

深度报告

家电上游行业

饮水机、冰箱用压缩机

丹甫股份 (002366)

合理价位: 12—13.5 元

2010 年 2 月 25 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	133.5
流通 B 股/H 股(百万股)	0
上证综指/深圳成指	3022
发行价格(元)	
发行股本(百万股)	33.5

财务数据

净资产值(百万元)	246
每股净资产(元)	2.46
资产负债率	46.35%

新股分析

产品导向优化合理、成长启动期待 2011 年

●新的增长点：冰箱用高效节能制冷压缩机

R600a 高效节能环保制冷压缩机将是公司未来发展的重点产品，其基本策略是基于对节能冰箱的需求上升是一个长期趋势，高效冰箱制冷压缩机替代突破普通冰箱压缩机也就成为必然，而当前国内高效冰箱压缩机的制造能力只有总量的 1/3。

●业绩成长性体现在 2011 年

由于对家电产品的节能标准持续提升趋势、以及市场更为看重家电节能表现的趋势，冰箱制冷压缩机行业正在发生产品结构性的明显变化。公司有望分享到行业的结构优化成长而产生的利润提升。

我们预期公司 2010 年、2011、2012 年每股收益 0.55、0.65 和 0.82 元，由于 2010 年公司不再享受增值税返还补贴，业绩增速因此受到影响。2010、2011、2012 年利润增速分别为 (-1.4%)、17%和 26%。

●建议询价区间：12.5—13.5 元

公司在制冷压缩机行业具备较好的经营管理优势和成本优势，通过在饮水机上应用的制冷压缩机制造销售的长期积累，获得了较为稳健的发展基础。在此基础上积极拓展符合行业节能需求导向的高效冰箱制冷压缩机产品，公司有望通过这一新的主导产品获得比过去更有长期持续性的成长表现。结合绝对估值、相对估值方法，考虑询价后产生的时间锁定因素，建议询价区间 12—13.5 元

分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(百万元)	483	633	835	1,127
(+/-%)	4.3%	31.0%	32.0%	35.0%
净利润(百万元)	75	74	87	109
(+/-%)	36.0%	-1.4%	17.1%	26.2%
每股收益(元)	0.56	0.55	0.65	0.82
EBIT Margin	14.2%	13.2%	12.2%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	30.6%	24.9%	24.2%	25.2%
市盈率 (PE)	30.2	30.7	26.2	20.8
EV/EBITDA	30.3	27.3	22.8	18.3
市净率 (PB)	9.24	7.63	6.34	5.22

投资要点

公司在制冷压缩机行业具备较好的经营管理优势和成本优势，通过在饮水机上应用的制冷压缩机制造销售的长期积累，获得了较为稳健的发展基础。在此基础上积极拓展符合行业节能需求导向的高效冰箱制冷压缩机产品，公司有望通过这一新的主导产品获得比过去更有长期持续性的成长表现。如公司能在高效冰箱制冷压缩机产品上保持较好的节能优势、进一步发挥成本控制能力，辅之以环境测试设备产品的拓展开发和销售，则有望在 2011 年获得较好的成长趋势。

由于对家电产品的节能标准提升、以及市场更为看重家电节能表现的趋势，冰箱制冷压缩机行业正在发生产品结构性的明显变化。公司有望分享到行业的结构优化成长而产生的利润提升。

我们预期公司 2010 年、2011、2012 年每股收益 0.55、0.65 和 0.82 元，由于 2010 年公司不再享受增值税返还补贴，业绩增速因此受到影响。2010、2011、2012 年利润增速分别为（-1.4%）、17%和 26%。

估值和询价建议：建议询价区间 12—13.5 元

我们用无风险利润 3.3%，风险溢价率 7.5%，税率 15%，BETA 值 0.86，股权价值占比 96%的情况下推算，WACC 值此时为 9.76%。获得以下图同估值方法的公司每股价值。

表 1：不同估值方法得到的每股价值（元）

	APV	EVA	FCFF
每股价值	13.70	12.04	11.81

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 2：核心假设条件

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	4.30%	31.00%	32.00%	35.00%	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%
营业成本/营业收入	76.42%	78.00%	79.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
管理费用/营业收入	6.84%	6.00%	6.00%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
销售费用/销售收入	2.22%	2.50%	2.50%	2.20%	2.50%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
所得税率	11.75%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	36.20%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所整理

以同类上市公司比较来看，华意压缩与公司产品结构最为类似，预期 2009、2010 年华意压缩每股收益 0.32、0.36 元，2010 年 PE 为 23 倍，考虑到行业的节能结构优化，以及首次询价产生的锁定时间因素，结合前面其他估值方法的结果，建议询价区间 12—13.5 元。

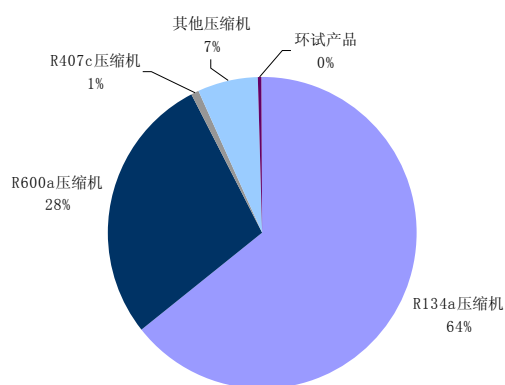
公司简介：立足饮水机用制冷压缩机、发展冰箱用高效节能环保制冷压缩机

新的增长产品为冰箱用高效节能制冷压缩机

公司产品为小型节能、环保、高效制冷压缩机，产品 2/3 用于饮水机、红酒机，化妆品、高档茶叶、烟等保质箱；另 1/3 用于小型高效节能冰箱（低于 70L）。辅助产品为环保测试设备。其中 R134a 压缩机即为主要用于饮水机的小型制冷压缩机，在高档饮水机用制冷压缩机市场的占有率达到 70%，为绝对的领先龙头。

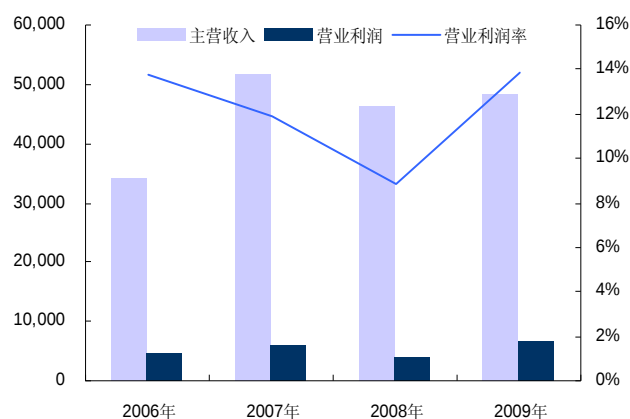
R600a 高效节能环保制冷压缩机将是公司未来发展的重点产品，其基本策略是基于对节能冰箱的需求上升是一个长期趋势，高效冰箱制冷压缩机替代突破普通冰箱压缩机也就成为必然，而当前国内高效冰箱压缩机的制造能力还不到总量的 1/3。

图 1：公司 2009 年主营业务收入构成（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：公司 2006-2009 年收入、营业利润表现（万元、%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

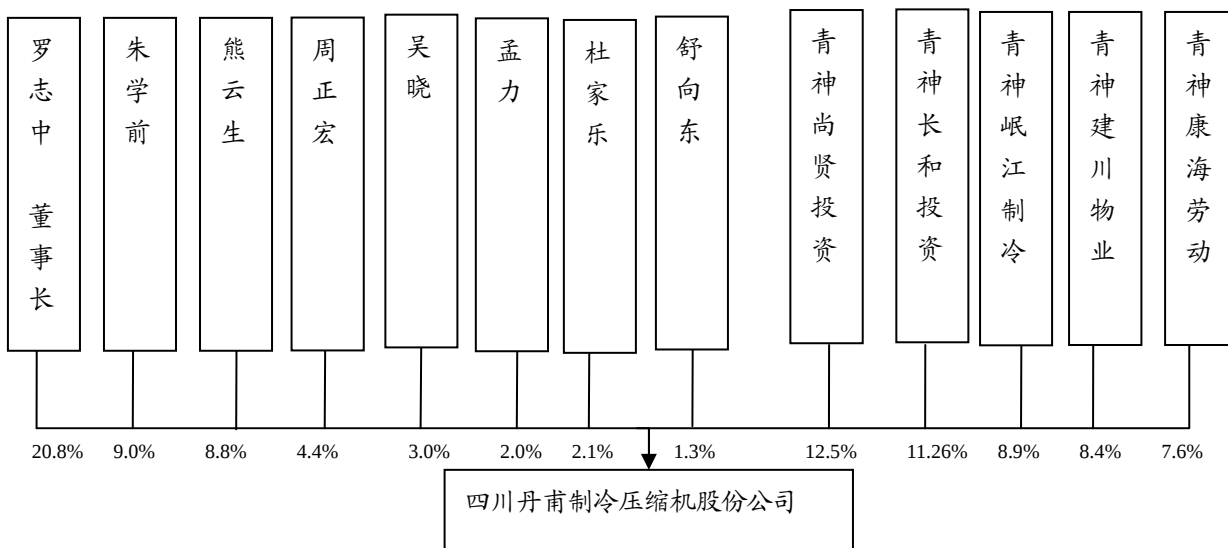
高管人员多数经历了公司的重组、改制调整过程

丹甫制冷在 1997 年由国营建川机器厂和罗志中先生等 18 名自然人股东发起的，经过一系列重组过程、增资、改制形成目前的丹甫股份（公司）。

从股东结构来看，除 8 名自然人外，另外青神长和、青神岷江制冷技术咨询公司、青神建川物业、青神康海劳动服务公司四家法人共 172 人自然人股东分别出资成立，这些自然人为 2002 年重组中的职工自愿入股，后期为了解决委托持股的情况，成立了这四家有限责任公司。另外青神尚贤投资公司由李家权先生持股 95%，李家权先生目前担任公司董事。

本次公司拟发行 3350 万股，发行后总股本为 13350 万股。

图 3：公司股东结构表



资料来源：国信证券经济研究所

主要募集资金投向

表 1：公司募集资金投向（万元）

序号	募集资金使用项目	募集资金使用量	新增产能	年均新增收入	年均新增税后利润
1	R600a 系列高效节能环保连杆式冰箱压缩机生产线技术改造项目	21,058	400 万台	72600	5169
2	环境试验与制冷设备生产技术改造项	3,939	冷藏设备 2 万台、气候环境设备 1000 台	12200	1212
合计		24,997			

资料来源：国信证券经济研究所整理

公司将在原有 400 万台压缩机的基础上，新增高效压缩机产能 400 万台，同时配套建设 600 万套铸件生产线，以寻求增加主要原材料的自供能力和提升加工精度，降低生产成本。

另外环境测试设备作为公司的辅助业务，在原有基础上具备较好的设计制造能力和客户群体，公司是国内军工定点生产企业之一，未来希望能够在民用测试设备上进一步获得新的订单，成为利润的另一补充点。

行业需求趋向及竞争格局分析

下游产品需求趋势：更新需求带动下的节能导向

公司的产品属于中游产品，其产品主要应用于饮水机、冰箱等家电产品当中。因此下游需求趋势是影响公司未来发展策略、产品导向的关键因素。我们也因此首先分析公司产品所适用的主要应用产品的需求变化趋势。

1、饮水机：稳健成长趋势

2008年1-12月，国内电冷热饮水机产量956万台，其中360万台使用压缩机进行制冷，2009年，饮水机产量总体增长约75%。从下游产品的成长性来看，产能转移以及饮用水清洁的要求推动了近两年来饮水机的高增长趋势，未来我们预期保持15-20%的增速。公司在这个领域的制冷压缩机已经获得了较高的市场份额，占100w以下制冷压缩机总体市场份额的25%，占高端饮水机用制冷压缩机市场份额的70%，因此从下游产品成长以及市场份额的提升角度来看，成长性属于稳健成长趋势。

表2：饮水机国内产量（万台、%）

产量	2007年	2008年	2009年
电冷热饮水机	615.69	956.03	1583.83
其中：使用压缩机制冷的饮水机	350	360	403.2
总量同比增速		57%	74.98%

资料来源：国信证券经济研究所整理

红酒机、化妆品、茶叶、烟等保存箱也是公司小型制冷压缩机的应用产品，由于目前应用范围基数还比较小，对公司近3年的业绩影响较为微弱。

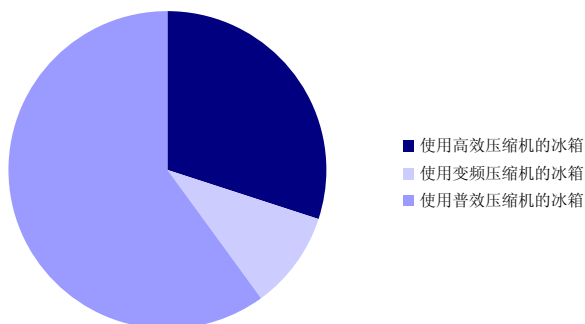
从节能的角度而言，饮水机能效标准的制定被正式提到议事日程，标准制定工作计划2011年完成，对所使用的零部件节能性能自然会提出更高的要求。

2、高效节能冰箱：节能标准上升、节能需求增加，上游仍存在较大改进空间

2009年5月1日，中国冰箱新能效标准正式实施。新标准中，冷藏冷冻箱(即家用两门电冰箱)能效限定值提高了20%。与旧标准相比，能效限定值提高了两个能效等级，即新能效标准中能效五级的水平相当于老标准中能效三级的水平。目前我们看到市面上销售的冰箱产品大部分都达到了1和2级能效水平。

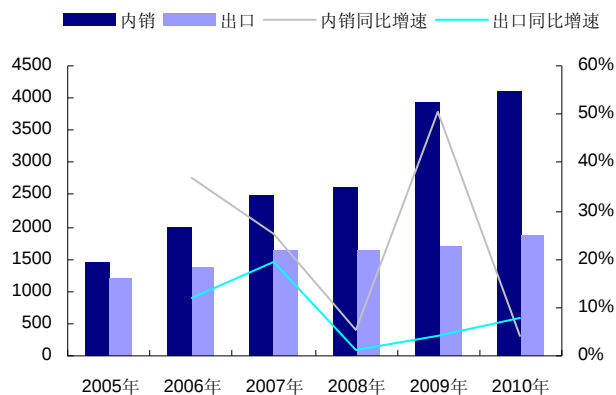
但这其中，我们必须要注意到冰箱并不是完全采用定速高效节能压缩机来实现的较高的能效标准的，也有的是通过采用更好的保温材料等路径来实现，而变频冰箱，则主要应用于类似对开门的超大容量冰箱上。因此从这个角度而言，冰箱的节能仍然有较大的改进空间。

图4：国内冰箱按所使用压缩机类型分布比率（分高效和能效）



资料来源：国信证券经济研究所

图5：国内冰箱年销量情况（万台、%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

从冰箱行业的增速而言，未来全球年增速不到 5%，国内冰箱销售在 2009 年的大幅增长后，内销达到了 3930 万台，外销达到了 1718 万台，尤其是内销表现在农村市场消费力快速释放的情况下获得少有的高增长。展望 2010 年，我们预期冰箱内销增速会有较大下滑，如同中国的经济一样，2009 年冰箱行业的增长更多体现在调结构上，趋向于更为节能、保鲜、大容量的产品。

目前冰箱按使用压缩机类型分布而言，使用变频压缩机的多为超大容量的冰箱，如对开门冰箱等，占到市场总体份额的约 10%；使用普效压缩机的占到 60% 多，从国家对产品节能标准的不断提升趋势，以及消费者对产品节能的需要，是非常有利于 R600a 高效节能冰箱压缩机的成长的。

表 3: R600a 压缩机效能表现 (COP 值)

制冷量			< 60	60—80	80—110	110—140	140—180	180—240	240—300	> 300
COP 值	高效	A 级	> 1.29	> 1.6	> 1.64	> 1.75	> 1.80	> 1.75	> 1.67	> 1.64
		B 级	≥ 1.11	≥ 1.37	≥ 1.40	≥ 1.50	≥ 1.56	≥ 1.50	≥ 1.43	≥ 1.40
	低效	C 级	≥ 0.98	≥ 1.21	≥ 1.24	≥ 1.32	≥ 1.38	≥ 1.32	≥ 1.27	≥ 1.24
		D 级	≥ 0.85	≥ 1.05	≥ 1.08	≥ 1.15	≥ 1.20	≥ 1.15	≥ 1.10	≥ 1.08

数据来源：国家标准，国信证券经济研究所

更新需求带动下的节能导向加强

从我们前面对公司产品所对应下游行业需求的趋势来看，公司所涉及压缩机行子行业未来成长机会主要在于以下两点：

- 1、饮水机能效标准的制定和提升带来对制冷压缩机的进一步节能需要。同时饮水机行业需求未来成稳定增长趋势，增速约 20%。公司因此可以分享到行业需求的带动，更重要的是公司在小型制冷压缩机产品上具备成本和性能优势，有利于公司获取更高的市场份额。
- 2、冰箱节能需求上升，而上游配套高效节能压缩机的产能占比大约 30%，未来将对低效冰箱压缩机产生必然的替代作用。

另外需要说明的是变频冰箱用压缩机在一段时间内还不会取代定速压缩机，这主要是由于以目前的节能需求进程阶段而言，变频压缩机仍然主要应用于超大容量冰箱产品上，180-220 立升主流消费冰箱则在 3 年内仍然是使用定速压缩机从性价比上来说更为合理。因此我们还不需要担心变频压缩机产品对当前定速压缩机产生较大的替代作用。

压缩机行业竞争状况：公司已具备批量供应高效冰箱压缩机的能力

制冷压缩机全球需求超过 2 亿台，每年增速约 2%，中国产能比率约 50%，仍有 30% 以上产能向中国转移，中国有 1 亿台产能中，7000 万为普效机，生产高效机产能不到 3000 万台，换档升级的潜在需求超过 7000 万台。未来 5 年内，高效冰箱压缩机产品增速非常可观。

压缩机行业的市场份额分布而言，制冷量在 100w 以下的压缩机厂商在丹麦丹佛斯、巴西恩布拉科、意大利扎努西。目前进口小型压缩机占国内市场份额 20%，其他国内厂家包括江苏白雪、华意压缩、广州冷机，合计市场份额 70%，其中公司在该市场份额占到 25%。

制冷量在 100w 以上的主要国家厂家包括巴西恩布拉科、丹麦丹佛斯、韩国 LG，意大利扎努西、法国泰康、日本松下等，目前国内基本不进口该类压缩机，

国内主要同行业公司包括北京恩布拉科雪花、泰州 LG、黄石东贝、广州冷机和华意压缩，合计市场份额 60%。

2008 年，华意压缩销售冰箱压缩机 1316 万台，市场份额 21%，广州冷机销售 655 万台。2009 年 1-6 月，华意压缩销售冰箱压缩机 789 万台，广州冷机销售 316 万台，华意压缩体现了较高的成长趋势，侧面印证了华意压缩控股的加西贝拉所生产的高效节能冰箱压缩机成长较为可观。同时也受到家电下乡对冰箱行业需求的带动。

表 4： 2009 年高效环保冰箱压缩机主要生产厂家的市场份额（万台）

公司名称	生产能力	预计销量	市场份额
北京恩布拉科雪花压缩机有限公司	400	400	27%
加西贝拉压缩机有限公司	400	350	23%
黄石东贝电器股份有限公司	300	250	17%
四川丹甫制冷压缩机股份有限公司	100	90	7%

资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

我们从表中可以看到，公司在高效环保冰箱压缩机产品上相比而言产能偏低，从各公司比较了解的情况来看产品性能表现还是在业内处在一线厂家的位置的。因此公司未来募集资金投入这部分产品的产能增加，则有利于提升公司的竞争能力和地位。

公司分析：成长性主要体现在 2011 年后

传统 R134a 产品压缩机具备成本优势、业绩成长性约 15%

2009 年，主要应用于饮水机的 R134a 制冷压缩机收入占到总体收入比率的 64%。在这个产品上，公司最主要的是具备一定的成本控制优势。公司是国内唯一采用滑管式技术生产小型活塞滑管式压缩机的厂家（公司专利），生产同样制冷量的单台产品成本较连杆式压缩机至少低 5%，在路演的交流过程中，公司表示成本控制仍然有进一步的下降空间。

从公司未来发展战略和行业需求导向而言，公司未来获取较高成长性更多还是需要 R600a 产品的进一步扩产和销售达成。因此我们后面也将主要分析公司在该产品上能够借助募集资金的力量获得预期的成长目标。

表 5： 2009 年公司分产品产销量、收入和毛利率表现（万元、台、%）

产品类型	产量（台）	销量（台）	金额（万元）	占主营业务收入比重	毛利率
R134a 压缩机	2,205,230	2,242,639	30,695.42	64.22%	23.23%
R600a 压缩机	832,498	901,335	13,516.41	28.28%	25.29%
R407c 压缩机	18,156	16,141	345.94	0.72%	21.31%
其他压缩机	235,491	252,399	3,123.44	6.53%	19.53%
环试产品	34	18	121.79	0.25%	29.77%
压缩机产品合计	3,291,375	3,412,514	47,681.20	99.75%	23.56%
合计			47,681.20		23.38%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 6：2008 年公司分产品产销量、收入和毛利率表现（万元、台、%）

产品类型	产量（台）	销量（台）	金额（万元）	占主营业务收入比重	毛利率
R134a 压缩机	1,713,732	1,946,436	30,003.71	65.35%	15.27%
R600a 压缩机	808,686	789,652	13,139.10	28.62%	16.62%
R407c 压缩机	14,874	13,120	303.53	0.66%	20.45%
其他压缩机	155,910	178,692	2,425.57	5.28%	13.58%
压缩机产品合计	2,693,202	2,927,900	45,871.91	99.92%	15.60%
环试产品	20	18	35.75	0.08%	20.34%
合计			45,907.66		15.61%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 7：2007 年公司分产品产销量、收入和毛利率表现（万元、台、%）

产品类型	产量（台）	销量（台）	金额（万元）	占主营业务收入比重	毛利率
R134a 压缩机	2,205,221	2,101,684	32,261.84	62.82%	17.25%
R600a 压缩机	994,627	897,063	15,452.85	30.09%	18.54%
R407c 压缩机	37,107	41,891	742.36	1.45%	20.32%
其他压缩机	216,874	188,535	2,797.16	5.45%	20.08%
压缩机产品合计	3,453,829	3,229,173	51,254.21	99.81%	17.84%
环试产品	--	--	99.41	0.19%	43.74%
合计			51,353.62		17.89%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

未来重点发展产品 R600a 高效冰箱压缩机具备较好加工制造技术、且预期销售订单非常饱满

我们前面对冰箱行业以及相关压缩机的需求趋向作了分析，结论是未来目前使用占比在 30% 的高效压缩机必然会在 3-5 年内替代使用占比在 60% 左右的低效压缩机。高效冰箱压缩机之所以能够获得更好的节能效果，从设计原理技术上并没有发生什么大的改变，更多的是体现在产品的加工制造技术。公司目前的高效冰箱压缩机已经可以达到 COP 值 1.8 的能效值，未来还会尽快完成 COP 值 1.9-2.0 以上产品的认证。我们认为公司在该产品上具备较好的加工制造技术。

在具备制造技术以及未来获得资金扩产后，公司表示未来销售订单非常充分，因此不用担心无法消化产能快速提升的情况。公司的原有客户当中，浪木、美的都有新拓展冰箱业务，另外公司也增加了新的客户群体，包括格兰仕等。从当前 2 月份的时点来看，公司在 R600a 产品上已确定的订单量已经超过了 120 万台。

表 8：2009 年公司前五大主要客户结构（万元、%）

销售客户名称	销售金额	占当其收入比率
宁波浪木电器有限公司	8,029.51	16.80%
佛山市顺德区美的饮水机制造有限公司	6,847.98	14.33%
奇迪电器集团有限公司	6,619.88	13.85%
依莱克顿（宁波）电器科技有限公司	3,548.71	7.42%
宁波日樱电器有限公司	3,155.74	6.60%
合计	28,201.82	59.00%

资料来源：国信证券经济研究所

成本优势、产品结构合理及经营管理完善，相比同行盈利能力较好

由于公司的产品结构更主要集中在高效压缩机产品，加上具备饮水机用压缩机产品的一定成本优势，公司相比同行业公司盈利能力表现较好。经营管理方面，各项周转率指标均超出同业公司。为了简略文章篇幅，就不列出这部分数据了。

表 9: 2009 年相比华意压缩的盈利能力较好

	ROE	营业利润率	费用率	净利润率
华意压缩	17%	5.5%	7.7%	4.97%
丹甫股份	26%	13.87%	9.23%	12%

资料来源: 国信证券经济研究所

受到补贴下降, 新产品培育成长的影响, 2010 年业绩增速有限

公司在 2009 年之前, 都享受到了增值税返回的优惠政策, 而 2010 年由于优惠期到期而减少了这部分收入。另外从 R600a 产品的成长培育期来看, 2010 年, 原有 R134a 产品仍然会占到收入比率的 55% 左右, 而这部分产品成长性并不算高, 因此我们认为公司 2010 年业绩增速较为有限, 更多成长表现还需要看公司在 2011 和 2012 年在新产品销售带动下的加快。

表 10: 历年增值税退还对公司业绩的影响

年度	当期净利润	增值税	占当期净利润的比重	扣除增值税退税后的净利润
2007	5,528.14	656.67	11.88%	4,871.47
2008	5,517.84	1,420.24	25.74%	4,097.59
2009	7,505.12	993.72	13.24%	6,511.41

资料来源: 国信证券经济研究所

公司盈利预测

假设条件:

由于 2010 年材料成本均价高于 2009 年, 预期各产品毛利率略有下滑;

各产品收入预期见下表

募投项目进展符合招股书中的预期

表 11: 分产品收入和毛利率变化假设 (万元、%)

R134a 制冷压缩机	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
销量 (万台)	220.5	253.6	291.6	335.4
单价 (元)	137	137	135	135
收入 (万元)	30,209	34,740	39,368	45,273
毛利率	23.23%	22%	21%	20%
R600a 冰箱制冷压缩机				
销量 (万台)	90.13	170	280	380
单价 (元)	149.96	150	152	155
收入 (万元)	13,516	25,500	42,560	58,900
毛利率	25.29%	23%	22.50%	21%
其他压缩机				
收入 (万元)	3469.38	2300	2400	3500
毛利率	19.71%	18%	17.50%	17%
测试设备				
收入 (万元)	121.79	450	1000	3000
毛利率	30%	23%	23%	22%

资料来源: 国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	158	150	150	150
应收款项	153	191	252	340
存货净额	39	60	79	108
其他流动资产	26	28	38	51
流动资产合计	376	429	519	649
固定资产	76	166	298	373
无形资产及其他	5	4	4	4
投资性房地产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	458	600	822	1027
短期借款及交易性金融负债	0	71	159	179
应付款项	186	199	265	362
其他流动负债	18	24	32	44
流动负债合计	204	294	456	584
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
长期负债合计	8	8	8	8
负债合计	212	302	464	592
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	246	297	358	434
负债和股东权益总计	458	600	822	1027

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.56	0.55	0.65	0.82
每股红利	0.20	0.17	0.19	0.25
每股净资产	1.84	2.23	2.68	3.25
ROIC	27%	23%	19%	20%
ROE	31%	25%	24%	25%
毛利率	23.6%	22.0%	21.0%	20.0%
EBIT Margin	14%	13%	12%	12%
EBITDA Margin	17%	15%	14%	14%
收入增长	4%	31%	32%	35%
净利润增长率	36%	-1%	17%	26%
资产负债率	46%	50%	56%	58%
息率	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%
P/E	30.2	30.7	26.2	20.8
P/B	9.2	7.6	6.3	5.2
EV/EBITDA	30.3	27.3	22.8	18.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	483	633	835	1127
营业成本	369	493	660	902
营业税金及附加	1	1	2	3
销售费用	11	16	21	25
管理费用	33	38	50	67
财务费用	1	(2)	1	4
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	1	1	1
其他收入	0	0	0	0
营业利润	67	87	102	129
营业外净收支	18	0	0	0
利润总额	85	87	102	129
所得税费用	10	13	15	19
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	75	74	87	109

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	75	74	87	109
资产减值准备	1	1	1	1
折旧摊销	13	11	17	25
公允价值变动损失	1	(1)	(1)	(1)
财务费用	1	(2)	1	4
营运资本变动	47	(40)	(15)	(21)
其它	(1)	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	137	43	88	112
资本开支	(12)	(100)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(100)	(150)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(27)	(22)	(26)	(33)
其它融资现金流	2	71	88	21
融资活动现金流	(52)	49	62	(12)
现金净变动	73	(8)	0	0
货币资金的期初余额	85	158	150	150
货币资金的期末余额	158	150	150	150
企业自由现金流	110	(59)	(60)	16
权益自由现金流	112	14	26	33

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	黄学军	021-60933142	孙菲菲	0755-82133400
		崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-60933162	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160				
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	