

新宙邦 (300037)

稳扎稳打的电子化学品龙头

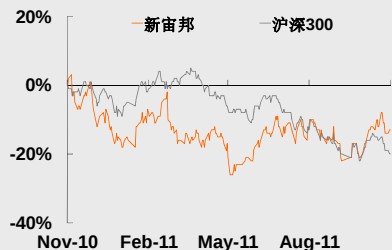
推荐 (维持)

现价: 38.7 元

主要数据

行业	新能源材料
公司网址	www.capchem.com
大股东/持股	覃九三/16.65%
实际控制人/持股	覃九三/16.65%
总股本(百万股)	107
流通 A 股(百万股)	27
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	41.4
流通 A 股市值(亿元)	10.45
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	12.1

行情走势图



相关研究报告

- 1、三季报点评——业绩大幅增长，盈利符合预期（推荐）2011/10/25
- 2、半年报点评——业绩持续增长，期待募投项目助力（推荐）2011/08/02
- 3、调研快报——高瞻远瞩，决胜未来（推荐）2011/04/14

证券分析师

王德安 S1060511010006
021-33830372
Houshixia326@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点:

公司是国内电子化学品制造龙头，产品主要分为电容器化学品和锂电池电解液两类。

■ 公司是国内铝电解电容器化学品龙头企业，市场占有率约 30%，综合毛利率约 33%。我们估计公司现有铝电解电容器化学品产能约 32000 吨每年。公司在国内该领域面临的竞争压力较小，其竞争对手规模大多较小。

■ 锂离子电池电解液市场空间看新能源汽车。我们预计 2011 年中国锂离子电池电解液市场需求约 2.2-2.5 万吨，公司 2011 年销量预计约 2500-3000 吨，市场占有率为 10%-15%，产品毛利率约 27%。

未来新能源汽车销量如果达到 500 万辆，以每一辆车配备 20KWH 电池计算，将使锂电池电解液市场扩大至现有 20 倍。

■ 固态高分子电容器化学品需求快速增长，国内尚无规模化对手。目前全球固态高分子电容器化学品随着下游电子产品需求增长，预计增速将保持 30% 以上。公司具有导电性高分子核心材料 EDOT 及导电聚合物 PEDT 核心生产技术。国内尚无规模化的竞争对手。我们估计公司现有固态高分子电容器化学品产能 60 吨每年，毛利率约 40%。

■ 公司是国内超级电容器电解液的主要供应商，2011 年市场占有率 80%，毛利率约 50%。超级电容器化学品占超级电容器成本约 15-40% 之间，市场随超级电容器市场同步增长，近年来年均增速保持在 30% 上下。新能源汽车和风电、太阳能将成为超级电容器未来主要增长点。

■ 盈利预测与投资评级。电子化学品市场产品种类繁多，能否快速推出新产品将成为公司未来能否保持快速增长的关键。预计公司 2011、2012、2013 年业绩分别为 1.23 元、1.61 元、2.33 元，对于公司最新收盘价 PE 为 32、25、17 倍，维持“推荐”的投资评级

■ 风险提示：成熟产品增长空间有限，新品推广进程具有不确定性；新能源汽车产业进程或低于预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	319	477	703	916	1198
YoY(%)	36.8%	49.7%	47.2%	30.4%	30.7%
净利润(百万元)	60	94	132	172	250
YoY(%)	90.2%	56.2%	40.5%	30.2%	45.2%
毛利率(%)	35.1%	31.8%	32.6%	33.0%	35.5%
净利率(%)	18.9%	19.7%	18.8%	18.8%	20.8%
ROE(%)	6.5%	9.5%	12.1%	14.0%	17.4%
EPS(摊薄/元)	0.56	0.88	1.23	1.61	2.33
P/E(倍)	69.1	44.0	31.5	24.0	16.6
P/B(倍)	4.6	4.3	3.9	3.5	3.0

正文目录

一、	公司是电子化学品行业龙头	3
1.1.	公司主营产品	3
1.2.	公司股权结构	3
1.3.	公司经营现状	4
二、	公司主营业务呈“成熟”+“新兴”战略布局	4
2.1.	铝电解电容器化学品行业成熟稳定	5
2.2.	锂离子电池电解液市场呈集中态势	6
2.3.	固态高分子电容器化学品是制造固态高分子电容器最核心的材料	8
2.4.	超级电容器化学品	9
三、	公司客户结构高端，粘性高	10
四、	研发实力雄厚，创新能力强	10
五、	盈利预测与公司估值	11
六、	风险提示	12

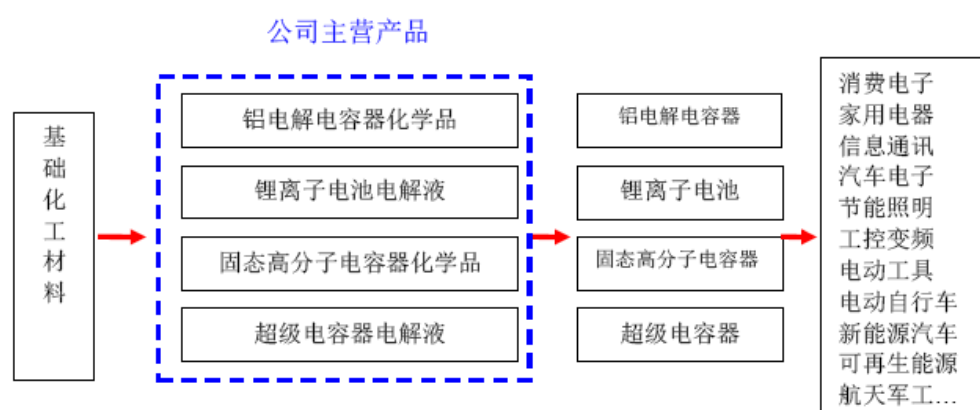
一、公司是电子化学品行业龙头

公司是一家专业从事新型电子化学品研究、开发、生产、销售和服务的高新技术企业。目前公司生产规模、产品质量和技术开发能力均居于国内同行领先水平。

1.1. 公司主营产品

公司主营业务的上游行业是基础化工材料行业，下游行业为铝电解电容器、锂离子电池、固态高分子电容器及超级电容器等电子元器件行业，终端是消费电子、家用电器、信息通讯、汽车电子、节能照明、工控变频、电动工具、电动自行车、新能源汽车（混合动力汽车、纯电动汽车）、可再生清洁能源（风电、太阳能发电等）、航空航天、军工等国民经济和国防建设的诸多领域。

图表1 公司产品在产业链中的位置



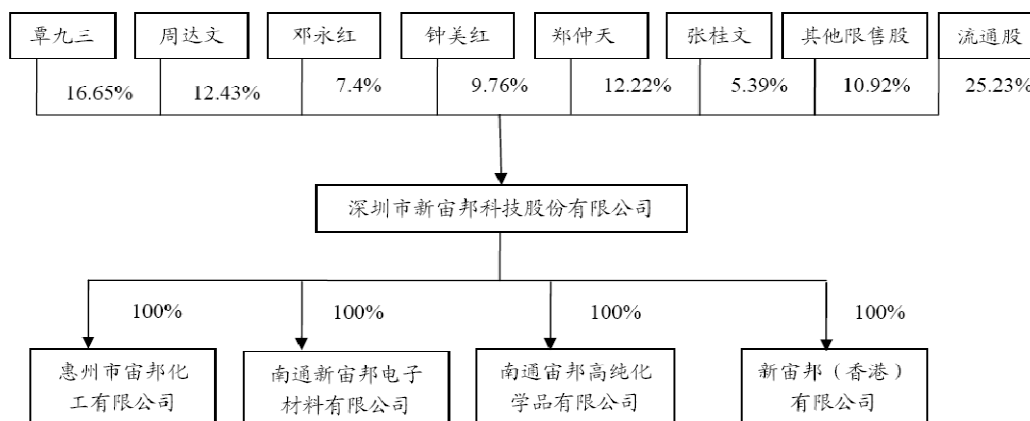
资料来源：公司招股说明书

1.2. 公司股权结构

公司总部位于深圳市坪山区，下辖南通宙邦高纯化学品有限公司、南通新宙邦电子材料有限公司、惠州市宙邦化工有限公司以及新宙邦（香港）有限公司 4 家全资子公司。有深圳、南通、惠州三个电子化学品生产基地。

公司总股本为 1.07 亿，其中流通股为 2700 万股，其余 80 万股预计 2013 年 1 月 8 日解禁。

图表2 新宙邦股权结构



资料来源：公司公告

公司具备优异的自主研发能力，拥有深圳市新型电子化学品研究开发中心和广东省新型电子化学品工程技术研究开发中心两个创新平台。

公司拥有强大的研发团队，专业涉及化工、电子、物理、电子信息、材料等多个学科领域，其中具有中级职称以上和硕士学历以上人员占员工总数 61%。公司技术核心涉及到功能材料合成、材料提纯精制、微量分析测试、电解液配方开发及电子元器件设计与测试等多项技术。

1.3. 公司经营现状

公司 2010 年实现营业收入 4.8 亿元，实现归属于母公司净利润 9392.6 万元，实现每股收益 0.88 元；2011 年前三季度实现营业收入 4.9 亿元，实现归属于母公司净利润 9032.2 万元，实现每股收益 0.84 元。

公司营业收入主要由电容器化学品和锂离子电池化学品构成，电容器化学品包括铝电解电容器化学品、固态高分子电容器化学品、和超级电容器电解液，占营业收入的 70%；锂电池电解液占公司营业收入的 30%。

图表3 公司2010年收入结构

分产品	营业收入(万元)	占比	毛利率(%)
电容器化学品	33,340.30	69.8%	34.0
锂离子电池化学品	14,394.84	30.1%	26.8
合计	47,735.14		31.8

资料来源：公司公告

二、 公司主营业务呈“成熟”+“新兴”战略布局

公司产品呈现“成熟”+“新兴”的战略布局。铝电解电容器化学品和传统锂离子电池电解液产品为公司提供稳定的营业收入和利润基础；动力锂离子电池电解液、固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液是公司业绩未来主要的增长点。

图表4 公司产品发展阶段及应用终端

类别		发展阶段	主要应用终端
铝电解电容器化学品		成熟产品， 稳定增长	信息通讯、家用电器、节能照明、消费电子、汽车电子、工控变频、军事电子等
锂离子电池电解液	常规锂离子 电池电解液	成熟产品， 快速增长	笔记本电脑、手机、数码相机、MP3、游戏机等
	动力锂离子 电池电解液	新兴产品， 快速成长	电动工具、电动代步车、电动自行车、电动轮椅、混合动力汽车、纯电动汽车等
固态高分子电容器化学品		新兴产品， 快速成长	笔记本电脑、CPU 主板、液晶电视、游戏卡、手机等 高端 3C 产品、太阳能电池等
超级电容器电解液		新兴产品， 快速成长	风电及太阳能发电、太阳能灯、混合动力汽车、电动汽车、UPS 应急电源、远程抄表、坦克等

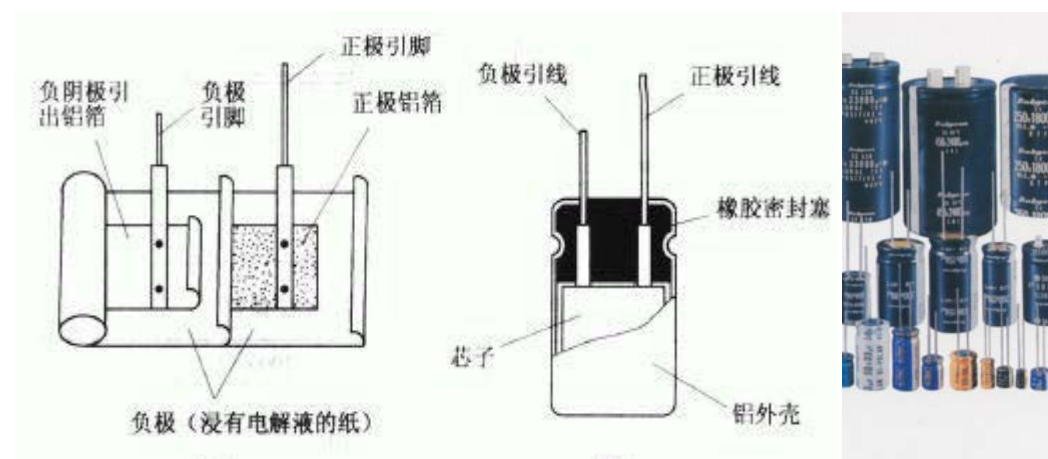
资料来源：公司招股说明书

2.1. 铝电解电容器化学品行业成熟稳定

■ 铝电解电容器是一种储能原件

电容器是一种储能元件，在电路中用于调谐、滤波、耦合、旁路、能量转换和延时，电容器通常叫做电容。铝电解电容器是由铝圆筒做负极，里面装有液体电解质，插入一片弯曲的铝带做正极而制成的电容器称作铝电解电容器。

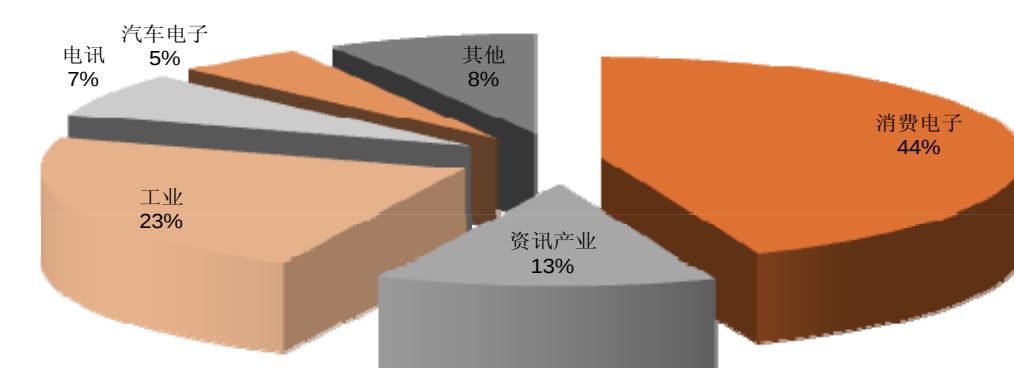
图表5 铝电解电容器结构



资料来源：电子发烧友网站

铝电解电容器主要应用在信息通讯、家用电器、节能照明、消费电子、汽车电子、工控变频、军事电子等领域。家用电子、节能电子、汽车电子领域是铝电解电容器最主要的下游领域。

图表6 铝电解电容器下游应用占比



资料来源：江海股份招股说明书

■ 铝电解电容器化学品是铝电解电容器专用化学品和关键原材料

铝电解电容器化学品是生产铝电解电容器的专用电子化学品和关键原材料之一，其需求状况将直接受到铝电解电容器行业规模及其发展状况的影响。由于铝电解电容器具备比较稳定的物理结构以及成熟的生产工艺，其电子化学品占电容器产值的比重长期保持基本稳定，约为 4%。因此，铝电解电容器化学品的市场规模与铝电解电容器的市场规模基本保持一定比例的同向变动。

■ 主要竞争对手主要是日本公司，国内对手规模较小

公司主要竞争对手是富山药品工业、三洋化成及米山化学等日本厂商，这些厂商从业时间长，生产线自动化水平较高，优质客户较多。公司在国内该领域面临的竞争压力较小，其竞争对手规模大多较小，主要有江苏沛县东方化工厂、南通恒兴电子等公司。

■ 公司在铝电解电容器化学品领域市场占有率 30%

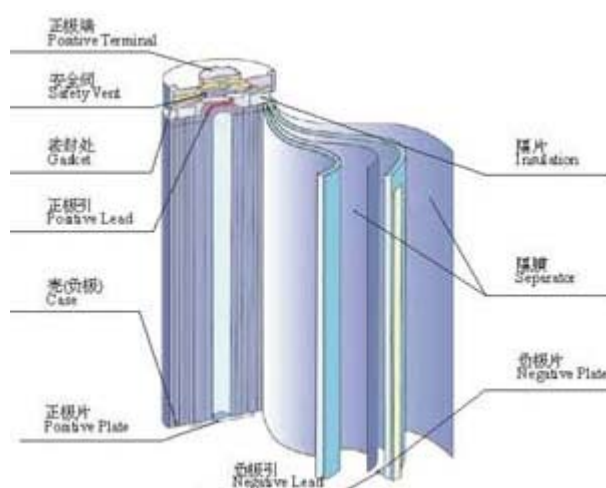
公司作为国内铝电解电容器化学品龙头企业，我们估计公司现有铝电解电容器化学品产能约 32000 吨每年，市场占有率约 30%。其中，硼酸，乙二醇，己二酸占公司铝电解电容器化学品 50% 以上产量，贡献营业收入约 30%，工业用高端铝电解电容器化学品在收入中的占比约 40% 左右。铝电解电容器化学品种类繁多，产品毛利率水平高低不同，综合毛利率约 33%。

2.2. 锂离子电池电解液市场呈集中态势

■ 锂离子电池是动力电池的首选品种

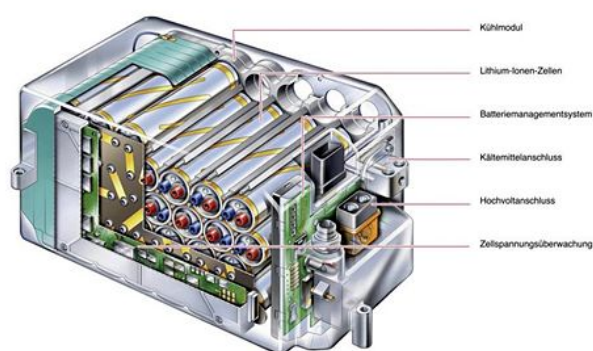
锂离子电池是现在数码产品市场上最主流的二次电池，也是未来新能源汽车动力电池的最佳选择。传统领域的锂离子电池是由正极、负极、隔膜和电解液以及其他辅料组成的单体。动力电池是单体电池的再组合，但是单体电芯的构成原理是一致的。

图表7 圆柱形锂电池内部结构



资料来源：山东中信迪生电源有限公司网页

图表8 奔驰S400动力锂离子电池组



资料来源：汽车天堂网

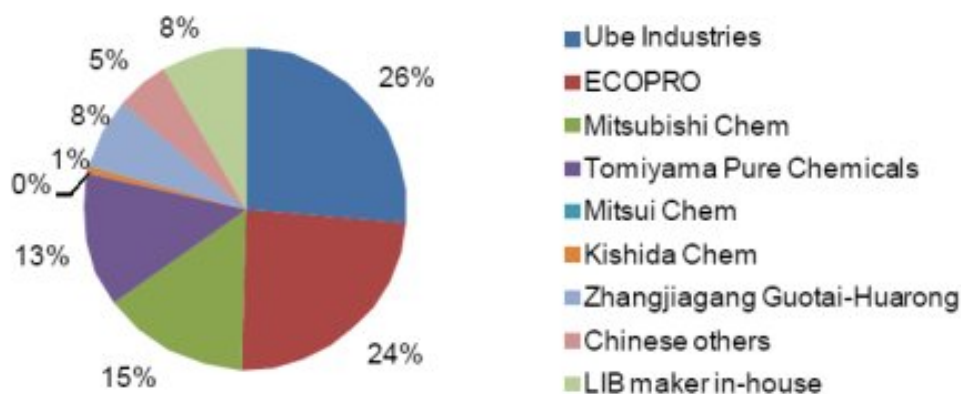
■ 锂离子电池电解液起传导电子作用

电解液在电池正负极之间起传导电子的作用，会影响电池电压、内阻、循环性能和安全性。电解液一般由高纯度的有机溶剂、电解质锂盐（六氟磷酸锂， LiPF_6 ）、必要的添加剂等原料在一定条件下，按一定比例配制而成。

■ 锂离子电池电解液市场呈集中态势

全球锂离子电池电解液产业发展呈现区域性集中态势，市场分布和锂离子电池市场分布一致。主要集中在中、日、韩三国，并且行业表现出较高的集中度，前三家厂商日本宇都（Ube Industries），韩国第一毛纺会社（Chiel），三菱化学（Mitsubishi Chem）合计占电解液市场份额的 70% 左右，排在其后的企业依次为：富山化学、三井化学、岸田化学及其他企业。

图表9 2010年全球主要企业锂离子电池电解液市场占比



资料来源：IIT报告

■ 公司占据国内市场 10%-15%份额，未来增长有空间

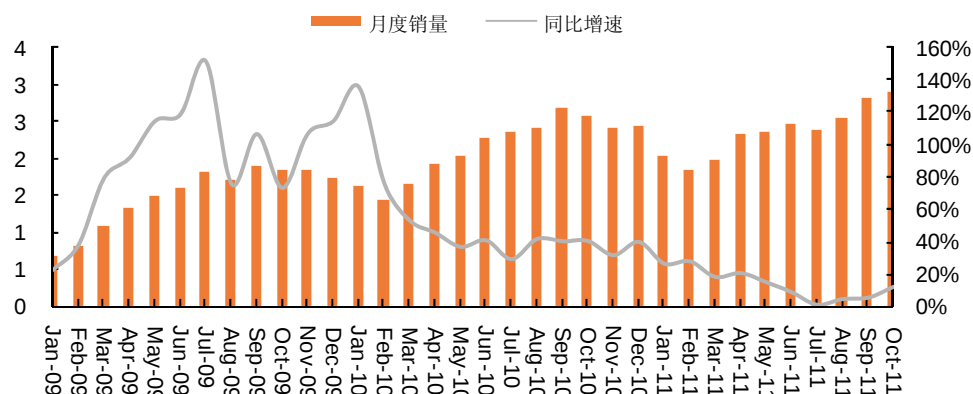
我们预计 2011 年中国锂离子电池电解液市场需求约 2.2-2.5 万吨，公司现有锂离子电池电解液产能约 3000 吨每年，实际销量预计约 2500-3000 吨，市场占有率为 10%-15%，产品毛利率约 27%。

电解液核心电解质六氟磷酸锂在 2011 年随着国产化进程的推进，价格降幅较大，从 40 万下降至现在的 25 万元左右，公司电解液产品价格也跟随下降，但是毛利率维持稳定。

➤ 锂电池电解液传统市场稳定增长

传统锂电行业在过去 20 年，保持了年均 20%以上增速。08 年金融危机影响传统数码产品下游需求，导致 08 年基数较低，09 年同比增速过百。2011 年由于国家出台打击山寨数码产品政策，导致前三季度增速下滑，预计 2011 年全年锂离子电池增速 10%-12%。锂电池电解液在传统领域增速与电池增速保持一致。预计 2012 年，传统领域锂电电解液增速恢复正常水平，达到 20%以上，总需求超过 3 万吨。

图表10 锂离子电池月度产量 千万只/月

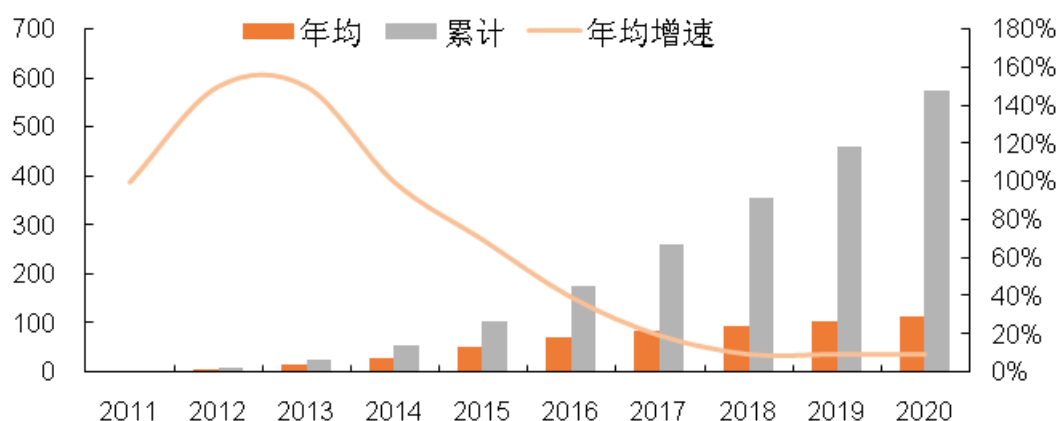


资料来源：国家统计局

➤ 新能源汽车市场空间巨大

未来新能源汽车销量如果达到 50 万辆，以每一辆车配备 20KWH 电池计算，将使锂电池电解液市场扩大至现有两倍。

图表11 新能源汽车销量及增速预测



资料来源:平安证券研究所

2.3. 固态高分子电容器化学品是制造固态高分子电容器最核心的材料

■ 固态高分子电容器与普通电容器最大差异在于介电材料

固态铝质电解电容与普通电容（即液态铝质电解电容）最大差别在于采用了不同的介电材料，液态铝电容介电材料为电解液，而固态电容的介电材料则为导电性高分子。固态电容具备环保、低阻抗、高温稳定、耐高纹波及高信赖度等优越特性，是目前电解电容产品中最高阶的产品。

图表12 固态电容器与铝电解电容的结构区别

固态电容器和铝电解电容器的基本构造相似		
不同点为电解质		
铝电解电容器	隔膜纸（电解质）内浸渍电解液	电解质为液体
固态高分子电容器（导电性高分子型）	隔膜纸（电解质）内浸渍导电性高分子	电解质为固体

资料来源：江海股份培训资料

由于固态电容特性远优于液态铝电容，固态电容耐温达摄氏 260 度，且导电性、频率特性及寿命均佳，适用于低电压、高电流的应用，主要应用于数字产品如薄型 DVD、投影机及工业计算机等。

图表13 固态电容与铝电解电容的性能差异

特 性	铝电解电容器	固态电容器
电 导 率	3(mS/cm)	3000(mS/cm)
	▲为离子导电难以实现低ESR ▲低温环境下ESR会增大	▲为电子导电可以实现低ESR ▲低温环境下ESR安定
寿 命 / 可 靠 性	▲电解质为液体易蒸发 ▲高温环境时容量值下降 ▲电解液蒸干后寿命下降 ▲温度特性变化大	▲电解质为固体，基本没有蒸发 ▲高温环境下容量值基本不变 ▲即使高温环境下也保持长寿命 ▲温度特性变化小
寿命的温度系数	每降低10℃，寿命增加2倍	每降低20℃，寿命增加10倍
	105℃/2,000h → 85℃/8,000h	105℃/2,000h → 85℃/20,000h

资料来源：江海股份培训资料

■ 固态高分子电容器化学品是制造固态高分子电容器最核心的材料

固态高分子电容器化学品对固态高分子电容器的性能起决定性的作用。根据行业调研数据分析，型号和规格的差异会导致固态高分子电容器化学品占固态高分子电容器价值的比重有所不同，占比一般介于 20%~40% 之间，固态高分子电容器化学品市场规模，将与固态高分子电容器的市场规模基本保持这一比例的同步变动。

■ 固态电容器化学品市场规模较小，增速很高

H.C starck 公司是全球固态高分子电容器化学品的主导供应商和领导者，也是公司的主要竞争对手。

目前全球固态高分子电容器化学品需求约 300-400 吨每年，随着下游电脑主板、LCD 电视、LED 等产业的需求增长，预计全球固态高分子电容器市场增速将保持 30% 以上。公司具有导电性高分子核心材料 EDOT 及导电聚合物 PEDT 核心生产技术。国内尚无规模化的竞争对手。

我们估计公司现有固态高分子电容器化学品产能 60 吨每年，毛利率约 40%。广东大亚湾厂区预计 2012 年 3 月投产，新增产能约 120 吨每年，新厂区投产后原来 60 吨老产能将停止生产。

2.4. 超级电容器化学品

■ 超级电容器是一种新型储能装置，兼具电容器与电池优点

超级电容器是一种新型储能装置，通过极化电解质来储能。可以反复充放电数十万次。它具有充电时间短、使用寿命长、温度特性好、节约能源和绿色环保等特点。它兼具传统电容器的大电流快速充放电特性与电池的储能特性，填补了普通电容器与电池之间比能量与比功率的空白。

图表14 超级电容器下游用途广泛



混合动力汽车



UPS 后备电源



风力发电电机



高速公路路灯

超级电容器卓越的性能和广泛的应用空间，使其近年来得到了迅猛的发展，市场规模一直在不断膨胀。

■ 国内超级电容器行业起步较晚，电解液主要靠进口

目前，超级电容器电解液供应商较为集中。美国 Honeywell 因品牌优势，是全球超级电容器电解液市场的主导供应商，占有全球主要的市场份额；其次是美国 Novolyte、日本富山药品化学、韩国 SK 等。国内超级电容器行业起步较晚，电解液市场规模较小，但目前仍主要依赖从国外进口。

■ 超级电容器电解液市场规模与其电容器市场增长保持同步

超级电容器电解液是超级电容器的主要组成部分之一，对超级电容器的工作电压、漏电流、阻抗、容量发挥等有着至关重要的作用。根据行业调研数据分析，型号和规格的差异使得超级电容器电解液占其电容器价值的比重会有所不同，但占比主要介于 15%~40% 之间，超级电容器电解液市场规模将与其电容器市场规模基本保持这一比例的同步增长。

■ 超级电容器市场近年来保持快速增长

全球超级电容器市场规模在 2005 年~2008 年一直保持 15%以上的增长率。中国超级电容器市场规模成长更为迅速，从 2005 年 3.4 亿元增长到 2008 年的 7.8 亿元，年均增长 30%以上，预计未来几年仍将保持快速增长。新能源汽车和风能、太阳能将成为超级电容器未来主要增长点。

■ 超级电容器电解液市场未来仍将快速增长

公司是国内超级电容器电解液的龙头企业和主要供应商，2011 年全年预计生产超级电容器化学品 400 吨，全国需求估计约 500 吨，公司市场占有率 80%，毛利率约 50%，我们估计 2011 年全球总需求约 1000 吨。

三、 公司客户结构高端，粘性高

公司产品技术领先，经过多年积累，与一大批国际一流的客户结成了稳定的销售关系。公司产品在下游产品中价值占比较低，约 5%，但是对下游产品的性能影响巨大。客户在选择供应商之前，均会经过长期而严格的考核认证。一旦通过认证进入供应体系，就会长期稳定，客户粘性高。

在美国 Paumanok 2004 年统计的全球前 25 大铝电解电容器厂商中，公司已成为其中 15 大厂商的合格供应商，客户包括东阳光铝、南通江海、新疆众和，日本 Chemi-con、Nichicon、松下，韩国三莹、三和，德国 EPCOS，凯普松国际、万裕国际、台湾立隆等。

公司是国内主要的锂离子电池电解液供应商之一，市场占有率约 10%-15%；研发能力处于国内先进水平，是全国电源行业（动力锂电池系统）标准起草工作组核心成员单位，主要客户包括比克电池、中山天贸电池、精进能源、深圳邦凯等国内领先电池厂商。

图表15 公司2010年前五大客户

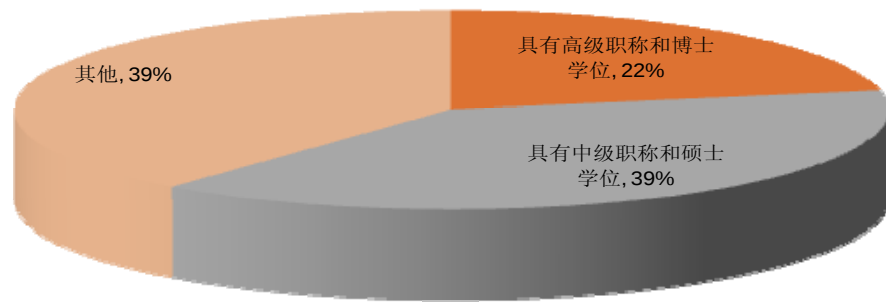
前五大客户名称	占销售总额(%)
凯普松国际电子有限公司（凯普松国际，0469.HK）及其下属控股公司	5.7
广东省东阳光铝业股份有限公司（东阳光铝 000673.SH）及其下属控股公司	5.0
中山天贸电池有限公司	4.8
日本蝶理及其下属控股公司	4.0
南通江海电容器股份有限公司及其下属控股公司	3.5
合计	23.0

资料来源：公司公告

四、 研发实力雄厚，创新能力强

公司拥有一支高素质的研发团队，研发骨干毕业于北大、清华、中科院等国内顶级科研学术机构，具有在美国劳伦斯国家实验室、日本日立 Maxell 公司等海外工作经历，发明多项国内外发明专利。公司立足自身人才队伍建设的同时，外聘行业学术中坚力量担任技术顾问，技术顾问系北京大学、华南理工等大学教授，并担任学科带头人、国家 863 计划专家组成员，发明多项发明专利。

图表16 公司研发人员构成



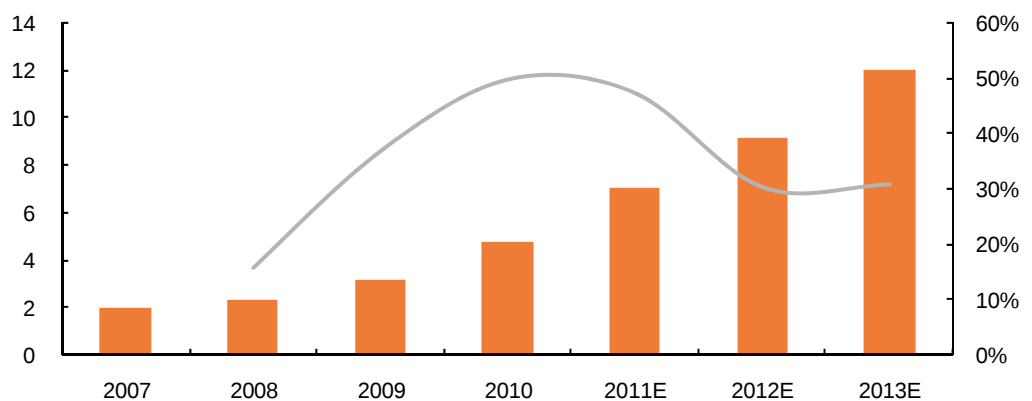
资料来源：公司网站

公司拥有超级电容器化学品核心溶质季铵盐的专利技术，公司持有导电性高分子核心材料 EDOT 及导电聚合物 PEDT 核心生产技术。国内尚无规模化的竞争对手。

五、 盈利预测与公司估值

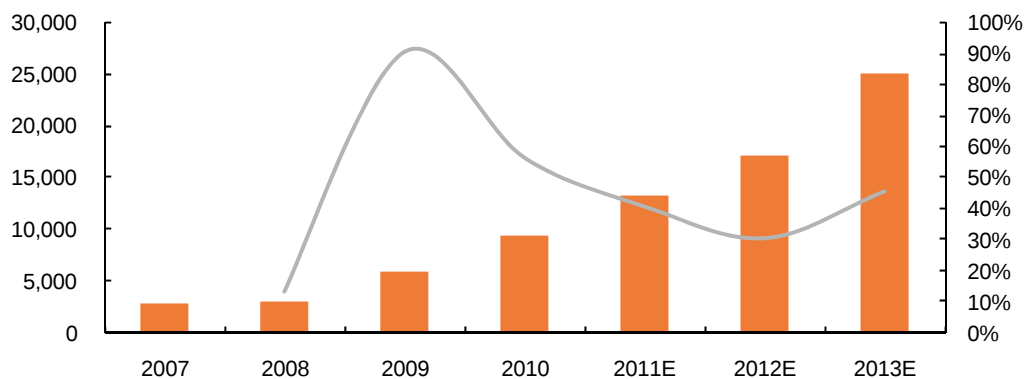
电子化学品市场产品种类繁多，空间广阔，能否快速推出新产品将成为公司未来能否保持快速增长的关键。鉴于公司固态高分子化学品下游市场的快速增长以及公司在动力锂离子电池电解液方面的领先技术储备，我们预测公司业绩在 2012 年将继续快速增长，预计公司 2011、2012、2013 年业绩分别为 1.23 元、1.61 元、2.33 元，对于公司最新收盘价 PE 为 32、25、17 倍，维持“推荐”的投资评级。

图表17 2007-2010年营业收入和增速及2011、2012、2013年预测 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 2007-2010年净利润和增速及2011、2012、2013年预测 单位：万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表19 估值对比 单位：元

代码	公司	最新收盘价	EPS				PE				PB
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011	2012	2013	
300037	新宙邦	38.70	0.88	1.23	1.62	2.33	44.0	31.5	23.9	16.6	3.95
600884	杉杉股	15.12	0.29	0.43	0.65	0.83	52.1	35.2	23.3	18.2	2.12

资料来源：平安证券研究所

六、 风险提示

- 1) 成熟产品增长空间有限，新品推广进程具有不确定性；
- 2) 新能源汽车产业进程或低于预期。

汽车行业研究团队简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2011 年“新财富”。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业高级分析师。

彭勇：吉林大学车辆工程专业学士；中山大学管理学硕士。曾就职于中国三江航天集团特种车辆技术中心。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

侯世霞：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	957	1018	1040	1165	1380
现金	795	722	684	692	771
应收账款	91	124	182	243	314
其他应收款	1	4	4	5	7
预付账款	2	12	11	15	20
存货	37	65	89	117	147
其他流动资产	30	92	71	93	121
非流动资产	49	82	190	247	253
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	27	29	69	96	102
无形资产	16	32	43	55	66
其他非流动资产	6	21	78	96	85
资产总计	1006	1101	1230	1412	1634
流动负债	75	106	135	179	197
短期借款	4	3	3	17	3
应付账款	24	35	52	67	84
其他流动负债	46	69	80	95	111
非流动负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	78	109	138	181	200
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	107	107	107	107	107
资本公积	740	740	740	740	740
留存收益	81	145	245	384	587
归属母公司股东权益	928	992	1092	1231	1433
负债和股东权益	1006	1101	1230	1412	1634

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	28	-1	100	86	148
净利润	60	94	132	172	250
折旧摊销	5	6	3	5	6
财务费用	0	-13	-4	-4	-4
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-43	-87	-40	-93	-112
其他经营现金流	5	-0	9	6	9
投资活动现金流	-11	-42	-111	-63	-12
资本支出	6	47	100	50	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-5	5	-11	-13	-12
筹资活动现金流	708	-25	-27	-15	-57
短期借款	-22	-1	0	14	-14
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	27	0	0	0	0
资本公积增加	704	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-23	-28	-29	-43
现金净增加额	725	-68	-39	8	79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	319	477	703	916	1198
营业成本	207	325	473	614	773
营业税金及附加	1	1	2	3	3
营业费用	12	17	25	33	43
管理费用	21	37	50	67	88
财务费用	0	-13	-4	-4	-4
资产减值损失	7	1	3	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	70	108	154	201	292
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	71	111	155	203	294
所得税	11	17	23	31	45
净利润	60	94	132	172	250
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	94	132	172	250
EBITDA	76	101	152	202	294
EPS (元)	0.56	0.88	1.23	1.61	2.33

主要财务比率					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	36.8%	49.7%	47.2%	30.4%	30.7%
营业利润	95.8%	54.1%	41.8%	30.7%	45.5%
归属于母公司净利润	90.2%	56.2%	40.5%	30.2%	45.2%
获利能力					
毛利率(%)	35.1%	31.8%	32.6%	33.0%	35.5%
净利率(%)	18.9%	19.7%	18.8%	18.8%	20.8%
ROE(%)	6.5%	9.5%	12.1%	14.0%	17.4%
ROIC(%)	43.8%	29.7%	30.9%	30.1%	36.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	7.7%	9.9%	11.2%	12.8%	12.3%
净负债比率(%)	5.3%	2.6%	2.2%	9.3%	1.2%
流动比率	12.8	9.6	7.7	6.5	7.0
速动比率	12.3	9.0	7.0	5.9	6.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.1	4.0	4.1	3.9	3.9
应付账款周转率	11.3	11.1	10.9	10.3	10.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.88	1.23	1.61	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	-0.0	0.9	0.8	1.4
每股净资产(最新摊薄)	8.7	9.3	10.2	11.5	13.4
估值比率					
P/E	69.1	44.0	31.5	24.0	16.6
P/B	4.6	4.3	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	46.6	35.0	23.3	17.6	12.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257