

电梯导轨行业巨头，未来增长稳定

长江润发新股定价报告

报告关键点:

- 公司电梯导轨产品市场占有率较高，均为前三名以内
- 下游电梯行业未来几年的平均增速在15-20%之间，导轨市场将随之增长
- 未来三年净利润复合增长率在26%左右，建议申购价在11-11.8元之间，对应2010年26-28倍动态市盈率

报告摘要:

- 公司以电梯导轨产品为主，产品市场占有率较高。从2009年收入构成来看，目前90%的产品与电梯导轨相关。就公司市场份额来看，公司在全球电梯导轨行业中排名第三（约占20%），与前两名差距较大；在扶梯导轨领域，公司国内排名第一（约占20%）；子公司浦钢公司在导轨毛坯领域国内排名第二（约占29%），与第一名差距很小。
- 下游电梯行业预计增速在15-20%之间。由于电梯产品具有时滞性，在城市化进程、加快基础设施建设以及旧房更新及加装电梯需求的推动影响，我国电梯市场未来两年的增长并无悬念，我们预计其增速在15-20%之间，其中民族品牌的增幅会相对较快。
- 电梯导轨市场增幅与行业基本一致，未来竞争激烈程度可能略有上升。电梯导轨作为电梯不可或缺的配件，其增长也必将与下游电梯行业保持一致，二者的增速差别不大。从竞争格局来看，电梯导轨的竞争相对稳定，目前三大厂商配套八大主机厂的格局不会改变。但随着产能的扩张，预计未来竞争的激烈程度略有上升。
- 未来三年净利润复合增长率在26%左右，建议申购价在11-11.8元之间。公司未来几年收入、利润的增长均相对稳定，后者的增速会略快于前者。我们估算未来三年公司的收入增长在18%左右，毛利率稳中有升，2010-2012年完全摊薄后的每股收益分别为0.42元、0.54元和0.66元，复合增长率在26%左右。预计其上市首日12.6-14.7元之间，对应的2010年动态市盈率在30-35倍之间。我们建议按2010年26-28倍动态市盈率申购，对应的价格在11-11.8元之间。

建议询价区间:

11.00 - 11.80 元

上市首日定价区间:

12.60 - 14.70 元

报告日期: 2010-05-26

发行数据

总股本(万股)	9,900
发行数量(万股)	3,300
网下发行(万股)	660
网上发行(万股)	2,640
保荐机构	国海证券有限责任公司
发行日期	2010-06-02
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

长江润发集团有限公司	35.42%
江苏沙钢集团有限公司	8.33%
郁全和	5.56%
高新开创投资公司	5.56%
郁霞秋	4.58%
倪平	4.51%
张家港市金港镇资产经营公司	4.17%
李柏森	4.17%
其他自然人股东	3.15%
邱其琴	3.13%

研究员

林晟

行业分析师

 0755-82558022 linsheng@essence.com.cn
 证书编号 S1450209090270

财务和估值数据摘要

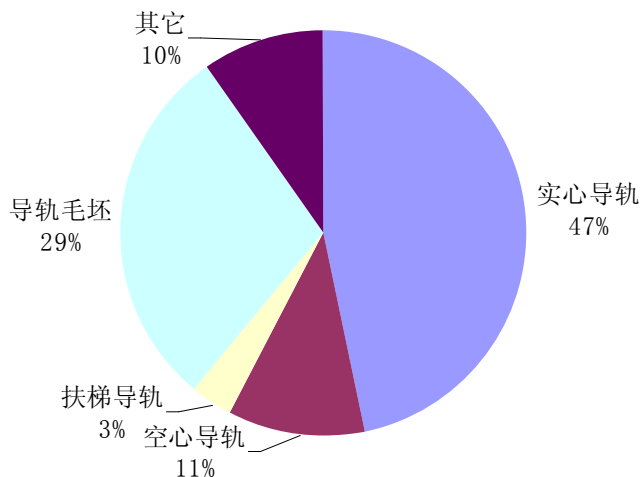
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	894.5	748.5	883.4	1,035.8	1,230.9
Growth(%)	50.0%	-16.3%	18.0%	17.3%	18.8%
净利润	37.4	43.2	55.6	71.1	86.4
Growth(%)	-2.5%	15.5%	28.8%	27.9%	21.5%
毛利率(%)	11.3%	14.4%	14.5%	14.9%	15.0%
净利润率(%)	4.2%	5.8%	6.3%	6.9%	7.0%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.42	0.54	0.65
每股净资产(元)	2.01	2.40	5.14	5.57	6.09
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	18.8%	18.2%	8.2%	9.7%	10.8%
ROIC(%)	15.1%	13.9%	13.6%	10.9%	10.8%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

1. 公司简介

1.1. 公司产品主要是电梯导轨系统部件

公司成立以来一直从事电梯导轨系统部件的生产及销售，从 2009 年收入构成来看，目前 90% 的产品与电梯导轨相关。

图 1 公司产品以电梯导轨及导轨毛坯为主（2009 年收入构成）



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

电梯导轨产品位于产业链的中游，下游是电梯的整机产商，上游主要是钢铁生产企业。公司已向上游延伸一步，自己采购钢坯和卷板等，生产导轨毛坯。

图 2 电梯导轨产品位于产业链的中游

数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

1.2. 电梯导轨市场基本特点

- 集中度高：三家企业占了近 80% 的市场份额
- 标准化产品为主：垂直电梯用导轨（包括实心导轨和空心导轨）大部分属于标准化产品，可实现大批量规模化生产，其附加值相对较低。而在扶梯导轨领域，由于没有国家标准及行业标准，电梯导轨制造商根据扶梯设计的特定需求和扶梯整机厂商的企业标准定制开发扶梯导轨系统，包括扶梯导轨及相关部件，因此产品附加值较高；

- 在下游整机成本中占比不高：电梯导轨系统部件产品占电梯总价值的 5% 左右；
- 销售模式以直销为主：普遍采用订单式生产经营模式
- 成本加成的定价原则：行业内制造商普遍采用在产品生产成本的基础上上浮一定利润的原则定价，利润空间相对稳定；
- 季节性不很明显：电梯导轨和导轨毛坯的生产与销售不存在明显的周期性，但存在一定季节性特征，一般每年一季度为淡季，二、三、四季度为产销旺季；
- 生产周期短：实心导轨自接到订单到组织发货完毕一般需要 45-65 天的时间；空心导轨自接到订单到组织发货完毕一般需要 12-25 天的时间；扶梯导轨自接到订单到组织发货完毕一般需要 17-35 天的时间。

2. 下游电梯市场未来两年增长可期

电梯作为公司产品的下游行业未来两年增长可期，民族品牌的增速会略快。

2.1. 我国电梯市场将保持增长

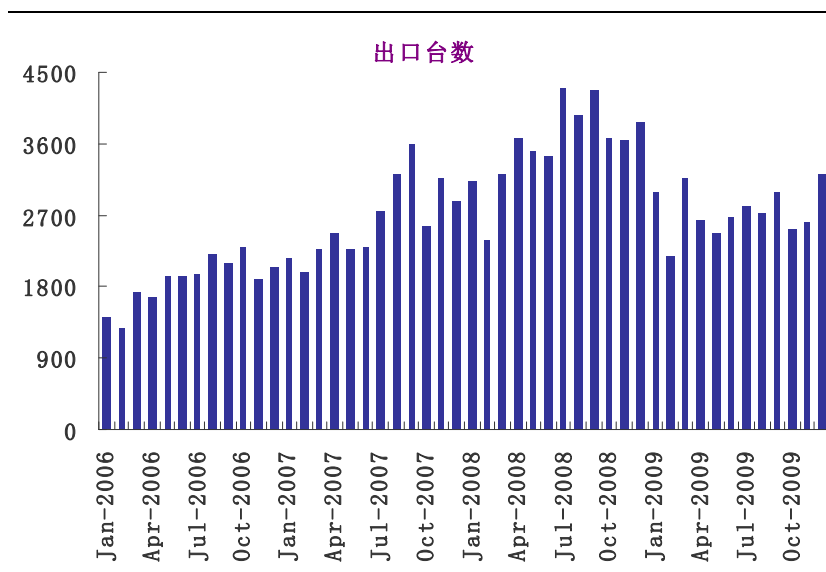
我们认为在城市化进程的推动下，受此次加快基础设施建设的影响，我国电梯市场未来两年仍依赖于国内市场，其增长并无悬念。

2.1.1. 我国电梯企业市场以国内为主

Freedonia 集团研究表明，到 2013 年全球电梯将保持 4.3 % 的年增长率，电梯产品和服务市场产值将达到 785 亿美元。这一增长主要来自中国和印度建设项目的新设备需求。其中中国新增需求有望占到 45%。

就国外市场来看，我们认为受经济危机影响较大，出口市场虽然有所复苏，但比 08 年大部分时期还要差 20% 左右，世界经济复苏的不确定性及反复性使得这部分市场增长不会太快。并且出口台数与总生产台数相比，仅占其 10% 左右。

图 3 我国电梯出口开始复苏但总量较少



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

综合来看，我们认为未来两年我国电梯企业的主要市场还是以国内为主。

2.1.2. 国内电梯市场未来两年增长可期

2.1.2.1. 电梯市场增长的根本原因在于城市化进程、更新需求和投资拉动

- 城市化率将进一步提升

目前我国人口城市化比率在 44% 左右，预计到 2015 年将超过 50%。人口城镇化进程正

在持续。而目前我国人口超过 100 万的城市数目已经超过 100 个，人口城镇化无疑将使大城市越来越多、越来越大，从而推动电梯需求的进一步上升。

➤ 投资拉动

由于扩大内需促进经济发展的 4 万亿元投资中住房和交通建设占据很大的比例，因此直接带动中国房地产业的发展，电梯企业已经享受到了切实利益。

➤ 更新需求

我们认为我国存在 20 万台左右的更新需求，主要包括以下两类：

第一，改革开放之前，大概有 6 万多台，基本上为直流电梯，而且没有合资产品。由于已经是 30 年以上的电梯，电路老化，故障率极高，运行质量很差，不符合新的国标检验标准。这部分电梯基本上都面临着更新、维修或者改造。第二，随着合资电梯厂的出现，交流双速电梯广泛应用，但是这类电梯在舒适性、驱动技术和控制系统上仍然落后，以现代的眼光很难接受。到 1995 年的时候，在用电梯总量大概在 20 万台，这样推算，有近 14 万台电梯，都在这个范畴，一般 15 年左右的使用寿命，也进入了改造和大修的范围。

2.1.2.2. 其直接表现为房地产投资的持续上升以及城市交通设施的建设

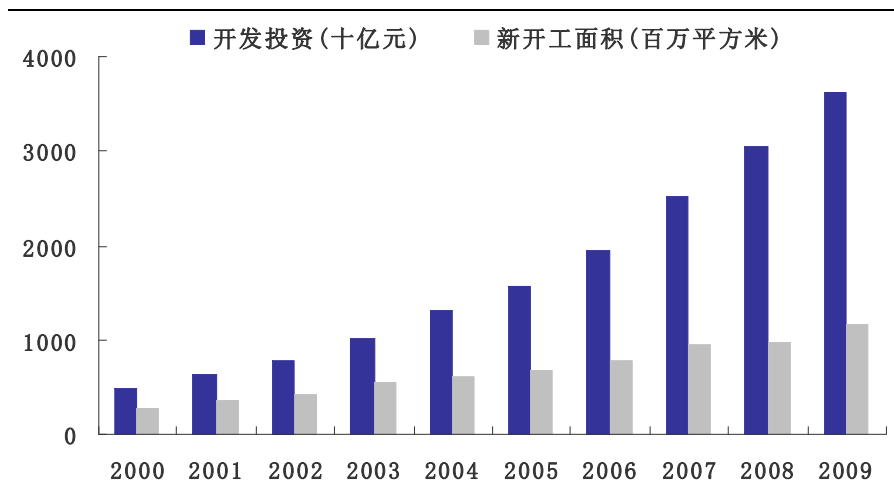
➤ 房地产投资持续增加

据中国电梯协会的统计，2008 年中国新装电梯总量超过 8 万台，电梯业正处于高速发展的浪潮中，我国已经成为世界上最大的新装电梯市场。在所有电梯需求中，住宅电梯占了很大的份量，几乎占到七成的份额。

住宅电梯市场快速增长背后的原因：首先，在房地产市场中，预计未来 50 年我国新增住房面积将达到 200 亿平方米。而按目前国家规定，20 米以上高楼就应安装电梯；其次，西部地区的小城镇建设速度加快。近年来，我国西部地区国民生产总值的增长速度，已经与电梯需求高速发展所需的 GDP 水平相吻合；

就新造需求来看，由于过往几年房地产投资持续增长，新开工面积的增速也于 09 年开始复苏，这将使得未来两年我国房地产竣工面积将持续增长，幅度预计在 20% 左右。

图 4 我国房地产竣工面积未来两年仍将上升



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

另外，多层住宅加装电梯有被纳入住宅基本功能的趋势。从全国范围估算，加装电梯的住宅楼数量不会少于 100 万幢。另外，上世纪八、九十年代安装的电梯由于技术和使用年限等原因也进入了改造更新阶段，预计仅 2009 年就将有近 2 万台电梯需要更新。

2008 年，我国电梯产量超过 21 万台，年增幅超过 20%，产量超过了全世界电梯年产量的 50%。按国外电梯使用寿命惯例，一般日本系列电梯设计寿命为 15 年，欧美电梯

设计寿命为 25 年，中国电梯的保有量已经超过 100 万台，专家预计今后每年大修改造以及已有建筑加装电梯的市场容量将保持在 12 万台以上。

➤ 地铁、机场等基础设施

去年为刺激经济复苏，我国加快基础设施建设，其中包括地铁、机场等，从而带动电梯、扶梯的市场需求。由于这些项目建设周期较长，因此虽然今年开始有可能出现一定程度的紧缩，但对电梯的需求将在未来两年陆续释放。也就是说即使现在开始暂停投入，电梯的需求在未来两年也是有保障的。

综上所述，我们认为未来两年我国电梯市场的平均增速将在 15-20% 之间。

2.1.3. 中长期来看，电梯市场仍有较大上升空间

远期预期：中国作为世界最大的发展中国家，拥有 13 亿人口，约占全球人口的 1/5，目前使用着世界 1/10 数量的电梯。按人均电梯拥有量来计算，是世界平均水平的一半，与发达国家相比是它们的 1/10，甚至是 1/20。如果中国大陆电梯的人均拥有量达到世界平均水平，在用电梯总数至少还要翻一番。

2.2. 民族品牌的市场占有率将提升

从 2008 年我国电梯市场的品牌分布情况来看，占主导地位的主要还是外资品牌，而民族品牌市场占有率在 20% 左右。

图 5 2008 年我国电梯市场占有率示意图

数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

但应该看到的是目前中国的电梯产量已接近世界需求量的 50%，世界上几乎所有知名的电梯公司在中国都设了制造工厂，随着世界知名电梯公司不断在中国设立研发机构，新技术的运用，以及产业链的成熟，除了一些超高速大吨位电梯及在特殊场合使用的电梯外，在中国的电梯工厂几乎都能生产出满足市场需求的电梯产品，而且产品质量还相当好、产品价格还相当低。

而去年以来刺激经济复苏的投资优先采购国产设备，这有利于民族品牌的高端产品走向市场，打破外资品牌的垄断，推动更高技术产品的生产向国内转移，进一步提高我国电梯产品的档次，使这国电梯行业进入一轮新的良性发展。

去年我国电梯产量增长 5%，而公司增长超过 15%，如果其它民族品牌增幅类似，则目前我国民族品牌的市场占有率已经超过 22%。与外资品牌相比，民族品牌技术上差别不大，尤其是中低端产品，但价格却便宜至少 20%。而价格在危机中更是购买方重点考虑的因素之一。

我们预计未来几年民族品牌的市场占有率将进一步提升至 30% 左右，考虑到总市场容量的增长未来两年在 15-20% 左右，民族品牌的增速将在 23-30% 之间。

3. 电梯导轨市场稳定增长，但竞争可能加大

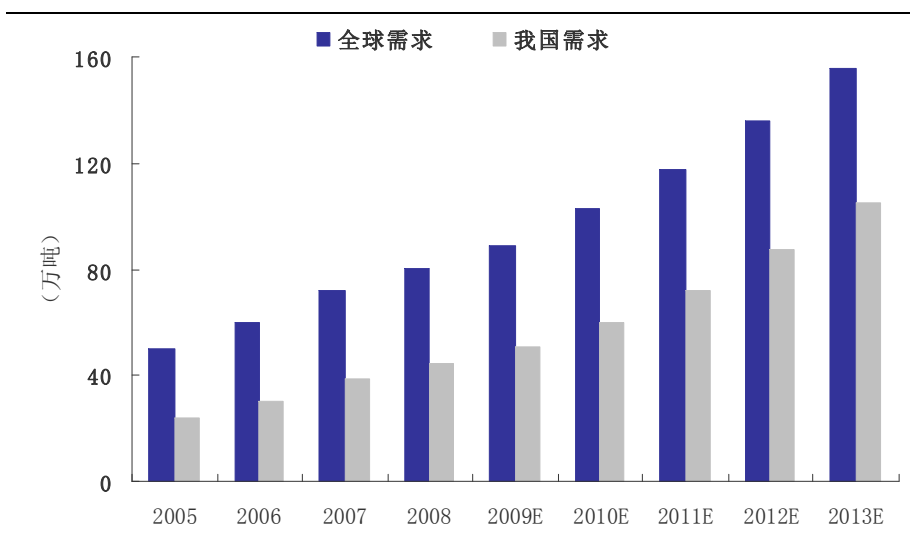
我们认为电梯导轨作为电梯不可或缺的配件，其增长也必将与下游电梯行业保持一致，二者的增速不会差别太大。从竞争格局来看，电梯导轨的竞争相对稳定，但激烈程度有上升的趋势。

3.1. 电梯导轨市场的容量也将稳定上升

电梯导轨主要用于电梯轿厢上下的运行轨道，关系到电梯系统运行的稳定部件之一，目前尚无替代产品。因此下游电梯市场的发展必将推动电梯导轨行业继续发展。我们预计电梯导轨市场的增长也将在 15-20% 之间，其中我国会略快一些。

据中国电梯协会预测，未来五年中国电梯导轨市场将以年均 18.92% 的速度增长（与电梯增速相近），截至 2013 年，中国的电梯导轨需求量将达到 104.90 万吨（2008 年全球导轨产量在 80 万吨左右，2013 年预计 150 万吨），其中高精度和超高精度实心导轨需求 13.58 万吨、扶梯导轨需求 6.45 万吨。

图 6 未来我国电梯导轨需求保持增长，增速略快于全球平均



数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

就我国电梯导轨需求来看，各类产品的增长差别不会太大，其中实心导轨的需求会略快一些。

表 1 预期各类产品需求量明细

类别	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
实心导轨 (万吨)	39.00	46.54	56.11	67.82	81.74
空心导轨 (万吨)	8.12	9.68	11.72	14.15	16.71
扶梯导轨 (万吨)	2.98	3.58	4.37	5.33	6.45
合计 (万吨)	50.10	59.80	72.20	87.30	104.90
增长率 (%)	13.61%	19.36%	20.74%	20.91%	20.16%

数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

3.2. 集中度高，竞争格局相对，但激烈程度有可能加大

3.2.1. 行业当前竞争相对稳定

下游集中度较高：世界八大电梯整机厂商为行业内一线电梯整机厂商，2008 年世界八大电梯整机厂商国内市场份额接近 70%。而电梯导轨厂商的集中度更高，目前三大电梯导轨制造商配套世界八大电梯整机厂商的市场格局已经形成。

一般来讲，一线电梯整机厂商与一线电梯导轨制造商合作关系极为稳固，加上较大的集中度使得行业当前的竞争格局相对稳定。

图 7 电梯导轨市场与电梯市场集中度均较高，二者配套关系相对稳定

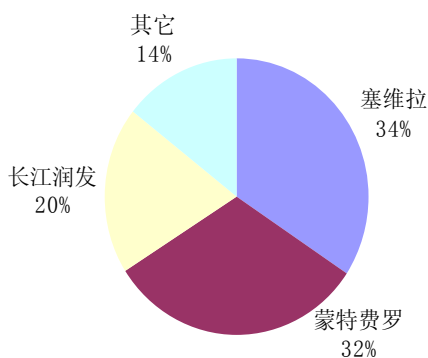
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

就公司市场份额来看，2008 年公司在全球电梯导轨行业中排名前三位（约占 20%）；在扶梯导轨领域，公司国内排名第一（约占 20%）；浦钢公司在导轨毛坯领域国内排名第二（约占 29%）。

电梯导轨：2008 年，公司与西班牙塞维拉集团和意大利蒙特费罗集团占据国际电梯导轨市场 78.85% 的市场份额（塞维拉国际市场占有率为 36.40%、蒙特费罗国际市场占有率为 31.70%，公司国际市场占有率为 10.75%）。与前两名相比，公司在技术、质量上较为接近，但生产环节自动化程度以及高精度以上级别产品上还有一定的差距。

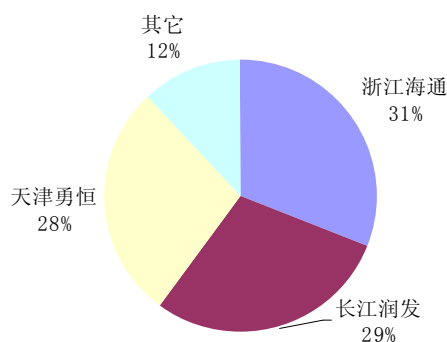
导轨毛坯：浦钢公司生产的导轨毛坯以配套本公司实心导轨生产为主，在满足公司生产的前提下，还销售给塞维拉、蒙特费罗在国内合资的电梯导轨制造商。目前国内有导轨毛坯生产能力的企业约 20 家，形成以浙江海通、浦钢公司和天津永恒三家导轨毛坯制造商为主导的市场格局，三家导轨毛坯制造商年产量均在 10 万吨以上。

图 8 2008 年公司电梯导轨市场占比第三



数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

图 9 2008 年公司导轨毛坯市场占比第二



数据来源：中国电梯协会，安信证券研究中心

3.2.2. 未来竞争可能加大

我们认为公司面临的竞争将加大，主要出于以下原因：

➤ 电梯导轨的产能增长较快

电梯导轨的前两家企业正在逐步将产能向中国转移，目前我国产量占世界一半以上。这两家通过收购进入国内市场（例如塞维拉先后控股天津市导轨厂、上吴导轨厂、广州中联导轨厂等；蒙特费罗先后控股了上海西张导轨厂、杭州三杭导轨厂等），目前只有个别合资厂商产能较大；

韩国第一大导轨生产企业美洲钢轨在沈阳投资的公司也将于 2010 年 8 月投产；

公司自身产能也将从目前的 10.5 万吨提升至 20 万吨左右。

图 10 募投项目将大幅提升产能

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

➤ 公司将在高精度产品上向领先企业发起竞争

公司目前是上海三菱唯一指定供应商向其供应超高精度实心导轨，公司生产的高精度实心导轨已批量供应给韩国奥的斯。但原来产能不足，高精度导轨占比较低，此次募集项目将向该产品倾斜，其高精度产品占比将上升，而这一市场是前两大厂商所占领，也就是说公司在高精度产品这一领域将面临更大的竞争。

表 2 公司募集项目投产后的产能扩张（单位：万吨）

产品种类	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
实心导轨	8.40	9.60	12.20	14.90	16.50
其中：高精度和超高精度	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
空心导轨	1.60	1.70	1.80	1.90	2.00
扶梯导轨	0.50	0.70	1.00	1.20	1.50
合计	10.50	12.00	15.00	18.00	20.00

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 但竞争的加大是有限的

首先，行业特征决定了竞争的程度不会太激烈。因为产品与安全性相关，下游客户不会完全只考虑价格因素，所以对导轨供应商的需求相对稳定，新进入者的机会较小。目前公司客户已覆盖三菱、奥的斯、通力、蒂森等国际一线电梯整机厂商，并建立了

长期战略合作伙伴关系；

其次，出于以下因素，公司具有一定的竞争优势，即使竞争格局发生一定变化，公司也将位于相对有利地位。

- 装备先进：有国际先进的生产线
- 产业链完整：向上延伸至导轨毛坯产品
- 技术优势：建有省级工程技术研究中心，成立了中国工程院院士工作站。目前，公司拥有各种专利 21 项，正在申请的发明专利 7 项、实用新型专利 4 项。

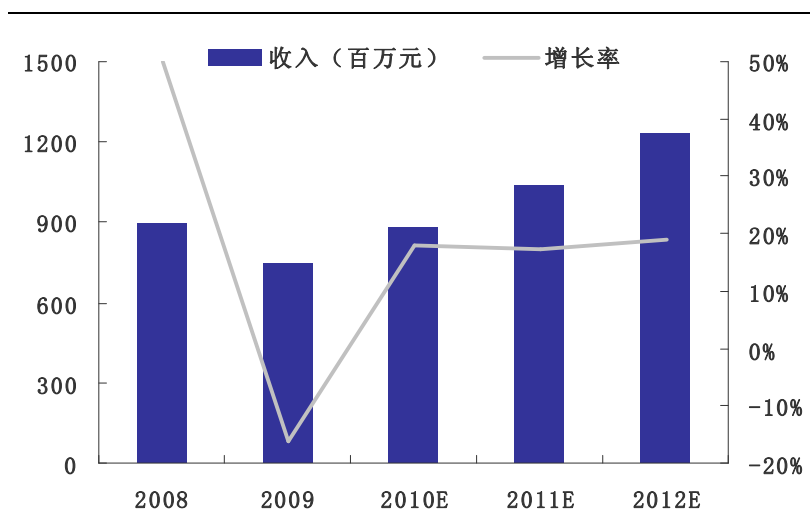
4. 公司利润增长将略快于收入

4.1. 收入稳定增长

- 城市化进程、公共设施投资增加促进电梯需求持续增长；
- 本土电梯整机厂商综合实力也在不断增强，公司作为国内领先企业可在市场份额上占优；
- 新的电梯客户的开拓；
- 公司正准备进入其它电梯部件。

基于以上前提我们认为，电梯行业虽然受房地产以及基建投资影响较大，但具有时滞性，因此除非持续的宏观调控，否则公司收入趋势不会改变。从其竞争力来看，其增速将位于行业增速范围（15 - 20%）的上端。

图 11 公司收入将稳定增长



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 毛利率随结构调整出现一定上升空间

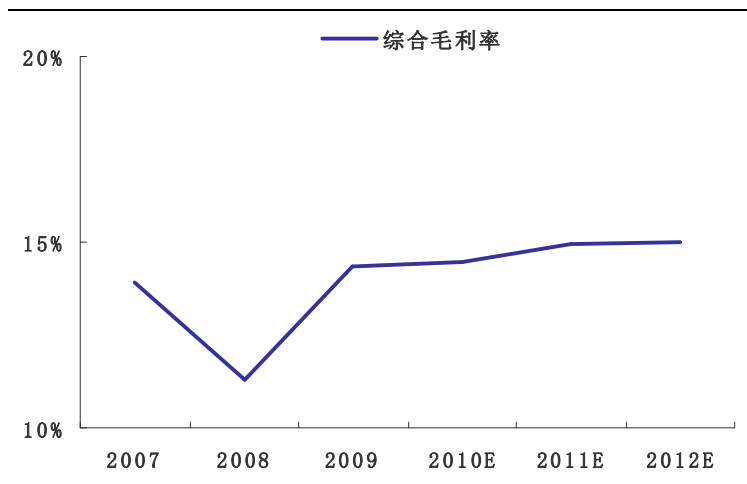
公司过往毛利率波动较大，08 年收入大幅增长但毛利率却下降 2.6 个百分点，09 年收入下降，但毛利率又回升到 07 年以前的水平。我们认为这一表现主要是出于以下几个原因：

- 公司生产电梯导轨的主要原材料为钢坯和卷板，占公司生产成本的 75-80%；
- 占公司收入比重较大的是实心导轨和导轨毛坯，其毛利率相对较低（2009 年分别为 15.8% 和 6.7%）；
- 定价中成本加成是主要考虑因素之一；
- 导轨产品在电梯成本中占比较小，价格传导机制相对通畅。

因此，原材料价格上涨带来的压力虽然易于转嫁，但在原材料大幅波动的年份中，其毛利率与一些收取固定加工费的产品类似，并不会保持稳定，但不会出现因原材料涨价过快而亏损的现象。

我们假设未来原材料价格相对稳定，则期毛利率也相对稳定，虽然未来竞争可能有所加大，但考虑到募集项目侧重于高精度产品（毛利率要高 5 个百分点以上），其产能提升的同时也给毛利率带来一定提升空间。

图 12 公司毛利率将相对稳定



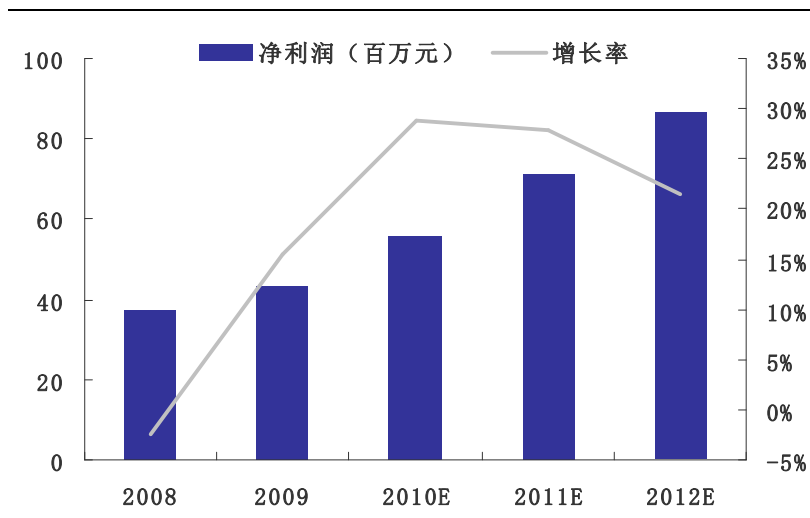
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

我们估算未来三年公司的收入增长在 18% 左右，毛利率稳中有升，2010-2012 年完全摊薄后的每股收益分别为 0.42 元、0.54 元和 0.66 元，复合增长率在 26% 左右。

图 13 公司净利润增速接近 30%



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

5.2. 估值

5.2.1. 可能存在的风险

- 宏观调控对房地产的负面影响如果持续，将影响公司产品需求；

- 如果未来钢价在短期内再次出现大幅波动也会对业绩产生明显影响;
- 公司目前 10% 的产品出口, 汇率波动对业绩有影响;
- 目前公司出口产品适用 15% 的退税率, 如果政策调整会对出口利润产生影响;
- 未来行业的竞争的激烈程度超预期

5.2.2. 可比公司估值

我们选取两家电梯生产企业作为可比企业, 以 5 月 25 日价格计算, 其 2010 年平均的动态市盈率分别为 32 倍和 13 倍。

由于公司与康力电梯同属民营企业, 其增长前景相对较好, 综合考虑相对整机企业配件公司可以给予一定溢价以及康力电梯与公司目前发行时市场环境的不同, 我们认为可以给予公司 2010 年 30 - 35 倍的动态市盈率。

表 3 2010 年 5 月 25 日可比公司估值情况

Name	Price	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E
康力电梯	26.80	26.94%	10.22%	33.93	26.50
上海机电	10.07	19.10%	7.34%	13.14	11.06

数据来源: wind, 安信证券研究中心

5.2.3. 公司定价

预计其上市首日 12.6 - 14.7 元之间, 对应的 2010 年动态市盈率在 30 - 35 倍之间。我们建议按 2010 年 26 - 28 倍动态市盈率申购, 对应的价格在 11 - 11.8 元之间。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-25

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	894.5	748.5	883.4	1,035.8	1,230.9	成长性					
减: 营业成本	793.6	640.9	755.6	881.2	1,046.2	营业收入增长率	50.0%	-16.3%	18.0%	17.3%	18.8%
营业税费	1.8	1.5	1.8	2.1	2.5	营业利润增长率	-2.4%	20.6%	44.4%	27.9%	21.5%
销售费用	16.7	17.2	20.3	23.8	28.3	净利润增长率	-2.5%	15.5%	28.8%	27.9%	21.5%
管理费用	13.0	16.1	19.1	22.4	26.6	EBITDA 增长率	23.2%	3.8%	24.5%	25.1%	18.0%
财务费用	28.1	21.3	12.2	11.0	11.6	EBIT 增长率	16.7%	2.8%	18.8%	22.6%	19.8%
资产减值损失	-1.3	-0.0	0.3	0.4	0.5	NOPLAT 增长率	17.2%	-1.5%	0.4%	22.6%	19.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.6%	2.5%	53.4%	20.6%	9.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	21.1%	19.5%	185.5%	8.4%	9.4%
营业利润	42.6	51.4	74.2	94.9	115.2	利润率					
加: 营业外净收支	3.0	0.7	-	-	-	毛利率	11.3%	14.4%	14.5%	14.9%	15.0%
利润总额	45.6	52.1	74.2	94.9	115.2	营业利润率	4.8%	6.9%	8.4%	9.2%	9.4%
减: 所得税	8.2	8.9	18.5	23.7	28.8	净利率	4.2%	5.8%	6.3%	6.9%	7.0%
净利润	37.4	43.2	55.6	71.1	86.4	EBITDA/营业收入	9.9%	12.3%	12.9%	13.8%	13.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	7.9%	9.7%	9.8%	10.2%	10.3%
货币资金	60.7	77.4	313.6	232.0	230.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	76	96	119	153	152
应收帐款	28.7	29.8	34.5	40.4	48.0	流动营业资本周转天数	72	88	93	100	97
应收票据	25.6	26.9	29.0	34.1	40.5	流动资产周转天数	124	149	181	190	159
预付帐款	67.3	47.0	47.0	47.0	47.0	应收帐款周转天数	21	15	14	14	14
存货	117.4	137.5	144.8	168.8	200.4	存货周转天数	45	62	58	55	54
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	233	286	333	369	332
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	181	226	245	279	270
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.8%	18.2%	8.2%	9.7%	10.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	7.1%	5.4%	6.5%	7.3%
固定资产	196.9	202.8	380.5	498.6	541.8	ROIC	15.1%	13.9%	13.6%	10.9%	10.8%
在建工程	0.2	0.4	0.2	0.1	0.1	费用率					
无形资产	85.4	83.7	78.2	73.1	68.3	销售费用率	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	管理费用率	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
资产总额	582.9	606.0	1,028.4	1,094.8	1,176.7	财务费用率	3.1%	2.9%	1.4%	1.1%	0.9%
短期债务	245.5	255.0	253.9	253.2	252.6	三费/营业收入	6.5%	7.3%	5.8%	5.5%	5.4%
应付帐款	36.4	25.2	31.5	36.7	43.6	偿债能力					
应付票据	9.0	20.0	20.7	24.1	28.7	资产负债率	65.9%	60.8%	34.1%	32.9%	31.7%
其他流动负债	11.1	7.7	8.4	8.4	8.4	负债权益比	193.2%	155.2%	51.7%	49.0%	46.4%
长期借款	60.0	40.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	0.92	0.97	1.83	1.63	1.70
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.56	0.55	1.37	1.10	1.10
负债总额	384.1	368.6	350.4	359.9	372.7	利息保障倍数	2.52	3.41	7.08	9.64	10.95
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	90.0	99.0	132.0	132.0	132.0	DPS(元)	-	0.05	0.08	0.11	0.13
留存收益	108.8	138.5	545.9	602.9	672.0	分红比率	0.0%	10.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	198.8	237.5	677.9	734.9	804.0	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	37.4	43.2	55.6	71.1	86.4	EPS(元)	0.38	0.44	0.42	0.54	0.65
加: 折旧和摊销	19.3	20.9	27.9	37.0	41.8	BVPS(元)	2.01	2.40	5.14	5.57	6.09
资产减值准备	-1.3	-0.9	0.3	0.4	0.5	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	18.4	28.1	21.4	12.2	11.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-5.5	-12.2	-5.3	-25.2	-32.7	CAGR(%)	23.9%	26.0%	23.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	76.8	73.8	90.7	94.5	107.5	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-41.3	-19.3	-200.1	-150.1	-80.1	ROIC/WACC	3.9	3.6	3.5	2.8	2.8
融资活动产生现金流量	-39.6	-37.7	351.6	-25.9	-29.5	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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；
- 推荐 — 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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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：200122

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