

汽车供应链重塑的受益者

研究结论

- 乘用车行业未来十年依然具有良好的成长性。展望未来十年，消费者不断提高的支付能力、较低的保有量、乘用车产品符号商品的属性依然很强和区域潜在市场需求次第释放的特点决定了中国的乘用车市场依然具有良好的成长性，预计复合增长率依然维持在 15%左右的水平。进入 2010 年，欧美发达国家经济回暖，汽车等耐用消费品的需求开始回升，带动汽车制造行业逐渐开始复苏。
- 公司有望受益于中国和跨国汽车企业的零部件供应链重塑的进程。由于较低的市场集中度，激烈的市场竞争，中国的乘用车整车企业的产品价格下降的压力始终较大。为了维持一定的盈利水平，整车企业只能要求零部件供应商进一步降低产品售价。合资、独资零部件企业的产品成本下降空间已经不大，整车企业寻找新的零部件供应商的愿望非常强烈，供应链重塑的阶段已经到来。就全球汽车市场来看，近年来，在市场增长趋缓的背景下，跨国汽车公司及其所属的供应商体系为应对竞争，降低产品成本，加速了其供应链的国际转移，从而为包括中国在内的零部件企业带来全新的发展机遇。公司在汽车零部件行业经过 30 多年的发展，在产品技术、质量、品牌、市场和产销规模等方面已经获得了竞争优势，将充分受益于我国的汽车企业的零部件供应链重塑的进程；凭借自身的竞争优势，公司部分产品已经通过美国通用、福特、克莱斯勒、伊顿、现代、大众等国际知名汽车及零部件企业的认证并实现了配套，具备了融入汽车厂家国际采购体系的先发优势，顺应跨国汽车公司的零部件供应链向发展中国家转移的大趋势，公司的海外市场销售具备巨大的成长空间。
- 募投项目达产后将显著增厚公司的盈利。等速驱动轴总成属汽车零部件中的高、精、尖产品，由于加工工艺要求高，工艺设备投入大，因此市场进入壁垒较高。经过近二十年坚持不懈的努力，公司的等速驱动轴产品已经实现对上海大众、一汽大众、一汽轿车、奇瑞、比亚迪等国内主机厂的配套供货；国际市场方面，公司的等速驱动轴产品已批量出口美国、澳大利亚、韩国、新加坡、土耳其、以色列、南美、非洲等国家和地区。预计到 2010 年年底，公司的等速驱动轴产品的年产能可达 540 万支。项目全部达产后，等速驱动轴总成生产能力将达到 1,000 万支/年。新增年销售收入 201,600 万元、利润总额 30,726 万元，显著增厚公司盈利。
- 投资评级。公司将充分受益于国内和海外整车厂商的零部件供应链的重塑进程，预计未来三年的盈利复合增长率可达 45.9%，我们认为给予公司 0.8 倍的 PEG 水平是合理的；对应 PE 倍数为 36.72 倍，6 个月目标价为 16.16 元，维持买入的投资评级。
- 风险因素。1)、原材料价格上涨过快，削弱公司产品的毛利水平；2)、公司全新客户开拓进展缓慢。

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

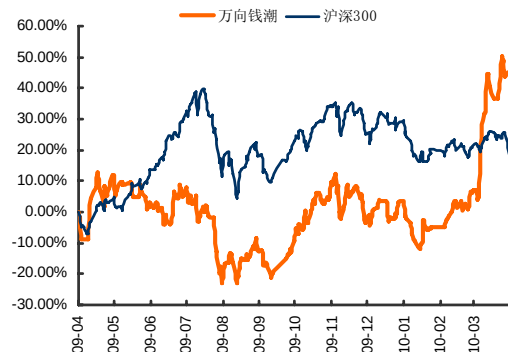
汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209090198

王轶

汽车行业分析师
8621-63325888 x 6129
wangyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121343

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 4 月 19 日)	10.87 元				
目标价格	16.16 元				
总股本/A 股 (万股)	122559 / 122559				
A 股市值 (百万元)	13322				
国家/地区	中国				
行业	汽车				
报告日期	2010 年 4 月 19 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	41.70	39.02	45.63
相对表现 (%)	45.08	51.80	28.31

资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,848	5,225	6,264	7,589	9,222
税前利润	45.46	57.58	100.97	136.08	183.42
归属母公司净利润	221	264	539	724	981
EBITDA	519	629	962	1,183	1,522
每股收益 (元)	0.22	0.26	0.44	0.59	0.80
净资产收益率	13.31%	17.01%	19.38%	17.12%	19.78%
每股经营现金 (元)	0.43	0.89	0.12	1.02	0.66
市盈率 (X)	50.49	42.16	24.71	18.40	13.57
EV/EBITDA	9.11	14.69	13.84	10.74	8.23

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

1、中国汽车零部件行业的下游行业的成长性.....	4
1.1、未来十年中国乘用车市场依然具有良好的成长性.....	4
1.2、海外汽车市场正在复苏.....	6
2、中国汽车零部件行业的发展现状和发展趋势.....	6
2.1、我国本土汽车零部件企业的发展现状.....	6
2.2、我国合资、独资汽车零部件企业的发展现状.....	6
2.3、本土汽车零部件企业的发展趋势.....	7
3、公司业务分析.....	8
3.1、公司的主要产品及产能.....	8
3.2、公司的行业地位.....	8
3.3、公司的竞争优势.....	9
3.4、公司的主要利润来源.....	9
3.5、公司将充分受益于汽车零部件供应链重塑的进程.....	10
3.6、募投项目产品将成为公司盈利的重要增长极。.....	10
3.6.1、募投项目产品简介.....	10
3.6.2、募投项目产品的市场前景.....	11
3.6.3、募投项目产品市场的技术特点及市场竞争格局.....	11
3.6.4、募投项目达产后将显著增厚公司盈利.....	12
4、公司盈利预测及投资评级.....	12
5、风险因素.....	12

图表目录

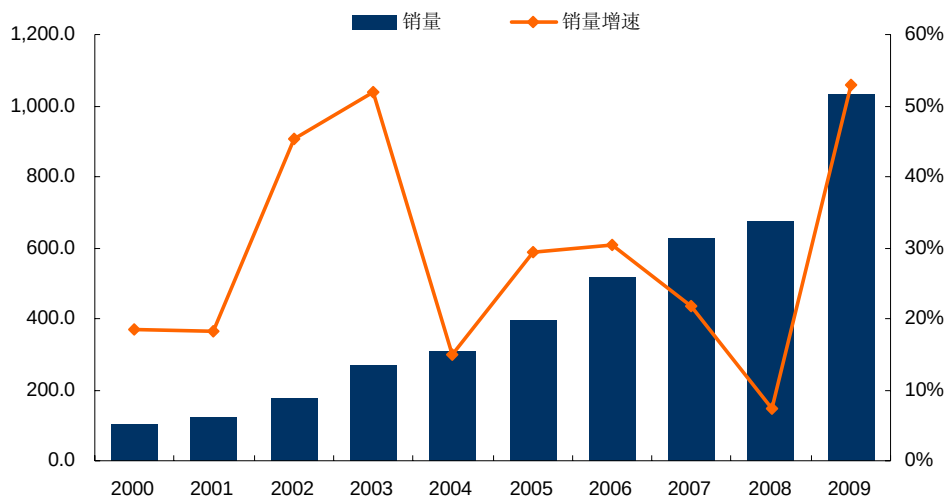
图 1 中国乘用车市场产品销量（万辆）及销量增速变化趋势	4
图 2 城镇居民可支配收入及同比增速的变化趋势	5
图 3 08 年全球主要汽车市场乘用车千人保有量(辆)对比	5
图 4 08 年不同省份每百户居民平均乘用车保有量（辆）对比	5
图 5 美国 09 年以来乘用车销量（万辆）及同比增速变化趋势	6
图 6 中国乘用车产品价格指数变化趋势（以 2004 年 1 月份的价格为基期）	7
图 7 中国零部件出口销售额（万美元）及同比增速变化趋势	8
图 8 公司的各项业务对公司的毛利贡献度	10
图 9 等速驱动轴产品结构示意图	11
图 10 国内等速驱动轴 OEM 市场的竞争格局	12
表 1 09 年前三季度不同级别城市乘用车销量同比增速、销量贡献度、销量增量对整体市场销量增量的贡献度对比	5
表 2 公司主要产品系列和所属制造企业	8
表 3 中国市场等速驱动轴产品需求预测	11

1、中国汽车零部件行业的下游行业的成长性

1.1、未来十年中国乘用车市场依然具有良好的成长性

改革开放以来，中国城镇居民的个人财富快速积累，消费能力快速提高。从 2001 年开始，乘用车产品开始成为普通消费者的家庭。特别是中国加入世界贸易组织以来，在投资和出口的拉动下，中国的经济连续数年高速增长，消费者的人均可支配收入快速提高，对住房和汽车消费的热情和渴望空前高涨，快速提高的支付能力、不断下降的汽车价格和国家鼓励汽车消费的政策，催生了乘用车行业持续近十年的大牛市，过去十年乘用车产品市场复合增长率高达 28.2%。

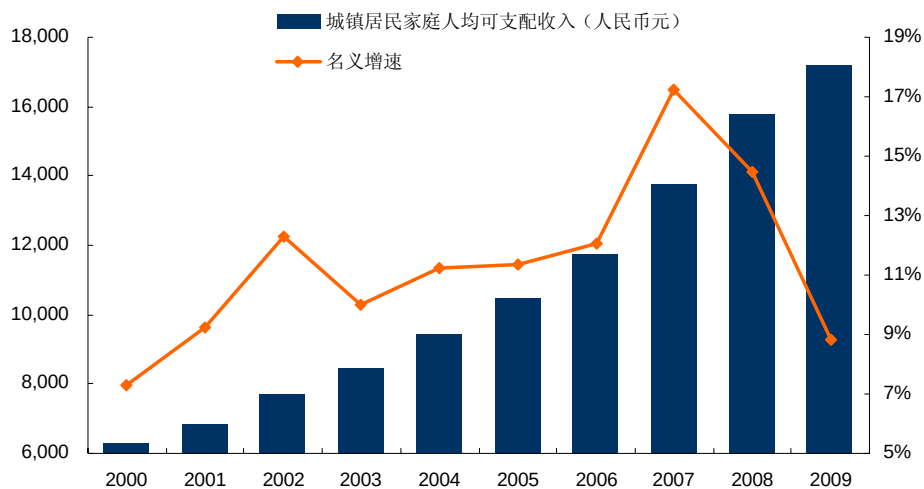
图 1 中国乘用车市场产品销量（万辆）及销量增速变化趋势



数据来源：中国汽车工业协会产销快讯

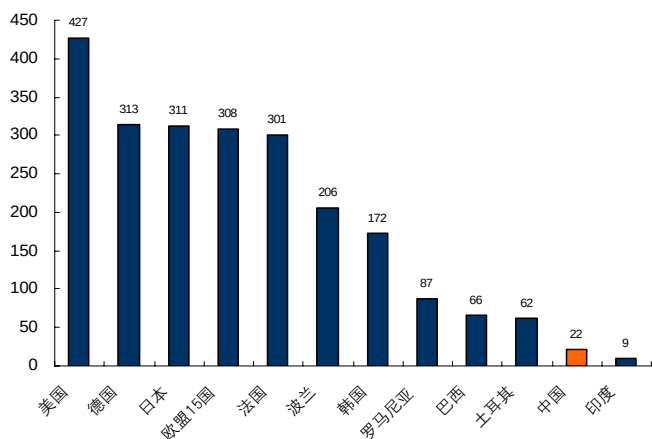
展望未来十年，由于消费者不断提高的支付能力、较低的保有量、乘用车产品符号商品的属性依然很强和区域潜在市场需求次第释放的特点决定了中国的乘用车市场未来十年依然具有良好的成长性，预计复合增长率依然维持在 15% 左右的水平。

图2 城镇居民可支配收入及同比增速的变化趋势



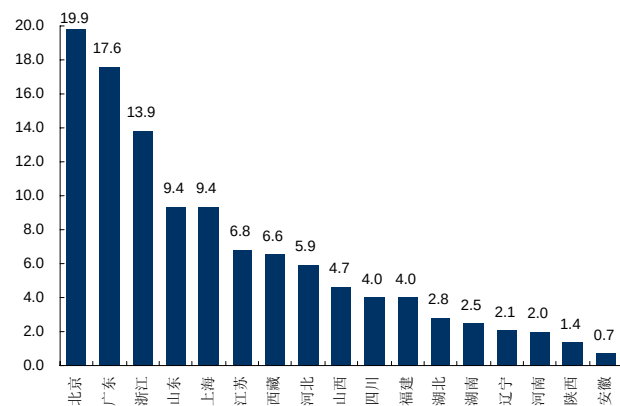
数据来源：CEIC 东方证券研究所

图3 08年全球主要汽车市场乘用车千人保有量(辆)对比



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

图4 08年不同省份每百户居民平均乘用车保有量(辆)对比



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

表1 09年前三季度不同级别城市乘用车销量同比增速、销量贡献度、销量增量对整体市场销量增量的贡献度对比

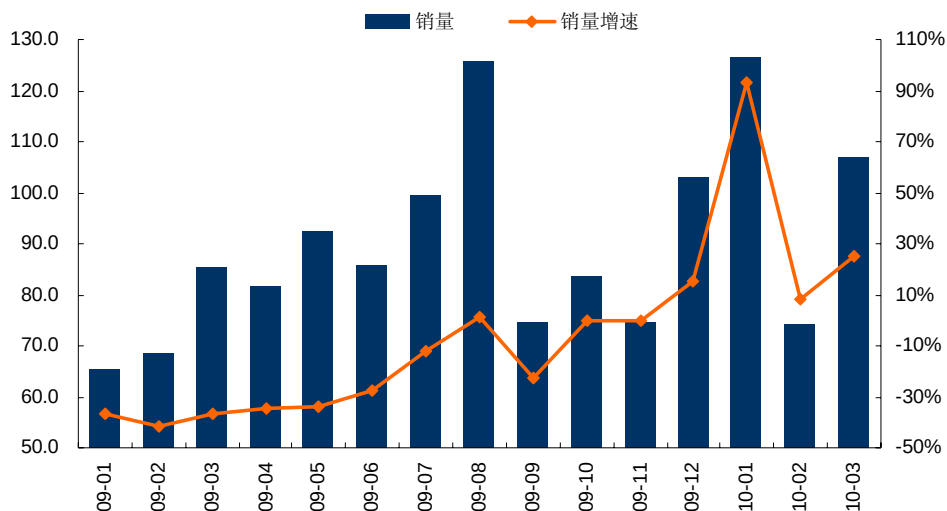
	08年销量	09年销量	同比销量增速	08年销量贡献度	09年销量贡献度	09年销量增量贡献度
一线城市	1,021,493	981,479	-3.9%	19.0%	17.0%	-10.2%
二线城市	2,401,541	2,575,906	7.3%	44.7%	44.7%	44.7%
三、四线城市	1,950,523	2,205,906	13.1%	36.3%	38.3%	65.5%

数据来源：公安部交管局 东方证券研究所

1.2、海外汽车市场正在复苏

金融危机重创欧美发达国家的经济,已经进入成熟期的汽车行业更是雪上加霜。由于收入水平下降,银行收紧消费信贷,欧美发达国家的消费者购买新车的意愿降到历史低点。欧美发达国家的汽车销量陷入了长达 18 个月的负增长。09 年以来,世界主要经济体纷纷推出刺激经济增长的政策,世界经济止住了快速下滑的态势,逐渐开始企稳回升。汽车等耐用消费品的需求开始回升,带动汽车制造行业逐渐开始复苏。

图 5 美国 09 年以来乘用车销量（万辆）及同比增速变化趋势



数据来源: Bloomberg 东方证券研究所

2、中国汽车零部件行业的发展现状和发展趋势

2.1、我国本土汽车零部件企业的发展现状

2002 年我国汽车零部件企业共有 1540 家,到 2008 年底该数量已经达到 7962 家。根据 2004 年中国汽车工业协会的统计,年收入在百万以上的国内汽车零部件生产企业多达 4171 家,但年销售收入超过 5 亿元的仅有 100 多家。从企业的平均销售额来看,2008 年企业平均年销售收入仅为 1.35 亿元,行业集中度非常低,企业自主开发和系统集成能力薄弱,跟不上整车企业产品开发的步伐。行业内大部分企业只能进入自主品牌汽车企业的低端车型的配套体系,或者作为二级供应商向一级零部件供应商供货,行业整体的市场竞争能力较差。

2.2、我国合资、独资汽车零部件企业的发展现状

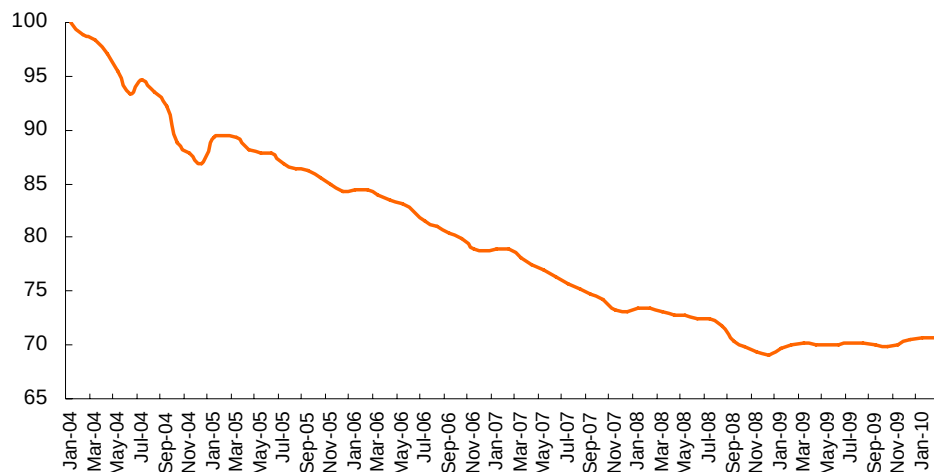
我国合资、独资的汽车零部件企业,在产品开发、资金实力、配套经验和品牌价值等方面,远远优于本土的汽车零部件企业,借助在海外市场同跨国汽车企业的配套经验,顺理成章的占据了国内大部分合资整车企业的几乎全部车系和国内自主品牌中高级车型的零部件配套市场。这些合资、独资的零部件企业主要作为一级供应商存在,面对下游整车厂,具备一定的谈判能力。

2.3、本土汽车零部件企业的发展趋势

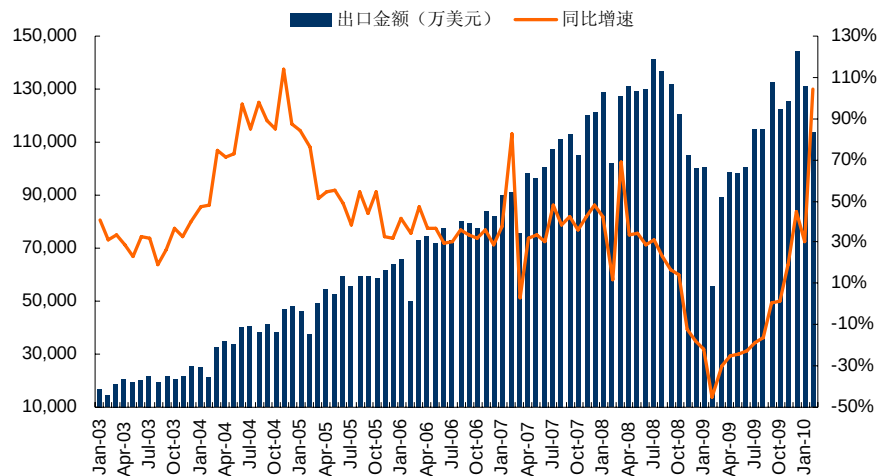
就国内的市场来看，近年来，综合实力强、产品开发和系统集成能力强的企业开始进入合资汽车企业的中低端车型的零部件配套体系；部分企业已经成为自主品牌乘用车企业的一级零部件供应商。由于较低的市场集中度，激烈的市场竞争，乘用车整车企业的产品价格下降的压力始终较大。为了维持一定的盈利水平，整车企业只能要求零部件供应商进一步降低产品售价。合资、独资零部件的产品成本下降空间已经不大，整车企业寻找新的零部件供应商的愿望非常强烈，供应链重塑的阶段已经到来。经过多年的发展，综合实力较强的本土零部件企业的产品质量和性能已经有了长足的进步，产品的性价比优势非常突出，有望充分受益于整车企业的供应链重塑进程。

就全球汽车市场来看，近年来，在市场增长趋缓的背景下，跨国公司及其所属的供应商体系为应对竞争，降低产品成本，加速了其供应链的国际转移，从而为包括中国在内的零部件企业带来全新的发展机遇。

图 6 中国乘用车产品价格指数变化趋势（以 2004 年 1 月份的价格为基期）



数据来源：CEIC 东方证券研究所

图 7 中国零部件出口销售额（万美元）及同比增速变化趋势


数据来源：CEIC 东方证券研究所

3、公司业务分析

3.1、公司的主要产品及产能

公司专注于汽车零部件的研发、制造和销售，是国内品种最多、规模最大的独立汽车零部件系统供应商之一。目前，公司的主要产品包括汽车传动系列、底盘件系列和轴承系列三大系列的产品。

表 2 公司主要产品系列和所属制造企业

	主要产品	主要产品产能	产品的制造工厂
传动系列	万向节	4600 万套/年	公司本部及宁波工厂、许昌远东、万向舍勒
	传动轴	200 根/年	钱潮传动轴、合肥转动轴
	等速驱动轴	280 万根/年	公司本部驱动轴工厂
底盘件系列	制动器	450 万套/年	万向系统、河南制动器、武汉制动器
	减震器	150 万支/年	万向系统减震器分公司
	底盘系统	415 万套	桂林部件、哈飞底盘、昌河底盘和万向系统
轴承系列	轮毂轴承、轮毂轴承单元	12000 万套	万向精工、钱潮轴承、淮南轴承、江苏钱潮轴承

数据来源：公司财报

3.2、公司的行业地位

传动系统是公司最具市场竞争力的产品。公司的万向节产品经过 30 多年的发展，已成为我国汽车零部件产业的拳头产品。2007 年公司的万向节产品荣获“中国世界名牌”和“中国工业大奖”称号。2008 年公司的万向节产品在国内主流市场占有率约为 63.81%，纯万向节产品在国内维修市场占有率约为 21.85%，居国内同行业之首，国际市场占有率 10% 左右。万向节产品的国家标准亦由公司制定，公司目前是世界上万向节专利最多，也是规模最大的专业制造企业。传动轴产品市场认可度不断提高，2008 年公司的传动轴产品的国内市场份额已经达到 18%。

公司轮毂轴承和轮毂轴承单元在质量、产能和规模上均为国内市场排名第一，市场份额已经达到30%。国内主要配套主机厂客户包括上海通用、比亚迪、海马汽车、奇瑞等整车企业。2008年公司自主研发生产的轮毂轴承单元（第三代）开始为上海大众和一汽大众配套，成为国内第一家为大众汽车全球配套的轴承企业。

公司等速驱动轴产品从产能和规模上看，在国内仅次于上海纳铁福传动轴有限公司。国内目前产能规模超过100万支的生产企业除公司外，还包括上海纳铁福传动轴有限公司和德尔福沙基诺凌云驱动轴有限公司。

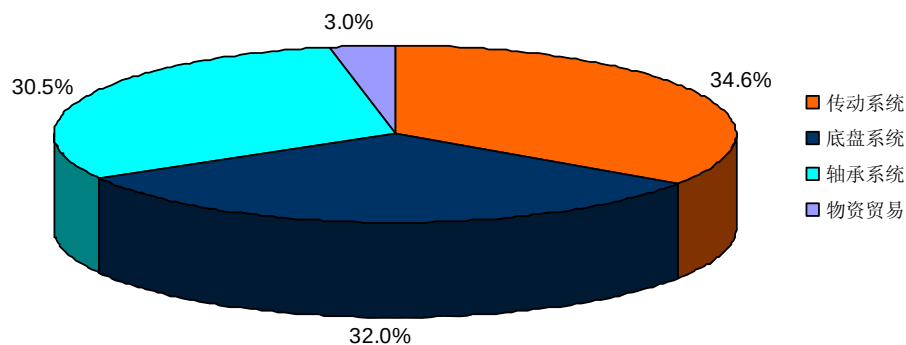
3.3、公司的竞争优势

公司的竞争优势主要表现在以下几方面：

- 1)、技术优势。公司具有较强的自主开发能力、核心制造技术及完备的实验检测能力，现有工艺装备及研发技术水平在国内同行业中处于领先地位。公司的技术中心已连续六次在全国企业技术中心综合评比中列前八位，起草发布国家和行业标准18项。
- 2)、质量优势。相对于国内同行，公司产品在质量方面具有明显的比较优势。公司较早通过并实施了ISO9000、QS9000质量管理体系，并于1998年在国内同行中率先通过美国保险商实验室（UL）公司认证；2000年11月14日，国际质量监督检测检疫总局向公司颁发了《计量水平确认证合格证书》；公司的国家级汽车零部件实验室按照ISO17025（导则25）建立的实验室管理体系于2000年通过国家试验室认可委员会认可，其出具的检测报告被全球46个国家认可。
- 3)、品牌优势。公司是国内汽车零部件行业中的先行者，注重公司品牌的培育。“钱潮”牌商标系列零部件产品是国家质量技术监督局确定的国家重点保护名优产品，1999年底“钱潮”牌产品被国家外经贸部列为重点支持和发展的名牌出口商品。近年来，公司加强推进品牌化战略，品牌优势进一步凸显。截至2009年6月30日，公司已拥有一个世界名牌、一个驰名商标、四个中国名牌。
- 4)、市场优势。公司通过十余年的市场开拓和积累，已建立完整的营销网络体系。在国内配套市场，公司已与众多主机厂形成了合作伙伴关系，主要产品占据了国内主机厂配套市场的优势地位。在维修市场上公司在全国拥有21个配送中心，建有258个销售代理点和3,000多个销售网点，同时在湖北、海南、广西、江西、黑龙江、安徽等地与整车厂合作，就地建厂，就地供货，形成战略合作伙伴关系，实现同步发展。公司在八十年代就着力开拓国际市场，部分产品已经通过美国通用、福特、克莱斯勒、伊顿、现代、大众等国际知名汽车生产及零部件企业的认证并实现了配套，具备了融入汽车厂家国际采购体系的先发优势。
- 5)、规模优势。公司是目前国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一，汽车零部件产品系列丰富，分为传动系、轴承系、底盘三大系列十多种主要产品，各大产品规模基本都位居同行业前列，具备模块华配套能力，有较强的规模优势和抗风险能力。

3.4、公司的主要利润来源

目前，公司的主要利润来源是汽车零部件业务。在汽车零部件业务中，传动系统、底盘系统和轴承系统对公司的盈利水平均产生较大的影响。

图 8 公司的各项业务对公司的毛利贡献度


数据来源：公司 2008 年年报 东方证券研究所

3.5、公司将充分受益于汽车零部件供应链重塑的进程

我们在前文中已经论及，出于成本的压力，我国的汽车企业已经开始重塑零部件的供应链，跨国汽车公司加速了零部件供应链向包括中国在内的发展中国家的转移。公司在汽车零部件行业经过 30 多年的发展，在产品技术、质量、品牌、市场和产销规模等方面已经获得了竞争优势，将充分受益于我国的汽车企业的零部件供应链重塑的进程；凭借自身的竞争优势，公司部分产品已经通过美国通用、福特、克莱斯勒、伊顿、现代、大众等国际知名汽车生产及零部件企业的认证并实现了配套，具备了融入汽车厂家国际采购体系的先发优势，顺应跨国汽车公司的零部件供应链向发展中国家转移的大趋势，公司的海外市场销售具备巨大的成长空间。

3.6、募投项目产品将成为公司盈利的重要增长极。

3.6.1、募投项目产品简介

公司本次募集资金全部用于新增年产 840 万支等速驱动轴总成固定资产投资项目建设，该项目计划投资总额 194,372 万元。等速驱动轴总成是将等速万向节、驱动轴等驱动元件合成一体的汽车部件。如下图所示，主要由等速万向节、传动轴、短轴、防尘罩等组成。

图 9 等速驱动轴产品结构示意图


数据来源：公司网站

3.6.2、募投项目产品的市场前景

1)、国内市场。等速驱动轴主要为乘用车产品配套，我们在前文已经论及，中国的乘用车产品市场在未来十年依然具有良好的成长性，对等速传动轴产品的需求量也将保持良好的成长性。另外，随着我国乘用车的保有量不断增长，售后维修市场也需要大量的等速传动轴产品。

表 3 中国市场等速驱动轴产品需求预测

	乘用车产量/保有量（万辆）					等速驱动轴总成预测需求量（万支）				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
产量	837	1004	1155	1271	1461	1,674	2,009	2,310	2,541	2,922
保有量	4,290	4,865	5,291	5,768	6,075	644	730	794	865	911
					合计	2,318	2,739	3,104	3,406	3,834

数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 CEIC 东方证券研究所

2)、海外市场。进入 10 年，欧美发达国家的汽车市场开始复苏，新车销量同比开始正增长。根据 GKN 的预测，到 2013 年，全球等速驱动轴产品的市场规模可达 20000 万支。

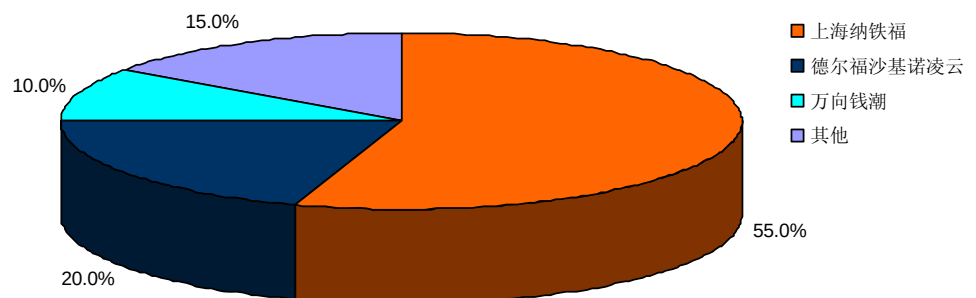
3.6.3、募投项目产品市场的技术特点及市场竞争格局

等速驱动轴总成属汽车零部件中的高、精、尖产品，由于加工工艺要求高，工艺设备投入大，因此市场进入壁垒较高。目前在全球等速驱动轴市场上，GKN 是市场领导者，市场份额高达 40%；在国内等速驱动轴市场上，GKN 在中国的合资企业上海纳铁福传动轴公司是行业的领先者。经过近二十年坚持不懈的努力，公司的等速驱动轴产品从售后维修市场起步，产品的性能和质量不断提高，逐渐进入国内的主机 OEM 市场，已经实现对奇瑞、比亚迪、海南马自达、长安、哈飞、上汽通用五菱、上海大众、一汽大众、一汽轿车等国内主机厂的配套供货；国际市场方面，公司目前已批量

出口美国、澳大利亚、新加坡、土耳其、以色列、南美、非洲等国家和地区。2006 年底公司分别与韩国现代威亚、通用建立了长期战略合作联盟关系，2008 年开始对其批量供货。

按照目前国内和海外市场的拓展进度，预计到 2013 年，公司在国内等速驱动轴市场上可以实现大约 15% 左右的市场份额，在海外市场上大约可以实现 3% 左右的市场份额，产品总销量达到 1060 万支，全球综合市场份额在 5% 左右。

图 10 国内等速驱动轴 OEM 市场的竞争格局



数据来源：中国汽车工业年鉴 东方证券研究所

3.6.4、募投项目达产后将显著增厚公司盈利

截止到 2009 年年底，公司的等速驱动轴年产能 280 万支，预计到 2010 年年底，等速驱动轴产品的年产能可达 540 万支。项目全部达产后，等速驱动轴总成生产能力将达到 1,000 万支/年。新增年销售收入 201,600 万元、利润总额 30,726 万元，显著增厚公司盈利。

4、公司盈利预测及投资评级

预计公司 2010 年、2011 年每股净收益为 0.44 元，0.59 元，对应 2010 年、2011 年的 PE 水平为 24.71 倍、18.40 倍。公司是有竞争力的独立的第三方零部件供应商，将充分受益于国内和海外整车厂商的零部件供应链的重塑进程，等速驱动轴项目将显著增厚公司的盈利水平，预计未来三年的盈利复合增长率可达 45.9%。我们认为，给予公司 0.8 倍的 PEG 水平是合理的；对应 PE 倍数为 36.72 倍，6 个月目标价为 16.16 元，维持买入的投资评级。

5、风险因素

1)、原材料价格上涨过快，削弱公司产品的毛利水平；2)、公司全新客户开拓进展缓慢。

附表：公司财务报表预测

损益表						现金流量表					
(百万元人民币)						(百万元人民币)					
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,848	5,225	6,264	7,589	9,222	经营活动现金流	439	916	152	1,254	812
营业成本	4,026	4,319	5,038	6,047	7,215	税后利润	221	264	539	724	981
主营业务税金及附加	21	25	31	38	46	经常性非现金支出	344	342	344	332	360
销售费用	142	175	213	259	314	非经常性现金支出	(47)	(27)	(25)	(25)	(25)
管理费用	249	314	313	379	461	营运资金变动	(185)	312	(740)	176	(563)
财务费用	112	108	63	26	26	少数股东损益	106	25	33	47	58
资产减值损失	26	7	11	12	17	投资活动现金流	(1,007)	(466)	(501)	(497)	(465)
投资收益	19	22	20	20	20	资本开支	(336)	(494)	(521)	(517)	(485)
营业利润	290	299	613	847	1,163	投资与投资收益	(671)	28	20	20	20
非经常性损益	82	48	60	60	60	筹资活动现金流	370	(711)	433	(158)	(161)
税前利润	373	347	673	907	1,223	贷款增加	686	(500)	(1,250)	0	0
所得税	45	58	101	136	183	支付股利利息	(305)	(216)	(171)	(154)	(154)
净利润	327	289	572	771	1,039	其他融资	(12)	5	(5)	(4)	(8)
少数股东损益	106	25	33	47	58	现金净流量	(199)	(261)	84	599	186
归属母公司净利润	221	264	539	724	981	现金期初余额	485	287	26	109	708
EPS (元/股)	0.22	0.26	0.44	0.59	0.80	现金期末余额	287	26	109	708	894

资产负债表						比率分析					
(百万元人民币)											
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	2,953	2,632	3,544	4,381	5,611	增长能力					
货币资金	725	464	548	1,147	1,333	营收增长率(%)	14.55%	7.77%	19.88%	21.15%	21.52%
应收账款及票据	994	1,085	1,308	1,591	1,940	EBITDA 增长率(%)	-21.81%	21.16%	52.94%	23.03%	28.61%
存货	1,158	1,002	1,594	1,529	2,201	EBIT 增长率(%)	-33.16%	37.93%	71.48%	28.42%	35.40%
交易性金融资产	0	0	0	0	0	净利润增长率(%)	-15.06%	-11.53%	97.68%	34.77%	34.79%
非流动资产合计	2,855	3,118	3,376	3,607	3,782	盈利能力					
长期投资	298	285	285	285	285	毛利率(%)	16.97%	17.34%	19.57%	20.32%	21.77%
固定资产	2,052	2,270	2,516	2,742	2,914	净利率(%)	6.75%	5.54%	9.13%	10.16%	11.27%
在建工程	344	378	388	392	392	EBITDA 利润率(%)	10.71%	12.04%	15.35%	15.59%	16.50%
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	ROA(%)	5.79%	5.01%	9.03%	10.35%	11.96%
无形资产	129	151	153	155	157	ROE(%)	13.3%	17.0%	19.4%	17.1%	19.8%
开发支出	0	0	0	0	0	ROIC(%)	6.41%	8.91%	12.30%	13.97%	16.16%
资产总计	5,808	5,749	6,920	7,987	9,393	偿债能力					
流动负债合计	3,792	3,447	2,540	2,959	3,448	资产负债率(%)	69.3%	65.7%	37.9%	38.0%	37.6%
循环借款	2,059	1,459	459	459	459	流动比率(倍)	0.78	0.76	1.40	1.48	1.63
应付账款及票据	1,491	1,728	1,763	2,116	2,525	速动比率(倍)	0.47	0.47	0.77	0.96	0.99
预收账款	27	26	31	38	46	营运能力					
其他应付款	32	43	50	60	72	总资产周转率	0.86	0.90	0.99	1.02	1.06
非流动负债合计	230	330	80	80	80	应收账款周转率	2.46	2.41	2.51	2.53	2.53
长期贷款	227	327	77	77	77	存货周转率	3.73	4.00	3.88	3.87	3.87
应付债券	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.00	2.68	2.89	3.12	3.11
负债合计	4,022	3,777	2,620	3,039	3,528	价值评估					
股本	1,026	1,026	1,226	1,226	1,226	P/B(倍)	7.57	6.82	3.39	2.94	2.47
资本公积	0	0	1,658	1,658	1,658	P/E(倍)	50.49	42.16	24.71	18.40	13.57

未分配利润	448	583	966	1,495	2,256	EV/收入(倍)	0.98	1.77	2.13	1.68	1.36
股东权益合计	1,785	1,972	4,300	4,948	5,865	EV/EBITDA(倍)	9.11	14.69	13.84	10.74	8.23
负债和股东权益	5,808	5,749	6,920	7,987	9,393	EV/EBIT(倍)	16.11	22.82	19.17	14.26	10.38

数据来源：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。

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