有助于其更大程度上的占领市场份额。

3 募投项目分析：扩大产能缓解供应不足

本次募集资金项目投向将主要集中于HDPE缠绕增强管的建设项目，总投资20137亿元：预计2012年将全部达产。

图表 5 募集资金项目情况

序号	项目名称	投资额（万元）	预计达产时间
1	纳川管材年产 4,800 吨 HDPE 缠绕增强管项目	6,559.16	2011 年 6 月
2	天津泰邦年产 4,800 吨 HDPE 缠绕增强管项目	6,115.11	2011 年 9 月
3	武汉汇川年产 4,800 吨 HDPE 缠绕增强管项目	7,463.26	2011 年 12 月
4	其它与主营业务相关的营运资金项目	-----	

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

作为目前大口径塑料埋地排水管领域替代传统管材理想、工程业绩丰富的新型管材,公司产品 HDPE 缠绕增强管得益于塑料管材巨大的市场容量和需求的快速增长，最近几年产品一直处于供不应求状态，为了及时满足部分客户订单需求，公司2007年和2008年还存在外购部分成品对外销售的情况。产能不足成为制约公司发展的主要因素，公司亟需进一步扩大投资增加产能以满足快速增长的市场需求。本次三个募集资金投资项目的建设将实现对公司纳川管材生产基地、天津泰邦生产基地的扩建，并新建成武汉汇川生产基地，合计新增产能14,400吨，可进一步优化公司生产基地布局，满足快速增长的市场需求，有利于公司进一步巩固华东市场，加快拓展华中、华北、东北、华南等地区的市场，扩大市场规模和提高市场占有率，为公司开辟新的利润增长点。

2011年1月26日，公司中标“深圳宝安区固戍污水处理厂新安片区污水支管网一期工程”等11个污水支管网工程，合同金额高达1.3亿元，该项目管道采购为全国最大的管道采购项目，为2011年业绩提供了较高保障。公司未来储备项目丰富，中标宝安一期项目为一个开端，未来2-3年储备项目陆续兑现将为公司提供较好的成长性。

4 盈利预测及说明

预计公司10-12年EPS为0.64元、1.1元和1.8元，年均复合增长率达到60%以上。目前可比上市公司11年市盈率在29.3倍左右。考虑公司成长性突出，且在创业板上市，我们认为市场可能给予5%-20%的估值溢价，以11年30-35倍市盈率计，对应合理价格区间为33-39元。

公司盈利预测主要指标假设如下：

图表 6 盈利预测关键假设表

项目/年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
HDPE 缠绕增强管						
产能（吨）	5,175.00	6,900.00	9,100.00	11,100.00	14,600.00	25,500.00
销量（吨）	2,907.36	5,480.35	8,173.46	8,273.03	14,765.78	23,135.34
单价（元/吨）	16,589.14	19,849.44	20,308.48	22,765.64	23,903.92	25,099.12
单位成本（元/吨）	10,877.95	11,292.71	10,470.43	10,834.11	11,375.82	11,944.61
销售收入（万元）	4,823.06	10,878.19	16,599.05	18,834.08	33,635.00	55,335.00
销售成本（万元）	3,162.61	6,188.80	8,557.96	8,963.09	15,856.33	26,086.23
利润（万元）	1,660.45	4,689.39	8,041.09	9,870.99	17,778.67	29,248.77
小口径（DN300-DN500）						
销量（吨）	390.87	584.74	1,444.05	1,916.81	2,139.05	3,351.51
单价（元/吨）	16,913.82	21,555.52	20,596.73	22,702.87	23,838.01	25,029.91
单位成本（元/吨）	11,144.87	10,337.39	10,232.31	10,317.28	10,833.14	11,374.80
销售收入（万元）	661.11	1,260.44	2,974.27	4,351.71	5,099.07	8,388.79
销售成本（万元）	435.62	604.47	1,477.60	1,977.63	2,317.26	3,812.27
利润（万元）	225.49	655.97	1,496.67	2,374.08	2,781.81	4,576.52
大口径（DN600-DN1400）						
销量（吨）	2,032.05	2,798.95	4,927.65	4,709.96	8,085.63	12,668.74
单价（元/吨）	17,017.33	18,900.35	21,430.61	23,683.39	24,867.56	26,110.94
单位成本（元/吨）	11,144.87	10,337.39	10,232.31	10,317.28	10,833.14	11,374.80
销售收入（万元）	3,458.01	5,290.11	10,560.25	11,154.78	20,107.00	33,079.26
销售成本（万元）	2,264.69	2,893.38	5,042.12	4,859.40	8,759.28	14,410.44
利润（万元）	1,193.31	2,396.73	5,518.13	6,295.38	11,347.72	18,668.82
超大口径（DN1500 以上）						
销量（吨）	484.44	2,096.66	1,801.77	1,646.26	4,541.10	7,115.09
单价（元/吨）	13,874.44	20,308.40	14,721.86	16,563.01	17,391.16	18,260.72
单位成本（元/吨）	9,404.97	12,398.28	9,600.76	10,024.40	10,525.62	11,051.90
销售收入（万元）	672.13	4,257.98	2,652.54	2,726.70	7,897.50	12,992.66
销售成本（万元）	455.61	2,599.50	1,729.84	1,650.28	4,779.79	7,863.52
利润（万元）	216.52	1,658.48	922.70	1,076.43	3,117.71	5,129.14
管件						
销售收入（万元）	31.81	69.65	412.17	600.89	631.00	940.00

销售成本（万元）	20.74	54.53	288.04	344.91	362.16	380.26
利润（万元）	11.07	15.12	124.13	255.98	268.84	559.74
合计						
销售收入（万元）	4,854.87	10,947.84	17,011.22	19,434.97	34,266.00	56,275.00
销售成本（万元）	3,183.35	6,243.33	8,846.00	9,308.00	16,218.49	26,466.49
利润（万元）	1,671.52	4,704.51	8,165.22	10,126.97	18,047.51	29,808.51

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图表 7 建筑管材公司估值表

证券简称	股价（元）	EPS				PE			
		2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
国统股份	29.5	0.44	0.57	0.82	1.05	66.2	51.8	35.7	27.9
伟星新材	21.4	0.52	0.66	0.92	1.28	40.8	32.4	23.3	16.7
沧州明珠	23.5	0.61	0.69	0.82	1.03	38.6	34.0	28.6	22.9
青龙管业	38.1	0.84	1.05	1.29	1.73	45.5	36.2	29.4	22.0
算数平均						47.8	38.6	29.3	22.4

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

附表：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
流动资产	157.54	165.85	276.42	325.66	营业收入	169	194	343	563
现金	69.23	106.07	68.70	140.38	营业成本	88.460	93.80	162.18	264.66
应收账款	55.36	10.92	126.94	79.56	营业税金及附加	1.52	1.58	2.81	4.19
预付账款	6.02	11.42	23.78	25.64	营业费用	14.54	16.22	27.35	41.41
存货	16.44	30.01	43.35	61.41	管理费用	8.53	11.10	18.47	27.46
其他	10.50	7.43	13.65	18.66	财务费用	1.61	2.31	3.66	5.50
非流动资产	99.73	95.09	152.06	220.90	资产减值损失	1.49	0.00	0.00	0.00
长期投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	63.90	69.96	111.89	163.01	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	12.32	14.35	26.42	39.75	营业利润	53.962	70.06	128.1851	219.5251
其他	23.52	10.77	13.75	18.14	营业外收入	4.76	2.31	3.04	3.37
资产总计	257.27	260.94	428.48	546.56	营业外支出	2.08	0.74	0.97	1.26
流动负债	113.26	79.48	162.42	154.15	利润总额	56.64	71.63	130.26	221.64
短期借款	63.20	30.80	64.52	43.44	所得税	8.09	10.23	18.61	31.66
应付账款	25.71	21.45	67.36	63.82	净利润	48.55	61.40	111.65	189.97
预收账款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他	24.35	27.23	30.54	46.89	归属于母公司净	48.55	59	100	165
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	61.87	76.69	138.94	236.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.75	0.64	1.09	1.79
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	113.26	79.48	162.42	154.15	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益合计	144.01	181.45	266.06	392.41	成长能力				
负债和股东权益	257.27	260.94	428.48	546.56	营业收入	55%	14%	76%	64%
					营业利润	74%	24%	78%	65%
					归属于母公司净利	108%	26%	82%	70%
					获利能力				
					毛利率	30%	52%	53%	53%
					净利率	28.5%	31.59%	32.58%	33.76%
					ROE	18.8%	23.53%	26.06%	34.76%
					偿债能力				
					资产负债率	44.0%	30.46%	37.91%	28.20%
					流动比率	1.39	2.09	1.70	2.11
					速动比率	1.25	1.71	1.43	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.75	0.96	1.02
					应收账款周转率	3.74	5.86	4.79	4.80
					应付账款周转率	3.70	4.59	4.06	4.12
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.6	0.7	1.2	2.1
					每股经营现金流	0.55	1.17	-0.07	2.55
					每股净资产	2.09	2.63	3.86	5.69
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

资料来源：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