

国内反光材料的领先企业

研究结论

公司是国内反光材料行业的领先企业，2008—2010 年公司复合增长 38%。反光膜是公司的主要产品，主要运用于交通设施建设和交通运输设备领域，反光布主要用于生产反光服装，2011 年中期收入占比分别为 62.37%和 15.85%。

- **随着政策法规的出台，发光材料市场需求将快速增长。**反光材料起源于人们对夜间安全意识的逐步增强，近年来，随着社会对安全意识的日益重视，在道路、汽车、个人安全防护领域等众多行业和应用领域相继出台了多项强制使用各种反光材料的政策，为我国反光材料行业的发展提供了良好的政策环境，将对反光材料行业产生巨大的市场需求，有力地将行业整体推向快速发展的轨道。
- **市场占有率较高，产品体系丰富。**公司产品销售量、生产规模均位列国内前列，目前拥有反光膜产能 1030 万平方米/年，反光布产能 400 万平方米/年，反光服装产能 500 万件/年，以及反光制品产能约 2000 万件/年，为国内反光材料行业产品系列最为齐全的企业之一。2010 年公司反光材料销售额达到 3.27 亿人民币，约占国内反光产品市场总量的 6.28%。随着公司产能的不断提升和营销网络的逐步完善，未来产品的市场占有率有望进一步提高。
- **具备诸多领先技术，核心客户逐步增加。**公司目前已掌握玻璃微珠型、微棱镜型反光材料、反光制品的相关生产技术，拥有各项专利 12 项。同时经过多年的努力，公司核心客户数量正逐年增长，预计 2011 年将达到 30 个，与交通行业、交管部门、汽车行业、通信行业、电力行业等其中的众多大型企事业单位建立了长期稳定的合作关系。核心客户的增加，不仅有效的避免了价格上的恶性竞争，还极大地提升了品牌的影响力。
- **募投项目将扩大公司产能，改善产品品质。**本次公司募集资金约 45,000 万元，投资于年产 3,000 万平方米反光材料生产线项目以及铺底流动资金。募投项目建成后，将形成各类反光膜年产 1680 万平方米（毛利率在 40%以上的高毛利品种产能近一半），高耐洗反光布 1320 万平方米的规模，进一步提高产品档次和质量，改善产品结构，以满足公司下游对中高端反光产品的需求。
- **我们预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元、1.38 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，以公司 2011 年 30—35 倍 PE 计，对应合理估值区间在 20.7—24.2 元之间。
- **风险因素：**公司可能存在下游需求波动风险和原材料价格波动风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

发行概况

合理价格区间（元）	20.70 - 24.20 元
本次发行股数（万股）	2,667
发行后总股本（万股）	10,667
国家/地区	中国
行业	化学原料及化学制品制造业
报告发布日期	2011 年 11 月 10 日

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	327	440	594	881
同比(%)	43%	34%	35%	48%
净利润	37	76	103	152
同比(%)	6%	106%	36%	48%
毛利率(%)	34.8%	34.5%	34.7%	35.2%
ROE(%)	15.6%	8.4%	10.3%	13.2%
每股收益(元)	0.33	0.69	0.94	1.38

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

一、公司概况	4
二、行业分析	5
1、反光材料具有回归反射作用，下游应用广泛	5
2、随着政策法规的出台，市场需求将快速增长	6
3、行业门槛较高，市场竞争格局较为稳定	7
三、公司分析	8
1、市场占有率较高，产品体系丰富	8
2、具备反光材料领域诸多领先技术	9
3、优质核心客户逐步积累，产品影响力不断扩大	10
四、盈利预测与估值分析	10
1、募投项目将扩大公司产能，改善产品品质	10
2、盈利预测	11
3、相对估值	13
4、绝对估值	15
5、风险提示	15

图表目录

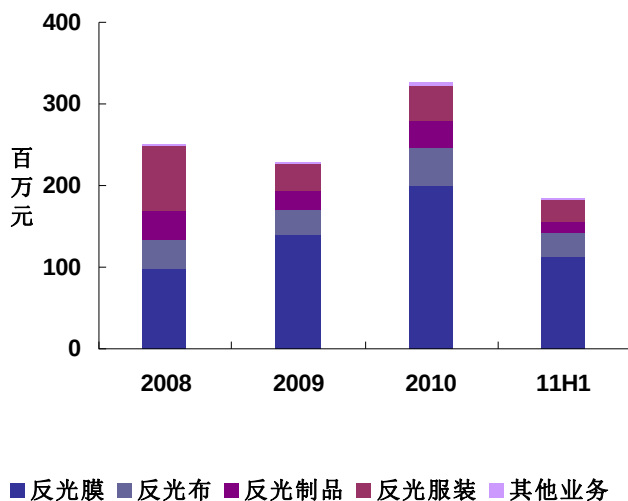
图 1：公司各类业务收入变化	4
图 2：公司各类业务毛利率变化	4
图 3：公司发行前的股权结构	5
图 4：反光材料上下游行业关系	6
图 5：公司反光材料及其应用领域	9
图 6：公司反光制品及其应用领域	9
表 1：十二五期间反光材料下游市场空间预测	7
表 2：国内国外反光材料领域主要企业情况	8
表 3：公司核心产品技术国内领先	9
表 4：募投项目和投资金额	11
表 5：盈利预测表（百万元）	12
表 6：分业务收入预测表	13
表 7：可比上市公司估值比较	14
表 8：近期在创业板上市公司估值比较	14
表 9：DCF 估值模型	15
附表：财务报表预测与比率分析	16

一、公司概况

公司是国内反光材料行业的领先企业，主营业务为反光材料及反光制品的研发、设计及生产，产品包括各规格、各等级的反光膜、反光布及以反光膜和反光布为原材料制造的反光制品。反光膜产品主要运用于交通设施建设和交通运输设备领域，反光布主要用于生产反光服装。

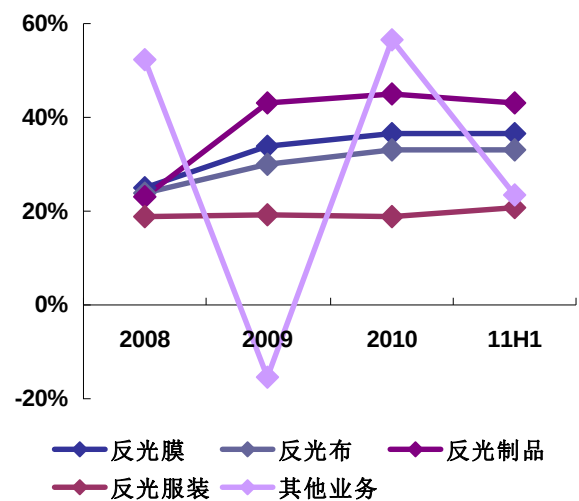
2008-2010 年公司净利润复合增长 38%。其中，反光膜是公司的主要产品，自 2009 年起占公司营业收入 60%以上，2011 年中期收入占比 62.37%；其他产品反光布、反光制品及反光服装整体销售较为稳定，2011 年中期收入占比分别为 15.85%、6.87%和 14.91%。

图 1：公司各类业务收入变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

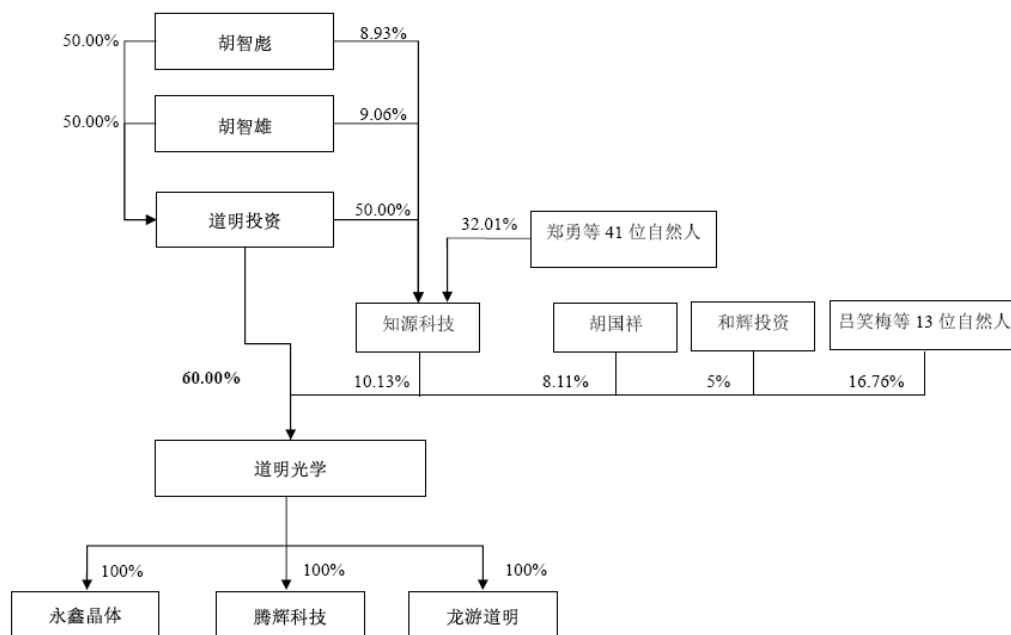
图 2：公司各类业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

本次发行前公司总股本为 8,000 万股，本次发行 2,667 万股，发行后总股本为 10,667 万股。胡智彪、胡智雄兄弟通过持有公司股东道明投资、知源科技股权对公司进行控制，胡智彪持有道明投资 50%股权，持有知源科技 8.93%股权，胡智雄持有道明投资 50%股权，持有知源科技 9.06%股权。两人为公司的实际控制人，合计间接持有公司 70.13%的股权。

图 3：公司发行前的股权结构



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

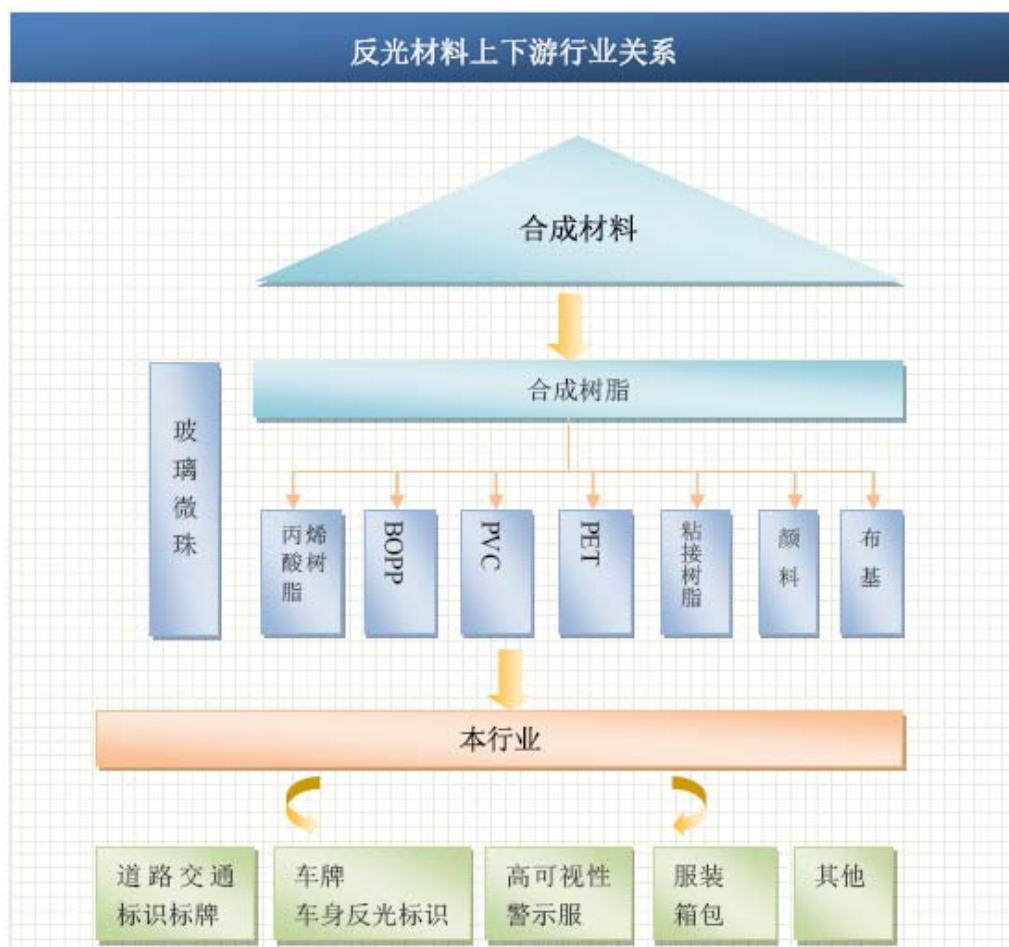
二、行业分析

1、反光材料具有回归反射作用，下游应用广泛

反光材料起源于人们对夜间安全意识的逐步增强，上世纪的 20 年代，人们根据猫眼受夜间灯光照射而反射强烈黄光的原理，发明了猫眼石来制作路标的反光标志。1939 年，第一块反光标志牌在美国明尼苏达州使用，一些中低亮度的反光产品之后也相继投入市场。20 世纪 40 年代，“工程级”反光膜开始广泛用于交通道路的路标标志牌。1950 年，玻璃微珠型反光布首次问世。1968 年，美国 ROWLAND 兄弟发明了微棱镜逆反射工艺。

反光材料原理是在相应的材料表面上植入一种高折射率的玻璃微珠或微棱镜结构，将光线按原路反射回光源处，从而形成回归反射（也称“逆反射”）现象。在灯光照射下，反光材料具有比其他非反光材料醒目百倍的视觉效果。通常情况下，反光膜和反光布被统称为反光材料，通过制成反光制品、反光服装在诸多下游应用广泛，下游主要为交通安全领域、基础设施警示标识、高可视性警示服等，以及各类服饰、鞋帽、箱包、广告牌等产品。

图 4：反光材料上下游行业关系



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2、随着政策法规的出台，市场需求将快速增长

反光材料行业作为新材料行业，主要受下游基础设施建设行业、汽车行业、职业安全防护领域、广告行业以及服饰行业等行业相关法律法规和产业结构的规范和约束。近年来，随着社会对安全意识的日益重视，在道路、汽车、个人安全防护领域等众多行业和应用领域相继出台了多项强制使用各种反光材料的政策，为我国反光材料行业的发展提供了良好的政策环境，将对反光材料行业产生巨大的市场需求，有力地将行业整体推向快速发展的轨道。

表 1：十二五期间反光材料下游市场空间预测

项目		2010年市场容量 (亿元)	十二五期间平均市场容量 (亿元)
反光膜	公路标示牌	11.34	2.35
	路口标示牌	3.45	8.00
	路牌、门牌、街牌等	0.72	0.60
	车牌膜和车身反光标示	5.22	6.85
反光布	强制安全警示服	1.25	1.25
	一线技术工人制服	0.79	1.75
合计		22.77	31.80

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3、行业门槛较高，市场竞争格局较为稳定

反光材料产品主要涉及道路安全标识、车辆牌照及车身反光标识、职业安全防护等领域，鉴于下游行业的特殊性和专业性，客户对供应商的综合实力、尤其是产品质量的稳定性有很高的要求，因此行业门槛较高。

所以在全球反光材料市场，大型的反光材料生产企业较少，主要集中在美国、中国、日本等地，其中比较知名的企业有美国的 3M、艾利·丹尼森，日本的恩希爱，我国的道明光学、常州华日升反光材料有限公司等。美国两大反光材料生产企业由于进入该行业时间较早，积累了丰富的技术经验及齐全的产品系列。来自于我国的新兴反光材料企业，凭借其稳定的产品质量及产品成本优势，与国际同行共同竞争全球市场。

表 2：国内外反光材料领域主要企业情况

企业名称	企业简介
3M	3M 公司是美国一家大型多元化企业集团，业务涉及显示及标识、安保及防护、电子、电力及通讯、医疗保健、交通运输、办公文教产品、工业制造业和家庭及休闲等多个行业，生产超过一万种各类产品。反光材料产品为 3M 公司标识业务部中次级产品分支，销售范围涵盖世界上大部分国家和地区。2010 年，3M 公司销售总额达到 267 亿美元，实现净利润超过 41 亿美元，但反光材料产品的年销售额占 3M 公司总销售收入较小。1984 年 11 月，3M 中国有限公司在上海注册成立，在我国已累计投资超过 7 亿美元。3M 公司反光材料主要涉及交通安全和个人安全防护两大领域。
艾利·丹尼森	艾利·丹尼森总部位于美国加利福尼亚州的帕萨迪那城，是世界 500 强企业之一，拥有全球领先的压敏胶物料制造技术、不干胶底层物料、消费者及办公室用不干胶产品生产技术。该公司业务主要分为压敏胶材料、办公及消费类产品、零售资讯服务三大部分，以及其他特殊印刷业务。2010 年，艾利·丹尼森公司销售总额为 65 亿美元。该公司的反光材料产品属于其压敏胶材料业务。压敏胶材料业务在 2010 年实现销售额 36 亿美元，其主要产品包括压敏胶标签材料、弹性包装、卷筒收缩薄膜、水溶剂型高性能聚合物粘合剂和工程薄膜、图形图像媒体和反光材料。反光材料是该业务部门中众多产品中的一种，其反光材料主要生产反光膜类产品，产品分为标志贴膜、丝网印刷贴膜、工业运输贴膜、数码喷绘介质四大类。
恩希爱（杭州）化工有限公司	恩希爱（杭州）化工有限公司是由日本电石工业集团公司（NCI）于 1994 年 12 月在华投资兴建的高科技独资企业。而日本电石工业集团公司为日本三菱重工的子公司。恩希爱（杭州）化工有限公司的主要产品包括食品保鲜膜和反光膜。是国内大型反光膜生产厂家之一，制造各种等级的反光膜及作为反光膜主要材料之一的各类树脂和高折射率玻璃微珠。恩希爱（杭州）化工有限公司生产的产品主要供日本、欧洲市场。
常州华日升反光材料有限公司	常州华日升反光材料有限公司成立于 1994 年，是一家产品包括液压设备、胶粘剂、淋膜纸、离型纸（防粘纸）、纸杯纸及铝箔（铝膜）纸、塑三复合纸、特种胶带、各类反光膜的综合制造类企业。其反光材料产品通过了国家部门认证，质量符合国家有关标准要求，相关产品通过了国家强制性 3C 认证，具有较强的技术实力，为国内一流反光材料生产企业。
浙江方远夜视丽反光材料有限公司	浙江方远夜视丽反光材料有限公司成立于 1996 年，系方远建设集团的下属企业。方远集团是一家以建筑业和房地产业为主导产业，经营领域涉及高新材料、新型建材、酒店、物业服务、基础教育等产业的多元化集团企业。浙江方远夜视丽反光材料有限公司主要产品包括反光织物、反光膜、织物辅料和玻璃微珠。该公司拥有较为完备的反光材料生产技术，属浙江省内较大的反光材料生产厂商。

资料来源：竞争对手网站，东方证券研究所

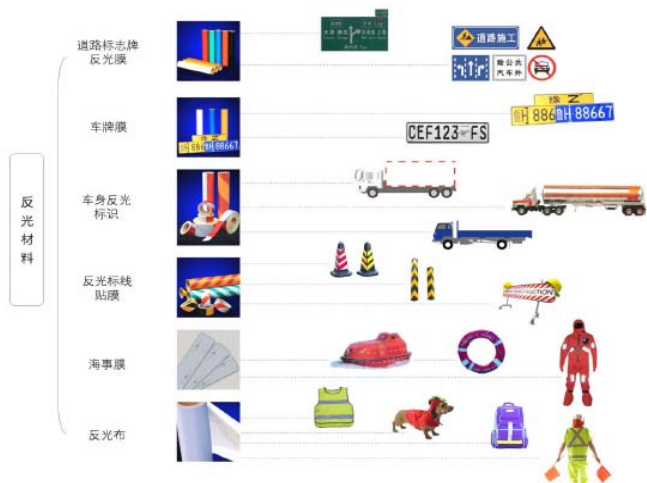
三、公司分析

1、市场占有率较高，产品体系丰富

近年来，公司产品销售量、生产规模均位列国内前列，目前拥有反光膜产能 1030 万平方米/年，反光布产能 400 万平方米/年，反光服装产能 500 万件/年，以及反光制品产能约 2000 万件/年。2010 年公司反光材料销售额达到 3.27 亿人民币，约占国内反光产品市场总量的 6.28%，其中技术含量较高，产品附加值较大的反光膜产品约占市场份额的 8.08%，在业内拥有较好的品牌口碑和竞争优势。随着公司产能的不断提升和营销网络的逐步完善，未来产品的市场占有率有望进一步提高。

在产品领域，经过多年的实践积累和新产品研发，公司已成长为国内反光材料行业产品系列最为齐全的企业之一。公司在交通防护领域产品包括了超强级、高强级、工程级、车牌、车身贴、海事、广告级反光膜等七大系列近六十余个品种；在个人安全防护领域包括了反光布、反光革、反光热贴膜、特殊反光带等七大系列近五十余个品种。公司充分利用产品齐全及设备先进的优势，开发了众多具有较强创新性的反光制品，为客户提供了更为多样化的产品选择。

图 5：公司反光材料及其应用领域



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 6：公司反光制品及其应用领域



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

2、具备反光材料领域诸多领先技术

反光材料主要分为玻璃微珠型和微棱镜型。其中微棱镜型反光材料多为超强级反光膜，而玻璃微珠型反光材料是目前应用领域最为广泛的反光产品，其范围涵盖广告级、工程级反光膜、车牌反光膜、高强级反光膜、车身反光标识、海事反光膜等约七大类产品。公司在长期生产销售中积累了宝贵的行业经验，目前已掌握玻璃微珠型、微棱镜型反光材料、反光制品的相关生产技术，拥有各项专利 12 项。

其中微棱镜型反光材料为高端反光材料，公司是国内率先完成微棱镜技术研发并具备超强级反光膜生产能力的企业，目前已基本掌握相关的核心生产工艺，并将其运用于成品生产，经过近两年的市场检验，公司超强级反光膜产品的反光性能、耐候性能已基本达到客户的要求。

表 3：公司核心产品技术国内领先

应用产品	技术名称	技术来源	技术水平	成熟程度
玻璃微珠型反光材料	高折射率玻璃微珠成型及筛分技术	集成创新	国内领先	成熟
	高性能树脂合成技术	集成创新	国内领先	成熟
	高性能压敏背胶合成技术	集成创新	国内领先	成熟

	玻璃微珠精细均布技术	集成创新	国内领先	成熟
	保护面层全着色工艺	集成创新	国内领先	成熟
	反光层一次成型技术	集成创新	国内领先	成熟
微棱镜型反光材料	棱镜结构设计技术	原始创新	国内领先国际水平	成熟
	微棱镜母膜加工技术	原始创新	国内领先国际水平	成熟
	母膜拷贝复制技术	原始创新	国内领先国际水平	成熟
反光制品	高速、多项位激光防伪标识成型技术	引进、消化、吸收再创新	国内领先国际水平	成熟
	高精度反光丝切割技术	引进、消化、吸收再创新	国内领先国际水平	成熟
	精细反光烫印标识成型技术	引进、消化、吸收再创新	国内领先国际水平	成熟

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3、优质核心客户逐步积累，产品影响力不断扩大

经过多年的努力，公司核心客户数量正逐年增长，从 2008 年初的不足 10 个，发展到 2010 年末已超过 20 个，预计 2011 年将达到 30 个。目前公司已与交通行业、交管部门、汽车行业、通信行业、电力行业等其中的众多大型企事业单位建立了长期稳定的合作关系，如吉林省、甘肃省、黑龙江省等牌照制作中心、东风汽车、长安汽车、中国移动等，并成为其中部分客户的独家反光材料供应商。在海外市场，公司通过几年的经营，已建立起了与海外经销商良好的合作关系，仅 2011 年上半年，公司的反光膜产品就成功覆盖 60 多个国家和地区。随着公司与海外经销商团队合作关系的日益紧密，公司海外市场的拓展能力将进一步提高。

公司核心客户作为各行业领先企业，拥有很好的信誉，其本身发展迅速，业务不断增长，使得公司业务稳定，且增长潜力巨大。同时，核心客户具有很强的质量意识，在选择产品的时候，更强调的是供应商的综合实力，因此，能够成为其供应商充分体现了公司较强的产品竞争能力。公司通过不断发掘下游行业中的核心客户，不仅有效的避免了价格上的恶性竞争，还极大地提升了品牌的影响力，逐步扩大和强化公司的品牌优势。

四、盈利预测与估值分析

1、募投项目将扩大公司产能，改善产品品质

近三年，公司反光材料生产产能基本维持在 1,000 万平方米左右。随着公司规模快速扩张，2010 年，公司反光材料产量达到 1,172 万平方米，产能利用率已达 114.55%，全部生产线处于满负荷运转。为此本次公司募集资金约 45,000 万元，投资于年产 3,000 万平方米反光材料生产线项目以及铺底流动资金。项目投资总额为 55,245 万元，其中 41,245 万元固定资产投资由本次公开发行

股票的募集资金解决, 14,000 万元铺底流动资金中的 3,755 万元由此次募集资金解决, 剩余 10,245 万元由公司自筹解决。

表 4：募投项目和投资金额

序号	项目名称	项目总投资
1	年产 3,000 万平方米反光材料生产线	41,245 万元
2	铺底流动资金	3,755 万元

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

募投项目建成后，将形成各类反光膜年产 1680 万平方米，其中车牌反光膜年产 400 万平方米、工程级反光膜年产 900 万平方米、高强膜、海事膜年产 80 万平方米、车身反光标识 300 万平方米（毛利率在 40% 以上的高毛利品种产能近一半），高耐洗反光布 1320 万平方米的规模，进一步提高产品档次和质量，改善产品结构，以满足公司下游对中高端反光产品的需求，扩大产品的销售收入，提高公司整体的竞争实力和盈利能力。

2、盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 4.40 亿、5.94 亿、8.81 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.76 亿元、1.03 亿、1.52 亿元；对应 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元、1.38 元。

表 5：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	327	440	594	881
营业成本	213	288	388	571
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	17	22	30	44
管理费用	46	40	59	88
财务费用	4	-1	-6	-5
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	44	87	119	177
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	46	89	121	179
所得税	10	13	18	27
净利润	37	76	103	152
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	37	76	103	152
EBITA	49	101	140	214
EPS（元）	0.33	0.69	0.94	1.38

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 6：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
反光膜					
销售收入（百万元）	140.0	200.6	288.0	361.9	588.7
增长率（YOY）	44.6%	43.3%	43.5%	25.7%	62.7%
毛利率（%）	33.7%	36.5%	36.66%	37.0%	37.0%
反光布					
销售收入（百万元）	31.7	46.5	63.8	141.2	198.3
增长率（YOY）	-14.7%	46.6%	37.1%	121.3%	40.4%
毛利率（%）	30.2%	32.9%	33.21%	33.5%	33.5%
反光制品					
销售收入（百万元）	22.0	31.9	28.8	28.8	28.8
增长率（YOY）	-35.3%	44.8%	-9.7%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	43.2%	45.0%	43.24%	43.5%	43.5%
反光服装					
销售收入（百万元）	33.1	43.2	55.0	57.9	60.8
增长率（YOY）	-59.6%	30.6%	27.2%	5.3%	5.0%
毛利率（%）	19.4%	19.0%	20.73%	20.0%	20.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	1.6	4.8	4.0	4.0	4.0
增长率（YOY）	595.7%	205.0%	-17.3%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	-15.3%	56.5%	23.47%	20.0%	20.0%
合计（百万元）	228.4	327.1	439.6	593.8	880.6
增长率（YOY）	-8.7%	43.2%	34.4%	35.1%	48.3%

料来源：Wind，东方证券研究所

3、相对估值

我们选取与公司业务模式与特点类似的 4 家公司进行对比，目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 34 倍；同时我们选取近期上市的 20 家中小板公司进行对比，2011 年平均 PE 为 32 倍。因此以公司 2011 年 30-35 倍 PE 计，对应合理估值区间在 20.7-24.2 元之间。

表 7：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
601208.SH	东材科技	42	29	23
002450.SZ	康得新	113	52	28
300041.SZ	回天胶业	32	26	19
300230.SZ	永利带业	44	29	20
平均		58	34	22

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 8：近期在创业板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002610.SZ	爱康科技	45	30	27
002611.SZ	东方精工	68	39	28
002612.SZ	朗姿股份	64	37	25
002613.SZ	北玻股份	44	33	23
002614.SZ	蒙发利	30	24	18
002615.SZ	哈尔斯	45	35	28
002616.SZ	长青集团	51	40	30
002617.SZ	露笑科技	46	36	27
002618.SZ	丹邦科技	57	44	30
002619.SZ	巨龙管业	35	30	23
002620.SZ	瑞和股份	41	28	18
002621.SZ	大连三垒	38	28	22
002622.SZ	永大集团	49	36	28
002623.SZ	亚玛顿	25	23	18
002624.SZ	金磊股份	50	37	30
002625.SZ	龙生股份	38	36	29
002626.SZ	金达威	30	23	20
002627.SZ	宜昌交运	27	24	20
002628.SZ	成都路桥	34	21	15
002629.SZ	仁智油服	47	42	32
平均		43	32	25

资料来源：Wind，东方证券研究所

4、绝对估值

我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 22.09 元，对应 2011 年 PE 为 32 倍。

表 9：DCF 估值模型

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率(%)		2%
贝塔值 (β)	1.050	1.050
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	9.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K_e)	11.25%	11.25%
债务成本 K_d (%)	6.35%	6.35%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	10.00%	10.00%
WACC	10.76%	10.76%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
8.76%	26.04	28.82	32.42	37.26	44.15	54.69
9.76%	21.95	23.98	26.54	29.85	34.31	40.65
10.76%	18.69	20.22	22.09	24.45	27.50	31.62
11.76%	16.07	17.23	18.64	20.37	22.54	25.36
12.76%	13.91	14.82	15.89	17.19	18.79	20.79

资料来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

下游需求波动风险

反光材料行业作为新材料行业，主要应用于下游基础设施建设行业、汽车行业、职业安全防护领域、广告行业以及服饰行业等行业，下游行业对于反光材料的需求可能受到各种因素的影响。

原材料价格波动风险

公司所生产的反光制品使用的主要原辅材料包括：玻璃微珠、PET 膜、离型纸、树脂胶水等。2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年上半年，公司的直接材料成本占主营业务成本比例分别为 81.17%、82.47%、82.03%及 83.80%。若未来多项主要原辅材料采购价格持续波动，且公司产品售价无法及时进行相应调整，将给公司盈利能力的稳定性带来不利影响。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	268	876	860	980	营业收入	327	440	594	881
现金	80	650	542	512	营业成本	213	288	388	571
应收账款	43	60	84	121	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	6	4	7	10	营业费用	17	22	30	44
预付账款	24	33	44	65	管理费用	46	40	59	88
存货	116	129	184	272	财务费用	4	-1	-6	-5
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	160	243	415	520	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	125	214	388	496	营业利润	44	87	119	177
无形资产	26	25	24	24	营业外收入	3	2	2	2
其他	10	4	2	0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	429	1119	1274	1501	利润总额	46	89	121	179
流动负债	191	213	263	336	所得税	10	13	18	27
短期借款	104	65	71	73	净利润	37	76	103	152
应付账款	33	48	65	94	少数股东损益	0	0	0	0
其他	53	100	127	169	归属于母公司净利润	37	76	103	152
非流动负债	3	10	12	13	EBITDA	49	101	140	214
长期借款	3	4	5	7	EPS (元)	0.33	0.69	0.94	1.38
其他	-0	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	194	223	275	349	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	80	110	110	110	营业收入	43.2%	34.4%	35.1%	48.3%
资本公积	53	609	609	609	营业利润	14.1%	97.6%	36.7%	48.3%
留存收益	101	177	280	432	归属于母公司净利润	5.7%	106.3%	36.2%	47.6%
归属母公司股东权益合计	235	897	999	1151	获利能力				
负债和股东权益	429	1119	1274	1501	毛利率	34.8%	34.5%	34.7%	35.2%
现金流量表					净利率	11.2%	17.2%	17.3%	17.2%
单位：百万元					ROE	15.6%	8.4%	10.3%	13.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.2%	7.6%	8.9%	11.9%
经营活动现金流	42	115	77	110	偿债能力				
净利润	37	76	103	152	资产负债率	45.2%	19.9%	21.6%	23.3%
折旧摊销	0	15	27	42	净负债比率				
财务费用	4	-1	-6	-5	流动比率	1.40	4.12	3.27	2.92
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.80	3.51	2.56	2.10
营运资金变动	0	15	-50	-83	营运能力				
其它	1	10	2	4	总资产周转率	0.87	0.57	0.50	0.63
投资活动现金流	-45	-100	-199	-148	应收账款周转率	7	8	8	8
资本支出	-39	-100	-199	-148	应付账款周转率	6.65	7.11	6.86	7.16
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-6	1	0	0	每股收益	0.33	0.69	0.94	1.38
筹资活动现金流	46	554	14	9	每股经营现金流	0.38	1.04	0.70	1.00
短期借款	56	-40	6	3	每股净资产	2.13	8.15	9.09	10.47
长期借款	3	1	1	1	估值比率				
普通股增加	5	30	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	43	556	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-61	7	6	5	EV/EBITDA	1	0	0	0
现金净增加额	43	569	-108	-29					

资料来源：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