

未来两年：产能大扩张

华峰超纤公司分析报告

报告关键点：

- 超细纤维PU合成革行业的龙头企业
- 中高端PU合成革发展前景看好
- 成本压力将会缓解

报告摘要：

- **专注于高端PU合成革：**超细纤维PU合成革产品分为超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维贴面革，根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计，2007-2009年公司的产品销售量在国内超细纤维合成革行业排名第一，2007-2009年超细纤维合成革的销量占国内超纤合成革使用量的比例分别为17%、17%和13%。未来两年，公司计划将超细纤维PU合成革市场占比提升至30%，成为名副其实的超纤革行业的龙头企业。
- **原材料价格进入下行通道：**2011年公司成本上升的主要原因是尼龙切片价格受其原材料CPL价格上涨而大幅攀升，在2011年年底有恒逸石化集团20万吨CPL产能的投放，新增产能占需求量的20%，未来尼龙切片供需较紧的局面应该有所缓解。可以看到，2011年四季度，尼龙切片价格已经从高位向下，己二酸、MDI价格回落明显，因此，2012年公司成本上升压力应该有所缓解。
- **产能大扩张：**公司现具有年产900万平米超纤产品的生产能力，从募投项目进度来看，2011年底，超纤产品年产能增至1560万平米，2012年底，超纤产品年产能增至2160万平米，此外，公司计划在年产能2160万平米的基础上增加四条超纤基布生产线，能力为1440万平米，最终公司的总体超纤产品年产能达到3600万平米。
- **绒面革和超纤基布是利润增长点：**绒面革属于超纤产品中的高毛利率品种，是公司未来业绩增长主要来源。2011年，预计绒面革产量有178万平米，收入0.63亿元；2012年，预计绒面革产量274万平米，收入0.97亿元；2013年，预计绒面革产量617万平米，收入2.15亿元。预计绒面革未来市场仍将供不应求，毛利率维持在40%左右。另外，超纤基布是公司产品布局中的重要发展方向，其技术优势也在于此，未来将有大量产能投放，推动公司业绩继续增长。
- **首次给予“增持-A”评级：**预计公司2011年到2013年每股收益分别为0.46元、0.70元、1.12元，三年间的复合增长率为30%；给予公司2012年20倍的PE，预计公司合理股价为14元，首次给予“增持-A”评级。
- **风险提示：**1. 产能过剩。2. 原材料价格变动

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：

14.00 元

期限：6个月 上次预测：

现价（2011年12月27日）：11.70 元

报告日期：

2011-12-27

总市值(百万元)	1,848.60
流通市值(百万元)	468.00
总股本(百万股)	158.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月最低/最高	11.66/23.97 元
十大流通股东(%)	17.91%
股东户数	9,980

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.43)	(9.38)	(16.41)
绝对收益	(21.74)	(22.00)	(42.05)

潘凡

 021-68765295
 执业证书编号

张龙

 021-68766113
 执业证书编号

行业分析师

 panfan@essence.com.cn
 S1450511020018

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	361.6	433.2	463.7	675.4	1,042.0
Growth(%)	14.6%	19.8%	7.0%	45.7%	54.3%
净利润	66.1	81.3	73.1	111.3	177.7
Growth(%)	74.7%	23.0%	-10.0%	52.2%	59.6%
毛利率(%)	34.0%	33.8%	27.0%	28.0%	29.4%
净利润率(%)	18.3%	18.8%	15.8%	16.5%	17.0%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.46	0.70	1.12
每股净资产(元)	1.74	2.25	7.69	8.36	9.43
市盈率	28.0	22.7	25.3	16.6	10.4
市净率	6.7	5.2	1.5	1.4	1.2
净资产收益率(%)	24.0%	22.8%	6.0%	8.4%	11.9%
ROIC(%)	34.5%	28.7%	16.4%	18.4%	17.3%
EV/EBITDA	-	-	11.4	9.5	5.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

1. 公司简介

华峰超纤专注于高端 PU 合成革的生产制造，公司拥有从功能性聚氨酯树脂的研发和生产、海岛纤维纺丝、非织造布加工、浸渍聚氨酯、溶海开纤、绒面革染色、聚氨酯造面及后整理等全套超细纤维合成革生产技术，是国内少数几家生产工序最完整的企业之一，具有较强的技术储备。

公司的超细纤维 PU 合成革产品分为超细纤维基布、超细纤维绒面革和超细纤维贴面革，根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会统计，2007 - 2009 年公司的产品销售量在国内超细纤维合成革行业排名第一，2007 - 2009 年超细纤维合成革的销量占国内超纤合成革使用量的比例分别为 17.06%、17.00%和 12.87%。

表 1 超细纤维合成革行业主要生产企业销量情况（单位：万平米）

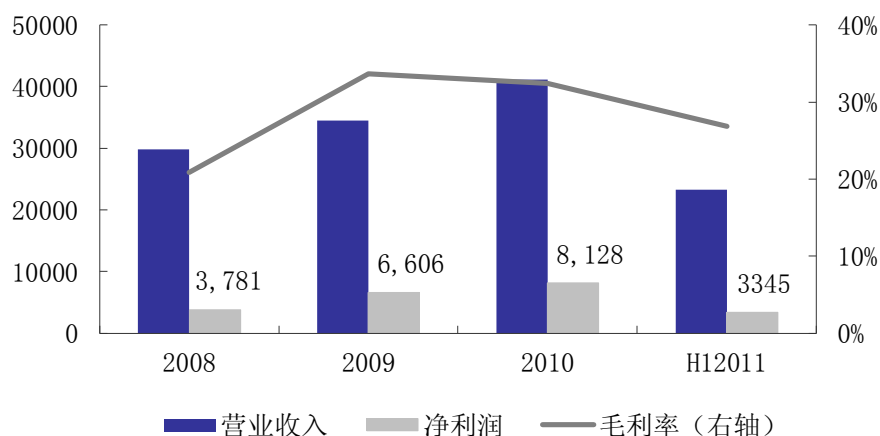
企业名称	销量			
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
上海华峰超纤材料股份有限公司	580	743	909	1,120*
山东同大海岛新材料有限公司	511	591	625	-
浙江禾欣实业集团股份有限公司	252	325	435	589*
浙江科一合成革有限公司	279	288	291	-
无锡双象超纤材料股份有限公司	189	217	272	362*

注：“*”号为估计值

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2008 - 2010 年，公司主营业务收入分别为 29,859 万元、34,505 万元和 41,092 万元，毛利率分别为 21%、34%、32%。2009 年公司产品综合毛利率比 2008 年提高 13 个百分点，主要原因是 2009 年公司主要原材料平均采购价格下跌导致成本的降低，同时公司产量增加降低了单位直接人工和制造费用。2010 年以来，原材料价格大幅上升，引起生产成本增加较快，导致公司产品毛利率有所下降。

图 1 近三年公司营业收入持续增长（单位：万元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

绿色环保技术

现在生态功能性合成革已成为人造革合成革行业发展的重点，为了适应市场的快速发展，有实力的企业都在加大研发投入，推进清洁生产，以提高产品的生态环保性及功能性。目前，我国已有 9 家企业通过了“中国生态合成革”认证，3 家企业通过了中国环境标志产品（ISO14024）认证，其中，上海华峰超纤新材料股份有限公司和安徽安利合成革股份有限公司是目前唯一两家同时通过以上两项认证的企业。

表 2 通过中国生态合成革标志及中国环境标志认证的合成革企业

认证项目	中国生态合成革标志	中国环境标志产品
通过 认证企业	安徽安利合成革股份有限公司	安徽安利合成革股份有限公司
	昆山华富合成革有限公司	上海华峰超纤新材料股份有限公司
	山东金锋人造皮革有限公司	厦门泓信超纤有限公司
	山东同大海岛新材料股份有限公司	
	上海华峰超纤新材料股份有限公司	
	温州奥昌合成革有限公司	
	无锡双象超纤材料股份公司	
	浙江禾欣实业集团股份有限公司	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 中高端 PU 合成革发展前景看好

超细纤维 PU 合成革是未来发展方向

超细纤维 PU 合成革采用了与天然皮革中束状胶原纤维结构和性能相似的束状超细纤维，加工络合成三维网络结构的高密度无纺布，填充以优制形式微孔结构的聚氨酯，经特殊的后加工整理而成。超细纤维 PU 合成革拥有比真皮更优越的物性：耐撕裂，抗拉力强度高，耐磨，耐寒，耐酸，耐碱，不退色，防水解，质量轻，柔软透湿好，平滑且手感佳，厚度统一。在耐化学性、质量均一性、大生产加工适应性以及防水、防霉变性等方面更超过了天然皮革，可以广泛用于高档服装、制鞋、沙发、箱包、装饰等行业。

表 3 PU 合成革、超细纤维 PU 合成革与天然皮革的主要性能对比

产品类别	质量	保型性	耐化学腐蚀性	舒适性	出材率	行业优势
超细纤维 PU 合成革	抗摩擦、抗撕裂 强度高、质轻 仿真度高	不变形	无霉变	吸湿性好 柔软舒适	高	环保 可降解
PU 合成革	物性一般、质轻 仿真度低	一般	无霉变	吸湿性差 不舒适	高	环保 可降解
天然皮革	耐磨性差、抗撕裂 性能一般、密度大	易变形	易发霉	吸湿性好 柔软舒适	低	污染 较重

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

通过比较，可以知道超细纤维 PU 合成革主要性能已经接近真皮产品，部分性能指标甚至优于真皮，某些优良性能是天然皮革无法取代的，但价格只有真皮产品的三分之一左右，超细纤维 PU 合成革对真皮产品具有较强的替代性，能够取代资源不足的天然皮革，是未来的发展方向。

超细纤维 PU 合成革将保持高速增长

国际上生产超细纤维 PU 合成革的企业主要集中在亚洲的日本、中国、台湾地区 and 韩国，目前超纤革仍然是以日本各公司在质量和技术方面占有领先地位，以生产高档超纤革为主。自 2004 年以来，日本、韩国、中国台湾地区、意大利的超纤革的产量缓慢增长，其中日本一直保持着世界领先地位，2009 年达到 4,199 万平米；中国大陆的产量增长极快，从 2004 年的 1,240 万平米增加到 2008 年的 3,540 万平米，增长了 185%，2009 年达 4,121 万平米，带动了世界超纤革总产量的增长。

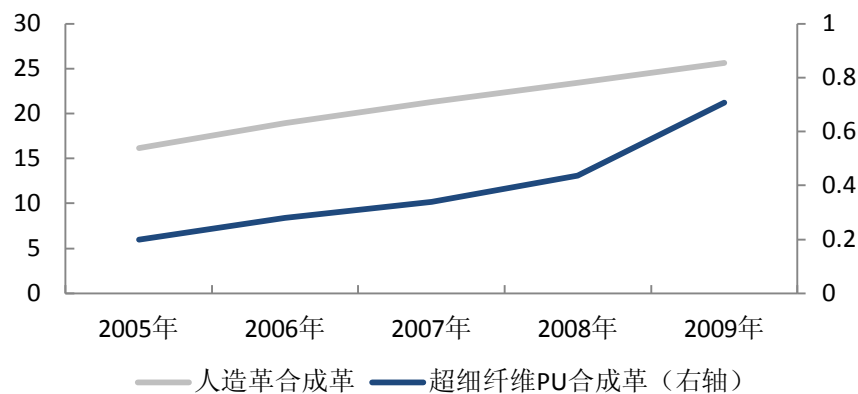
表 4 全球国家和地区的超细纤维 PU 合成革产量情况 (单位: 万平方米)

年份	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
日本	3,688	3,860	4,051	4,151	4,233	4,199
韩国	820	880	973	1,000	1,050	1,030
中国台湾	602	625	642	670	690	710
意大利	790	820	835	850	865	860
中国大陆	1,240	1,800	2,350	2,950	3,540	4,121
全球合计	7,140	8,085	8,851	9,621	10,378	10,920

资料来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会, 安信证券研究中心

中国大陆的超细纤维 PU 合成革在产品质量和品种方面显示出良好的趋势, 超纤革产品已进入日本、韩国、意大利等国市场, 终端产品则出口到更多国家和地区。目前国内超纤革生产企业正在大幅扩充产能, 中国大陆已经成为全球超细纤维 PU 合成革规模最大的产地。

图 2 我国人造革合成革及超细纤维合成革的使用量 (单位: 亿平米)



资料来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会, 安信证券研究中心

根据历史统计数据, 我国的超细纤维 PU 合成革使用量自 2005 年以来逐年递增, 增长速度较快, 远超过人造革合成革的增长率。未来我国人造革合成革市场需求总量仍会持续增加, 但是不同种类、档次的产品会呈现不同的发展趋势, 超细纤维合成革的市场需求量将会高速增长, 根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测, 2011-2014 年期间, 超细纤维 PU 合成革的需求年均增速将达到 20.56%。

表 5 2005 - 2009 年我国超细纤维 PU 合成革产量与消费量 (单位: 万平方米)

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
国内超纤产量	1,800	2,350	2,950	3,540	4,121
超纤进口量	200	450	450	830	2,941
国内超纤消费量	2,000	2,800	3,400	4,370	7,062

资料来源: 中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会, 安信证券研究中心

3. 成本压力将会缓解

我国超细纤维 PU 合成革行业是引进日本可乐丽超细纤维 PU 合成革生产技术, 并在此技术基础上进行创新而发展起来的新兴行业, 布局分散, 行业集中度高, 和日本相比, 技术还具有一定的差距, 但发展速度迅速。目前行业内, 禾欣股份、双象股份与华峰超纤已经相继上市, 加上山东同大海岛, 四家企业的市场占有率之和已超过 50%。随着已上市企业募投项目的相继建成, 以及其在资金、技术、人才方面的优势, 行业集中度将进一步提高。

2007 - 2011 年 1-6 月，公司及同行业可比公司 2008 年与 2007 年的毛利率变化不大，2009 年由于原材料价格的大幅下降，公司及同行业可比公司的毛利率都出现了不同程度的上升。其中公司与禾欣股份毛利率的上升幅度较大，有十三个百分点，由于公司与禾欣股份主要使用自产的超纤树脂，超纤树脂的成本相对较低，成本降低较多，而双象股份毛利率上升幅度较小，为三个百分点，双象股份外购超纤树脂，成本降低较少。2010 年由于国际原油价格的回升，原材料尼龙、聚乙烯等的价格出现了快速的上涨，公司及同行业可比公司的毛利率都出现了不同程度的下降，其中公司与禾欣股份毛利率的下降幅度较大，有十二个百分点。由此可见，原材料价格波动对超纤产品毛利率影响较大。容易知道，公司毛利率变化具有强周期特征，受化工原材料价格影响，毛利率波动性比较强，因此把握了主要原材料价格即可知道公司盈利水平的变化趋势。

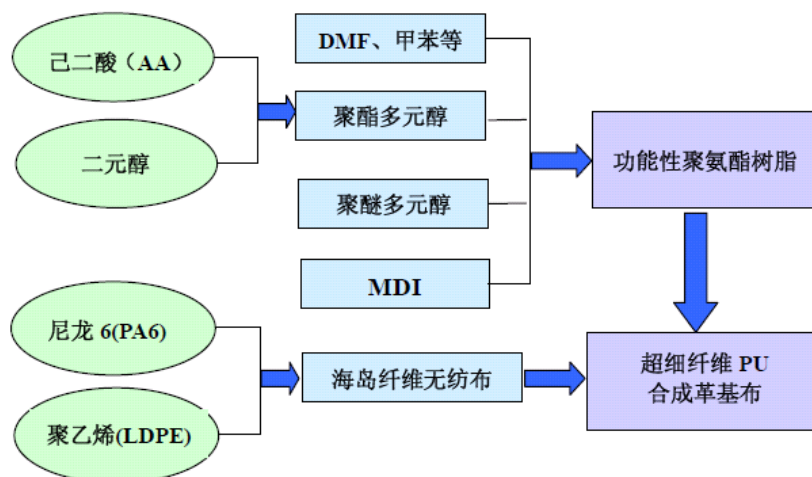
表 6 同行业可比公司的超纤革毛利率比较

公司名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	1H2011
禾欣股份	27%	29%	42%	32%*	30%
双象股份	21%	23%	26%	29%	27%
华峰超纤	21%	21%	34%	27%	22%
平均值	23%	24%	34%	28%	27%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

超细纤维 PU 合成革的上游行业主要是 MDI、聚酯多元醇、尼龙 6(PA6)、聚乙烯(LDPE)、DMF、甲苯等化工原料制造行业，其中聚酯多元醇的主要原材料为己二酸(AA)和小分子二元醇。近年来石油煤炭价格波动幅度较大，导致超纤产品原材料价格波动幅度较大，给下游超细纤维 PU 合成革带来了很大的影响。尤其是国际石油价格的上涨，导致石油化工产品及附属产品的价格上涨，进而增加超纤产品的生产成本，降低了超细纤维 PU 合成革的增长速度。

图 3 超细纤维 PU 合成革上游相关产业关系



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

超纤合成革主要原材料包括尼龙切片、聚乙烯、MDI 和聚酯多元醇，占生产成本比重约在 50%左右，我们对主要原材料 PA、聚乙烯、MDI、聚酯多元醇价格分别作了降低与提高 5%的单因素变化对公司毛利率的影响的敏感性分析，可以发现，近几年平均来看，主要原材料价格波动 5 个百分点将会影响公司毛利率 1.5 到 2 个百分点，因此，需要跟踪上游石化产品价格变动，来判断公司毛利率趋势走向。

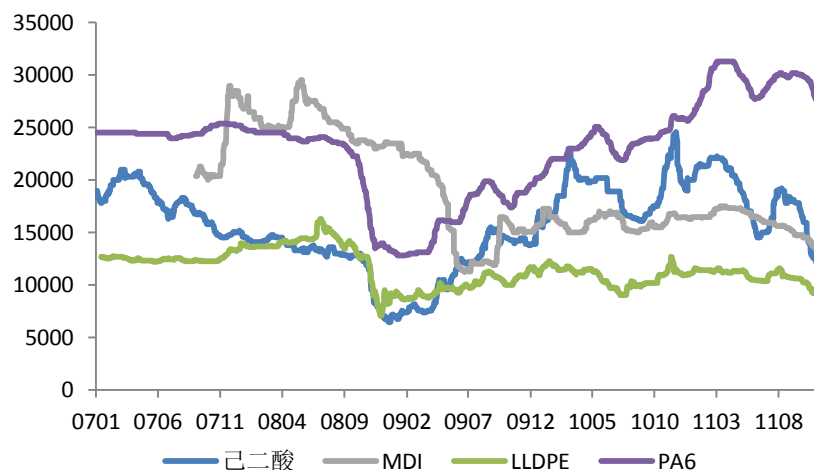
表 7 原材料价格变化对公司毛利率影响的敏感性分析

价格变动		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
尼龙切片	+5%	-0.76%	-0.70%	-0.50%	-0.64%
	-5%	0.76%	0.70%	0.50%	0.64%
聚乙烯	+5%	-0.39%	-0.40%	-0.29%	-0.38%
	-5%	0.39%	0.40%	0.29%	0.38%
MDI	+5%	-0.34%	-0.30%	-0.30%	-0.20%
	-5%	0.34%	0.30%	0.30%	0.20%
多元醇	+5%	-0.65%	-0.60%	-0.51%	-0.51%
	-5%	0.65%	0.60%	0.51%	0.51%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2010 年 1-6 月，国际油价尚在低位徘徊，公司主要原料尼龙 6 切片、聚乙烯、MDI 等的价格也相对较低。2010 年下半年以来，公司主要原材料价格不断上涨，给公司带来了较大的成本压力，主要原材料之一的尼龙 6 切片，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月公司的平均采购单价分别为 21.11 元/千克、19 元/千克、13.94 元/千克和 18.92 元/千克，而 2011 年 1-6 月的平均采购单价达到了 24.25 元/千克。除尼龙 6 切片外，其他主要原材料价格也出现了 20% 左右的涨幅，给公司毛利率造成了巨大波动，影响了公司的经营业绩。

图 4 尼龙切片（PA6）、己二酸、LLDPE 和 MDI 产品价格走势（单位：元/吨）



数据来源：化工在线，安信证券研究中心

2011 年公司成本上升的主要原因是尼龙切片价格受其原材料 CPL 价格上涨而大幅攀升，在 2011 年年底有恒逸石化集团 20 万吨 CPL 产能的投放，新增产能占需求量的 20%，未来尼龙切片供需较紧的局面应该有所缓解。可以看到，2011 四季度，尼龙切片价格已经从高位向下，己二酸、MDI 价格回落明显，因此，2012 年公司成本上升压力应该有所缓解。

4. 盈利预测与估值

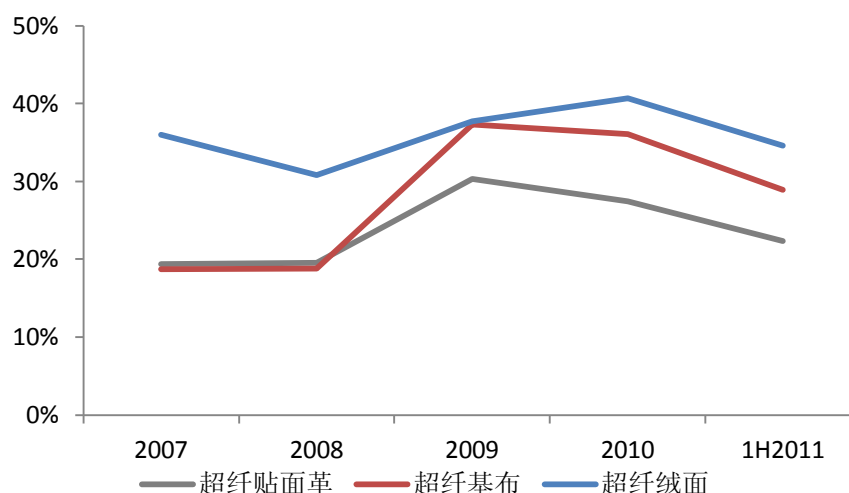
近年来，公司超纤产品产量稳步增长，目前公司超纤产品年产能可为 900 万平方米，未来三年公司超纤产品产能大幅扩张，最终公司超纤产品年产能将达到 3600 万平方米。扩产项目分为老厂区的扩建和新厂区的新建，老厂区的扩建包括 360 万平米超纤基布项目和 300 万平米超纤革项目；新厂区的新建包括 600 万平米定岛超纤革项目，以及 1440 万平米超纤基布项目。

超纤革主要有超纤贴面革与超纤绒面革两大类，超纤贴面革是超纤基布经磨皮、染整

等后处理工序加工而成的仿麂皮类超纤产品，超纤绒面革是采用离型纸移膜法（干法），在超纤基布表面涂覆聚氨酯树脂使其具有酷似真皮的花纹和颜色而制成的超纤产品。在超纤产品中，超纤绒面革毛利率最高，近五年毛利率平均值有 36%；超纤基布毛利率居中，近五年毛利率平均值有 28%；超纤贴面革毛利率最低，近五年毛利率平均值是 24%。

未来公司将继续调整产品结构，降低超纤贴面革的销售比例，增加超纤绒面革产品的开发速度，加大超纤基布的推广力度，即高毛利率的产品比重将会提升，随着超纤革产能大幅扩张，产品结构优化推动公司业绩更快增长。

图 5 公司超纤产品毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

下面我们对公司未来三年的超纤产品产能、产量和毛利率进行分析：

公司现具有年产 900 万平米超纤产品的生产能力，从募投项目进度来看，2011 年底，超纤产品年产能增至 1560 万平米，2012 年底，超纤产品年产能增至 2160 万平米，此外，公司计划在年产能 2160 万平米的基础上增加四条超纤基布生产线，能力为 1440 万平米，最终公司的总体超纤产品年产能达到 3600 万平米。

表 8 主要产品产量统计及预测（单位：万平米）

种类		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
超纤贴面革	产量	338	421	466	480	685	926	986
	价格	46.67	43.55	43.81	46.00	45.54	45.09	44.63
超纤基布	产量	298	367	479	548	822	1274	2160
	价格	33.38	32.36	31.23	32.80	32.47	32.14	31.82
超纤绒面革	产量	108	121	162	178	274	617	634
	价格	38.53	35.45	34.88	35.58	35.23	34.87	34.52
合计	产量	743	909	1107	1233	1941	2817	3780

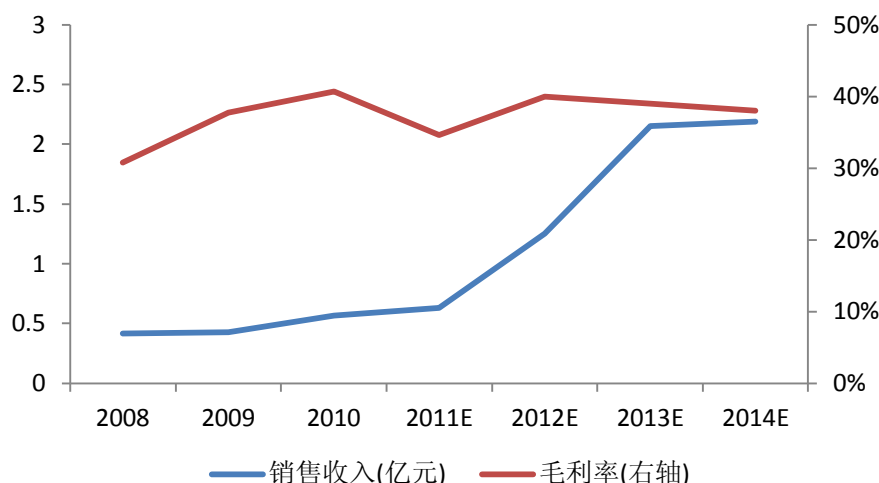
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

超纤贴面革方面，2011 年，预计贴面革产量有 480 万平米，收入 2.21 亿元；2012 年，预计贴面革产量 685 万平米，收入 3.12 亿元；2013 年，预计贴面革产量 926 万平米，收入 4.17 亿元。贴面革 2008-2010 年的毛利率分别为 19.51%、30.36%、28.48%，中高端 PU 合成革未来市场需求旺盛，年需求增速在 20%，所以贴面革毛利率能够维持较高水平，预计 2011 年贴面革毛利率在 25%左右，考虑到主要原材料价格下行导致成本压力有所缓解，2012-2013 年贴面革毛利率在 28%左右。

超纤绒面革方面，绒面革属于超纤产品中的高毛利率品种，是公司未来业绩增长主要

来源。2011 年，预计绒面革产量有 178 万平方米，收入 0.63 亿元；2012 年，预计绒面革产量 274 万平方米，收入 0.97 亿元；2013 年，预计绒面革产量 617 万平方米，收入 2.15 亿元。2008-2010 年绒面革的毛利率分别为 31%、38%、41%，预计 2011 年绒面革的毛利率在 35%左右，绒面革未来市场仍将供不应求以及成本下降，2012 - 2013 年绒面革毛利率维持在 40%左右。

图 5 超纤绒面革收入与毛利率预测



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

超纤基布方面，超纤基布是公司产品布局中的重要发展方向，其技术优势也在于此，未来将有大量产能投放，推动公司业绩继续增长。2011 年，预计超纤基布产量有 548 万平方米，收入 1.80 亿元；2012 年，预计超纤基布产量 822 万平方米，收入 2.67 亿元；2013 年，预计超纤基布产量 1274 万平方米，收入 4.10 亿元。2008-2010 年超纤基布的毛利率分别为 19%、37%、36%，预计 2011 年超纤基布的毛利率在 29%左右，超纤基布未来市场需求持续增长，2012 年超纤基布毛利率在 30%左右，2013 年超纤基布毛利率在 33%左右。

我们对公司各项业务假设如下表所示，预计公司 2011 年到 2013 年的营业收入分别为 4.64 亿元、6.75 亿元、10.42 亿元，归属于母公司的净利润为 0.73 亿元、1.13 亿元、1.78 亿元，折合每股收益分别为 0.46 元、0.70 元、1.12 元，3 年间的复合增长率为 30%。

表 9 盈利预测（单位：万元）

	y2009	y2010	y2011E	y2012E	y2013E
营业收入	36,157	43,318	46,366	67,535	104,198
yoy%		20%	7%	46%	54%
超纤贴面革	18,340	18,340	20,403	22,057	31,195
yoy%		11%	8%	41%	34%
超纤绒面革	4,295	4,295	5,663	6,337	9,652
yoy%		32%	12%	52%	123%
超纤基布	11,870	14,972	17,972	26,688	40,950
yoy%		26%	20%	49%	53%
营业成本	23,860	28,660	33,841	48,607	73,534
yoy%		20%	18%	44%	51%
分产品毛利率					
超纤贴面革	30%	27%	25%	28%	27%
超纤绒面革	38%	41%	35%	38%	40%
超纤基布	37%	36%	29%	30%	33%

净利润	6,606	8,128	7,314	11,133	17,765
yoy%		23%	-10%	52%	60%
每股收益 (元/股)	0.42	0.51	0.46	0.70	1.12

数据来源：安信证券研究中心

首次给予“增持-A”评级

截止 2011 年 12 月 27 日，市场给予从事人造革合成革的中小盘上市公司 2011 年到 2013 年的平均市盈率分别为 24 倍、17 倍、13 倍。公司对应动态 PE 分别为 22 倍、14 倍、10 倍，要略低于行业平均估值。此外，公司尚有较多超募资金，未来可用于投资有前景的项目，带来一定的投资收益。

预计公司 2011 年-2013 年间的营业收入复合增长率为 34%，给予公司 2012 年 20 倍的 PE，预计合理股价为 14 元，对应 2011 年-2013 年 PE 分别为 32 倍、20 倍、13 倍，首次给予“增持-A”评级。

表 10 可比公司估值一览

公司	股价	市值	EPS			动态 PE			投资评级
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
禾欣股份	12.65	25.06	0.46	0.65	0.84	28	20	15	增持
双象股份	17.25	15.42	0.68	0.92	1.30	25	19	13	中性
华峰超纤	11.70	18.49	0.52	0.83	1.12	22	14	10	增持
安利股份	16.63	17.56	0.84	1.16	1.40	20	14	12	增持

数据来源：Wind，安信证券研究中心（2011.12.27）

5. 风险因素

（1）产能过剩风险。人造革合成革行业均在进行产能扩张，可能会出现产能过剩，导致行业盈利水平下降。

（2）原材料价格变动风险。由于公司主要产品中原材料所占比例较高，尤其是化工类原料约占 50%的比例，其价格易出现波动，并且波动幅度可能较大，因此，公司未来仍将面临毛利率水平波动的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-27		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	14.6%	19.8%	7.0%	45.7%	54.3%
减: 营业成本	361.6	433.2	463.7	675.4	1,042.0	营业利润增长率	96.8%	27.3%	-16.4%	56.8%	63.2%
营业税费	238.6	286.6	338.4	486.1	735.3	净利润增长率	74.7%	23.0%	-10.0%	52.2%	59.6%
销售费用	0.7	0.4	0.7	1.0	1.7	EBITDA 增长率	52.8%	22.1%	-11.6%	51.8%	65.7%
管理费用	5.3	6.5	7.0	10.8	17.7	EBIT 增长率	79.0%	28.3%	-25.3%	57.0%	69.4%
财务费用	31.4	42.8	41.7	57.4	88.6	NOPLAT 增长率	59.9%	24.4%	-19.1%	52.1%	64.4%
资产减值损失	2.8	4.4	-5.0	-7.8	-5.6	投资资本增长率	49.2%	41.8%	35.4%	74.7%	18.6%
加: 公允价值变动收益	9.4	-0.9	2.8	5.4	4.5	净资产增长率	31.7%	29.6%	241.3%	8.7%	12.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	73.4	93.4	78.1	122.5	199.8	利润率					
加: 营业外净收支	3.6	0.9	6.0	7.0	8.0	毛利率	34.0%	33.8%	27.0%	28.0%	29.4%
利润总额	76.9	94.3	84.1	129.5	207.8	营业利润率	20.3%	21.6%	16.8%	18.1%	19.2%
减: 所得税	10.9	13.0	10.9	18.1	30.1	净利润率	18.3%	18.8%	15.8%	16.5%	17.0%
净利润	66.1	81.3	73.1	111.3	177.7	EBITDA/营业收入	27.2%	27.7%	22.8%	23.8%	25.6%
EBIT/营业收入	21.1%	22.6%	15.7%	17.0%	18.6%						
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	174	149	175	217	229
交易性金融资产	36.7	16.3	690.0	385.2	397.8	流动营业资本周转天数	59	112	122	104	100
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	156	165	433	429	270
应收票据	65.0	37.0	53.4	77.7	119.9	应收账款周转天数	49	41	33	33	33
预付款项	4.4	36.3	38.1	55.5	85.6	存货周转天数	62	60	68	60	58
存货	28.8	32.3	39.0	48.8	63.5	总资产周转天数	344	353	698	744	547
其他流动资产	56.6	82.8	90.9	130.5	197.4	投资资本周转天数	248	300	386	419	377
可供出售金融资产	-0.0	-	-0.0	-0.0	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.0%	22.8%	6.0%	8.4%	11.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	17.6%	17.1%	5.5%	7.6%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	34.5%	28.7%	16.4%	18.4%	17.3%
固定资产	163.9	195.7	256.1	559.2	767.1	费用率					
在建工程	7.9	15.4	97.1	154.3	14.3	销售费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%
无形资产	9.6	56.8	53.1	49.7	46.5	管理费用率	8.7%	9.9%	9.0%	8.5%	8.5%
其他非流动资产	1.9	1.9	7.0	7.0	7.0	财务费用率	0.8%	1.0%	-1.1%	-1.2%	-0.5%
资产总额	374.8	474.4	1,324.7	1,467.9	1,699.1	三费/营业收入	10.9%	12.4%	9.4%	8.9%	9.7%
短期债务	60.0	58.0	10.0	10.0	10.0	偿债能力					
应付账款	20.9	26.5	74.2	106.5	161.2	资产负债率	26.7%	24.9%	8.3%	10.0%	12.3%
应付票据	6.7	-	9.3	13.3	20.1	负债权益比	36.4%	33.2%	9.0%	11.1%	14.1%
其他流动负债	11.6	8.1	15.3	16.3	17.3	流动比率	1.93	2.21	8.37	4.77	4.14
长期借款	-	25.0	-	-	-	速动比率	1.32	1.31	7.52	3.86	3.17
其他非流动负债	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	利息保障倍数	26.91	22.18	-14.47	-14.67	-34.53
负债总额	100.1	118.3	109.5	146.9	209.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	118.0	118.0	158.0	158.0	158.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	156.8	238.1	1,057.2	1,162.9	1,331.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	274.8	356.1	1,215.2	1,320.9	1,489.7						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.42	0.51	0.46	0.70	1.12
加: 折旧和摊销	66.1	81.3	73.1	111.3	177.7	BVPS(元)	1.74	2.25	7.69	8.36	9.43
资产减值准备	22.0	22.1	32.9	46.1	72.2	PE(X)	28.0	22.7	25.3	16.6	10.4
公允价值变动损失	9.4	-0.9	2.8	5.4	4.5	PB(X)	6.7	5.2	1.5	1.4	1.2
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	66.6	-90.7	-12.4	-5.8	-234.2
投资收益	3.2	4.0	-5.0	-7.8	-5.6	P/S	5.1	4.3	4.0	2.7	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	11.4	9.5	5.8
营运资金的变动	-8.8	-38.4	29.6	-54.5	-92.9	CAGR(%)	19.0%	29.8%	47.8%	45.7%	33.0%
经营活动产生现金流量	91.0	73.9	133.4	100.5	155.9	PEG	1.5	0.8	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-21.2	-112.7	-177.8	-407.5	-140.1	ROIC/WACC	3.5	2.9	1.6	1.8	1.7
融资活动产生现金流量	-42.1	18.4	721.7	7.8	5.6	REP	-	-	1.3	0.8	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

潘凡，中小板行业分析师，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007 年开始从事基金产品与衍生品研究，2010 年获《新财富》金融工程最佳分析师。2011 年开始从事行业研究，主要领域为中小板与创业板。

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003 年开始证券行业研究，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

潘凡、张龙分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人		
010-59113590	pandl@essence.com.cn		
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034