

分析师：齐求实，符彩霞
执业证书编号：A0220200010018
Tel：010-59355977
Email：qiqs@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100033)



普利特(002324.SZ)

——2010年业绩增长可期

投资要点

● 公司是生产汽车用改性塑料产品的企业，预计在今年年底将会达到近8万吨的生产能力，其中改性ABS、PC/ABS合金等高端产品的产量在国内企业中排名第一。

● 由于公司生产的改性塑料产品主要应用于汽车上，汽车行业的发展在一定程度上影响公司的业绩。但在当前国内需求的推动下，汽车行业的周期性可以认为是一种趋势整体向上的周期性体现。而且08年汽车市场销量仅增长6.7%，在汽车企业净利润同比大幅下滑的形势下，普利特净利润却实现了9.12%的增长。

● 公司募集资金到位后，目前具有23条生产线，生产能力达到6万吨，并最终达到12万吨的水平。未来公司增长点主要体现在提高新车型的订单水平；开拓日韩车系市场；增加出口等几个方面，力争把目前7%的国内市场占有率提高到10%。

● 我们预计公司2010—2012年业绩分别为0.9、1.23、1.36元，结合相对估值和绝对估值法，公司合理股价在45元附近。

● 风险：成本压力急剧上升；对我国汽车市场增速预计偏高。

化工

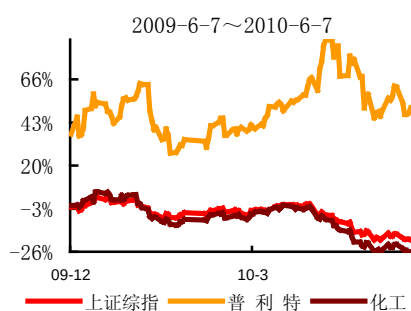
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	42

市场数据

市价(元)	33.95
上市的流通A股(亿股)	0.35
总股本(亿股)	1.35
52周股价最高最低(元)	28.0-44.01
上证指数/深证成指	2553.59/10187.20
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	489.59	756.73	945.67	1053.15
增长率(%)	34.67	54.57	24.97	11.36
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	96.07	121.95	165.43	183.40
增长率(%)	146.90	32.25	32.30	7.55
毛利率(%)	28.95	27.64	29.71	29.72
净资产收益率(%)	9.65	10.94	12.84	12.44
EPS(元)	0.94	0.90	1.23	1.36
P/E(倍)	47.71	37.72	27.60	24.96
P/B(倍)	4.60	4.20	3.77	3.40

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司概况	4
(一) 公司业务构成	4
(二) 公司经营情况	4
二、汽车行业波动对公司业绩影响低于预期	5
三、公司处于产业链中的优势地位	7
(一) 车用改性塑料产业链结构	7
(二) 改性塑料行业发展迅速	7
(三) 公司对竞争对手有部分优势	8
四、公司财务分析	8
(一) 公司盈利能力分析	8
(二) 公司三项费用分析	9
(三) 公司运营能力	10
(四) 公司资本结构与经营现金流	10
五、公司未来增长点较为明确	10
(一) 对于原有市场的深度挖掘	11
(二) 开拓日韩系汽车市场份额	11
(三) 海外市场空间巨大	11
(四) 新材料 TLCP 的推广	12
(五) 综合毛利率保持在 20%以上	12
五、公司盈利预测与估值	12
(一) 盈利预测	12
(二) 相对估值	13
(三) 绝对估值	14
1. 估值假设	14
2. 敏感性分析	14
六、风险因素	14

图表目录

图 1：公司产品收入占比	4
图 2：公司近年收入对比(百万元)	5
图 3：公司近年综合毛利率 (%)	5
图 4：近年我国汽车销量	5
图 5：国内汽车厂商营业收入（百万）	6
图 6：长安福特净利润（百万，通用福特净利未披露）	6
图 7：普利特近 4 年净利润对比	6
图 8：普利特上下游客户关系	7
图 9：公司 ROE（平均）、毛利率（%）	9
图 10：扣除非经常损益后的净利润 / 净利润（%）	9
图 11：三项费用 / 营业总收入（%）	9
图 12：存货、应收账款周转天数	10

图 13: 经营活动现金、资产负债率	10
图 14: 08 年公司收入地区分布	11
图 15: 09 年公司收入地区分布	11
表 1: 公司产品类别用途简介	4
表 2: 重要假设表	12
表 3: 盈利预测简表	13
表 4: 塑料制品板块上市公司估值对比	13
表 5: DCF 模型基本假设	14
表 6: 公司自由现金流预测	14
附录: 财务预测表	15

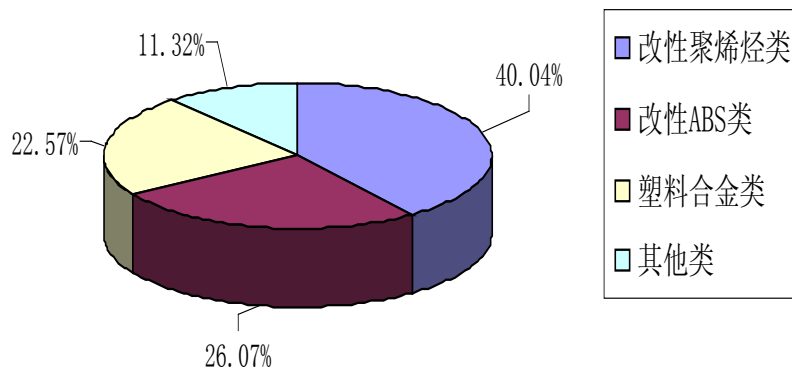
一、公司概况

公司是生产汽车用改性塑料产品的企业，预计在今年年底将会达到近 8 万吨的生产能力，其中改性 ABS、PC/ABS 合金等高端产品的产量在国内企业中排名第一。除专业从事高性能塑料复合材料研究、生产、销售之外，公司还为汽车企业提供零部件设计、选材等配套服务，是获得汽车行业相关资格认证最齐全的企业之一，并拥有多项发明专利。

（一）公司业务构成

公司几乎所有产品都应用于汽车行业，按塑料的不同种类可分为：改性聚丙烯（PP）、改性 ABS、PC（聚碳酸酯）合金以及其他类塑料制品，4 类产品在 09 年收入占比情况见图 1。

图 1：公司产品收入占比



数据来源：民族证券

由于性能与成本的原因，一般应用在汽车不同位置的塑料品种也有不同，如公司生产的 PC 材料主要用于轮毂盖、尾灯等，其它材料不能满足要求，毛利率较其它产品也较高。

表 1：公司产品类别用途简介

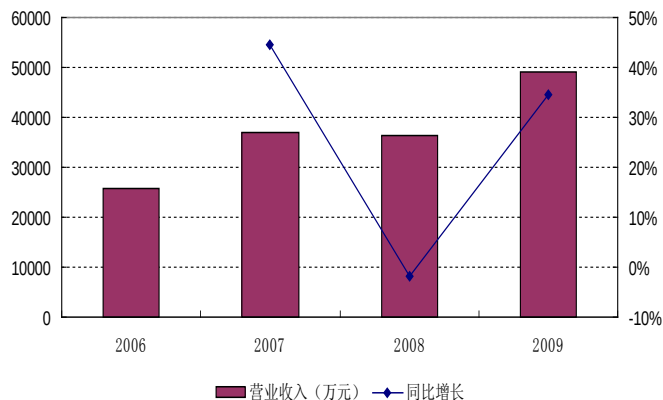
产 品	特 点	用 途
改性聚烯烃类	刚韧性好、耐热耐划痕、低气味	门内板、装饰柱、仪表板、座椅系统、
改性 ABS 类	高抗冲、耐热阻燃、抗紫外线	仪表盘、扶手、制冷和采暖系统、行李箱内衬、电子元器件
PC 合金类	成型性高、硬度大、涂饰性好	车轮罩盖、车身外板、尾灯灯体等内外装饰部件
其他	热塑性强、耐热耐腐蚀	散热器格栅、发动机周边部件

资料来源：民族证券

（二）公司经营情况

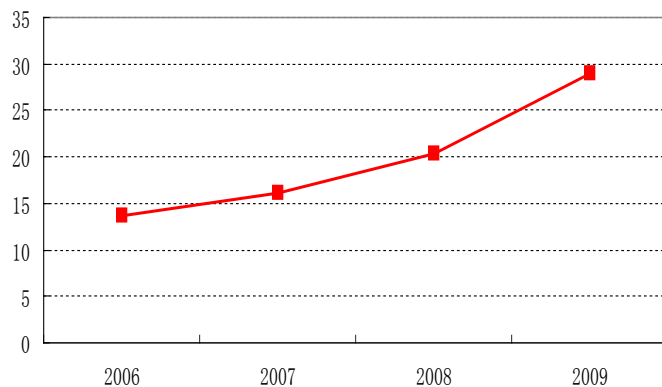
公司 2009 年各类产品合计收入为 4.89 亿元，比上年同期增长 34.67%，这主要是由于去年国内汽车消费市场大幅增长，使得公司的营业收入大幅提高。而公司随着自身产品质量性能的提高，以及在客户中的品牌效应逐渐显现，综合毛利率水平逐年上升。特别是在 08 年原材料价格大幅上涨的形势下，公司毛利率较上年提高了 4.3 个百分点。

图 2：公司近年收入对比(百万元)



资料来源：民族证券

图 3：公司近年综合毛利率 (%)



资料来源：民族证券

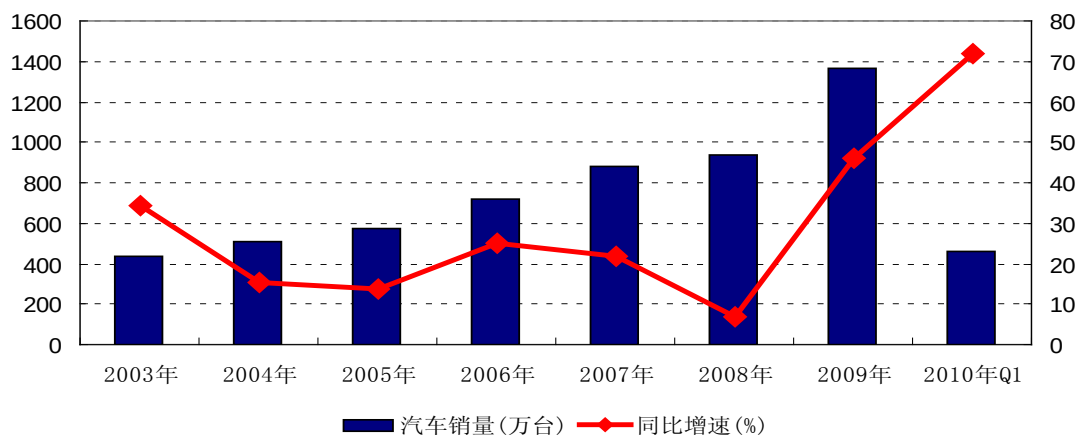
虽然汽车用改性塑料的生产过程并不复杂，但由于各家企业的配方互有不同，材料性能也相距甚远。所以公司凭借在下游汽车市场的多年努力，技术水平较高，对下游客户的议价能力也在逐渐提高，这也是今年公司有信心把综合毛利率保持在 20% 以上的重要原因。

二、汽车行业波动对公司业绩影响低于预期

由于公司生产的改性塑料产品主要应用于汽车上，汽车行业的发展在一定程度上影响公司的业绩。在 09 年汽车行业井喷式增长之后，市场对于 2010 年的汽车市场走势开始出现分歧。

09 年汽车市场的火爆行情很大一部分原因是 08 年市场的低迷，也可以说成是一种报复式的反弹，而在 2010 年汽车市场将回归正常的增长速度。

图 4：近年我国汽车销量



资料来源：民族证券

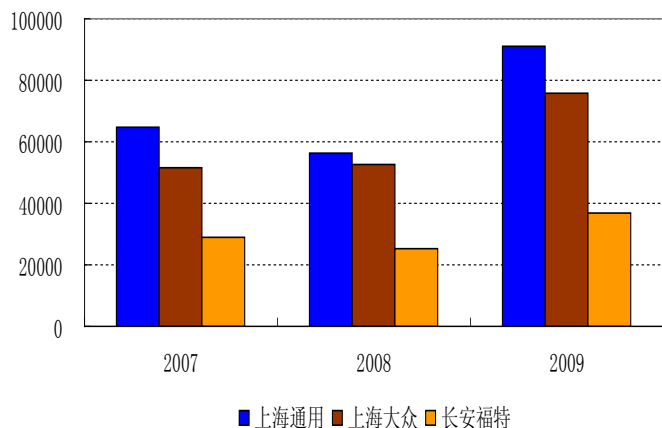
从一季度的数据看，国内汽车市场仍然较为火热，呈现淡季不淡的格局。市场所担心的库存向汽车终端销售商转移的情况并不明显，这主要还是由于当前我国正处于消费升级的最敏感时期，虽然国家对于汽车行业的政策较 09 年有所收紧，但家庭对汽车的渴求短时间内仍处于高增长的状态。在当前国内需求的推动下，汽车行业的周期性可以认为是一种趋势整体向上的周期性体现。

退一步讲，一季度 73.6% 的增长速度对于今年全年来讲可能偏高，但增速保持在 20% 以上

应该是最为保守的估计了。而且由于基数越来越大，虽然产、销量增速有所放缓，从汽车绝对销量来看还有很大空间，就算国内汽车市场以这样的速度发展，普利特也有一定的抗周期性。

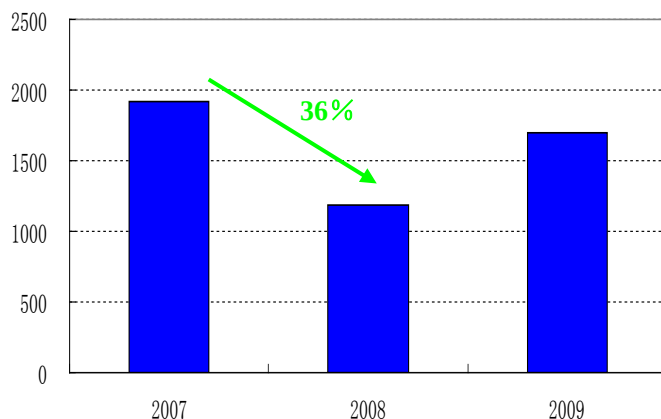
公司凭借改性塑料进入汽车市场已有近 10 年的时间，其中也经历过汽车行业的低谷，以 08 年为例，世界范围内的汽车厂商均遭到了沉重打击，如通用、福特的大幅亏损，但是这些公司在华业务基本没有受到亏损的压力，上海大众的收入还出现正增长。而公司客户主要是上海本地像通用、大众这样的大型中外合资企业。

图 5：国内汽车厂商营业收入（百万）



资料来源：公司公告、民族证券

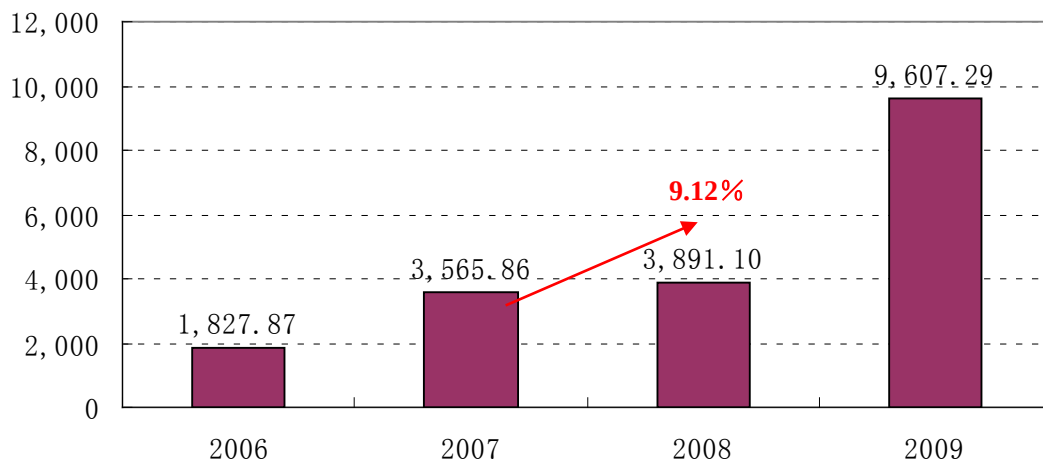
图 6：长安福特净利润（百万，通用福特净利未披露）



资料来源：长安汽车公告、民族证券

08 年汽车市场销量仅增长 6.7%，与此同时，在成本大幅上升的情况下，汽车企业净利润也同比大幅下滑，长安福特净利润下滑了 36%，其他汽车厂商也大概处于这样的水平，但是普利特在最困难的 08 年净利润却实现了 9.12% 的增长。

图 7：普利特近 4 年净利润对比



数据来源：民族证券

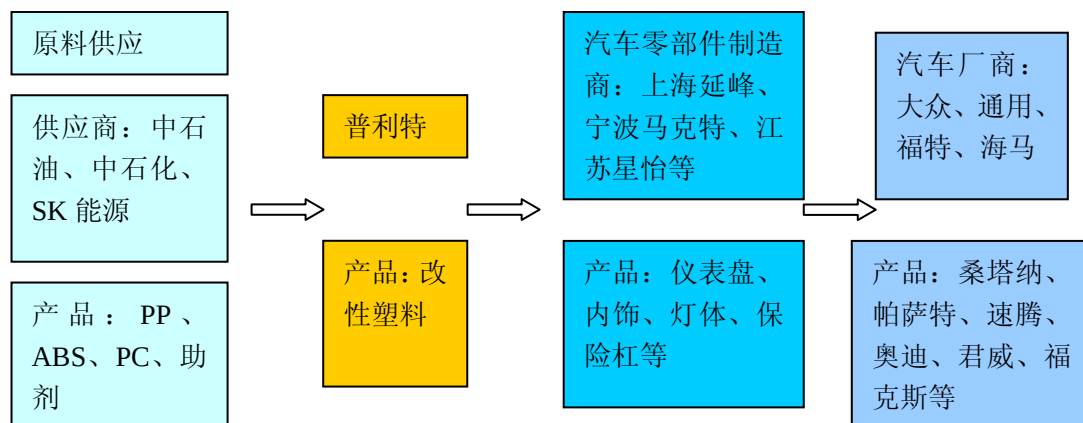
公司经过多年在汽车市场中的洗礼，对于回避行业系统性风险还是有一定经验的，另外随着公司成功 IPO 登录资本市场，为公司在业内又赢得了不少口碑，议价能力有了明显提高。

三、公司处于产业链中的优势地位

（一）车用改性塑料产业链结构

普利特是联系石化行业与汽车行业的纽带，公司采购原材料的渠道大部分来自于石化企业，下游汽车厂商对塑料产品进行招标，被纳入采购范围的公司再向汽车零部件制造企业供货，也就是说虽然公司的直接客户是零部件企业，但决定权在于大众、通用这样的大型汽车厂商。

图 8：普利特上下游客户关系



数据来源：民族证券

由于公司所需原料大部分属于基本石化大宗商品，供应十分充裕，尤其像公司用量最多的 PP 这种产品国际产能大幅增加，采购的选择面较大。另外对于原料价格的上升也基本可以传导到下游，这是因为公司在车用改性塑料行业有着很强的实力，高端产品市场占有率稳居行业首位，得到了终端客户的认可。

能够进入汽车厂商的采购范围需要得到多项资格认证，由于认证周期较长，所以汽车企业对原材料供应商更换成本较高，一般都是与之长期稳定的合作。这在一定程度上也导致了汽车厂商对改性塑料供应商的依赖，公司有多系列数十种产品进入到福特、大众等厂家的采购目录。

凭借强大的研发实力以及新产品的推出，公司已成功进入汽车厂商对零部件的设计工作之中，包括选材、制定材料标准等等。这种一系列服务解决了客户的开发需求，降低了他们的研发成本，依靠这种深度合作关系，公司具有其他竞争对手不具备的优势地位。

（二）改性塑料行业发展迅速

塑料以其重量轻、可塑性强、制造成本低、功能广泛，能使汽车在轻量化、安全性和制造成本等几方面获得更多的突破，从而成为了现阶段汽车工业最好的材料选择。作为汽车轻质材料，塑料及其复合材料不仅可减轻零部件约 40% 的质量，而且还可使成本大幅降低，所以近年来塑料在汽车中的用量迅速上升。据国外相关公司统计，2008 年从全球平均水平来看，汽车塑料部件的重量仅占整车重量的 11%，每辆汽车平均塑料用量大约 160kg，预计 2012 年塑料部件在整车重量中的比重将进一步提高到 20% 以上，长期来看塑料部件部分取代钢铁部件的趋势不会改变。

近年来我国轿车产量占汽车总量的比例约为 75% 左右，轿车是汽车行业应用塑料最多的一个细分车型。国内一些轿车的塑料用量也已经达到 120 千克/辆。今后我国轿车市场销量将

长期保持在 1000 万辆，在不提高塑料用量比例的情况下就可以消耗塑料 120 万吨。随着汽车轻量化进程的加速，塑料在汽车中的应用将更加广泛，汽车构件中材料的相互替代作用将继续驱动汽车用塑料的增长，我国塑用汽配还处于起步阶段，因此塑用汽配将成为今后塑料产业发展中的重点之一。未来五年改性塑料在汽车领域的应用仍将保持 15% 以上的增长率，到 2015 年汽车用改性塑料市场容量将达到 250 万吨以上。

（三）公司对竞争对手有部分优势

虽然从事塑料配件的公司很多，同样以改性塑料为主要产品的企业并不多，普利特经过近几年的快速发展已经处于汽车用改性塑料这个细分行业的龙头地位。

同样经营车用改性塑料的企业还有北京聚菱燕，目前聚菱燕拥有 7 条生产线，年产 2.9 万吨塑料共混合金材料，产品也主要应用于内饰、仪表盘、保险杠、车灯等汽车零部件。技术依托于日本三菱化学，原料使用燕山石化 PP 树脂，主要客户为北方的汽车厂商，包括：北京现代、北汽福田、郑州日产、天津一汽、东风汽车、昌河铃木等等，也是普利特将会在未来注重发展的日韩系汽车品牌主要车用塑料供应商。目前其客户结构与普利特完全不同，但是公司今后如需发展日韩厂商业务，是会产生竞争的。从技术上看，三菱并没有把全部核心技术交给聚菱燕，也没有独立的知识产权，公司与之相比在技术上并不落后，今后将主要面临市场营销方面的问题。

上海杰事杰的业务量较大，拥有遍布全国 20 多个大中城市的销售网络，服务于汽车、电工、电器、蓄电池等领域知名用户，如北京现代、悦达起亚、通用、比亚迪、TCL、三菱电机、日立、松下、韩国三星、LG、伊莱克斯、博世等合作伙伴。杰事杰改性塑料年产量 20 万吨，其中合肥杰事杰拥有亚洲单体最大的年产 8.4 万吨工程塑料及高分子复合材料的研发生产基地，辽宁杰事杰等分公司主要从事/纤维复合结构板材等复合材料之类的非车用改性塑料。综合来看杰事杰只有 60% 产品用于汽车行业，普利特在募投项目完全达产后规模并不逊色；而杰事杰多而杂的业务方式与普利特对汽车行业专而精的服务有一定的区别，普利特对于汽车厂商技术问题的整体解决方案可以占据一定的优势。

其他公司如锦湖日丽等生产能力不高，且近期没有它们新增项目、新技术等方面的消息，普利特对其有一定的竞争力。

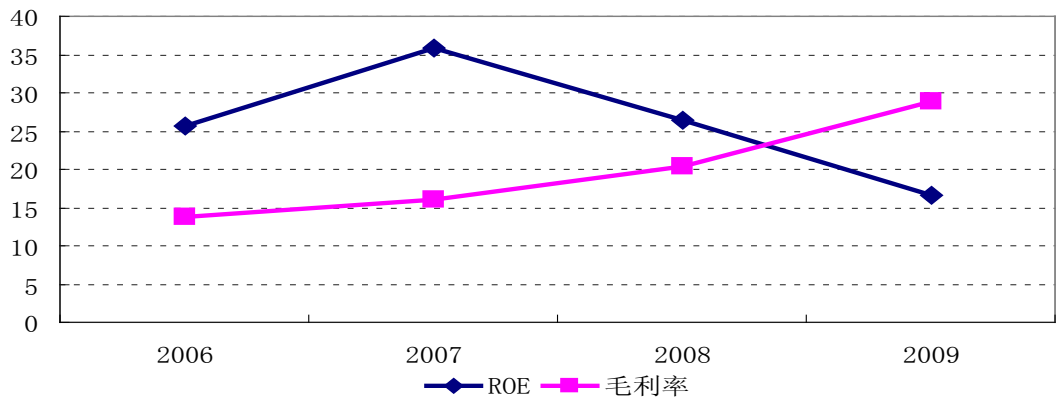
四、公司财务分析

（一）公司盈利能力分析

公司 ROE 水平大幅下降主要是 08 年的整体经济环境不景气以及 09 年公司 IPO 募集资金的到位导致净资产大幅增长造成的。随着公司新上项目的推进产生收益，ROE 水平将在 2010 年有所回升，我们预计今年 ROE（摊薄）将达到 12% 左右。

公司毛利率也是在逐年提高，我们认为这一方面是由于高附加值产品的增长，另一方面是公司对于下游客户的议价能力有了一定的提高。但是由于 09 年的原材料成本等等毕竟还是比较低的，在今年有可能达不到去年近 30% 的水平，但仍有安全边际。

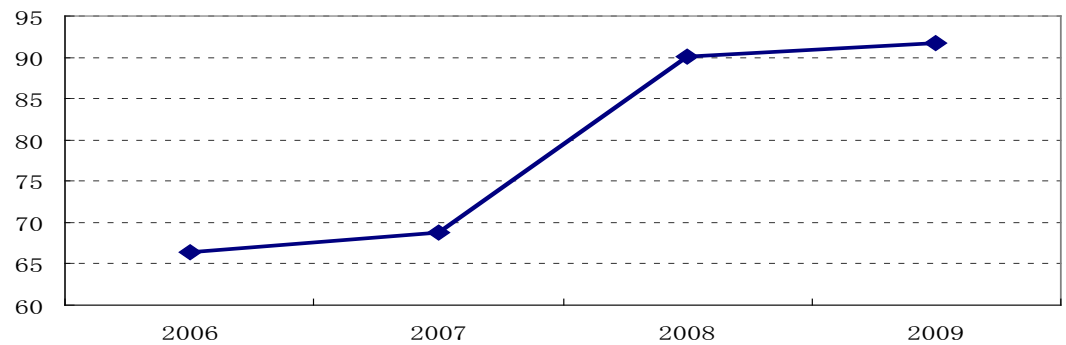
图 9：公司 ROE（平均）、毛利率（%）



数据来源：民族证券

近两年公司非经常损益占净利润比重均在 90% 以上，公司所有业务均紧紧围绕着汽车用改性塑料这一核心。

图 10：扣除非经常损益后的净利润 / 净利润 (%)

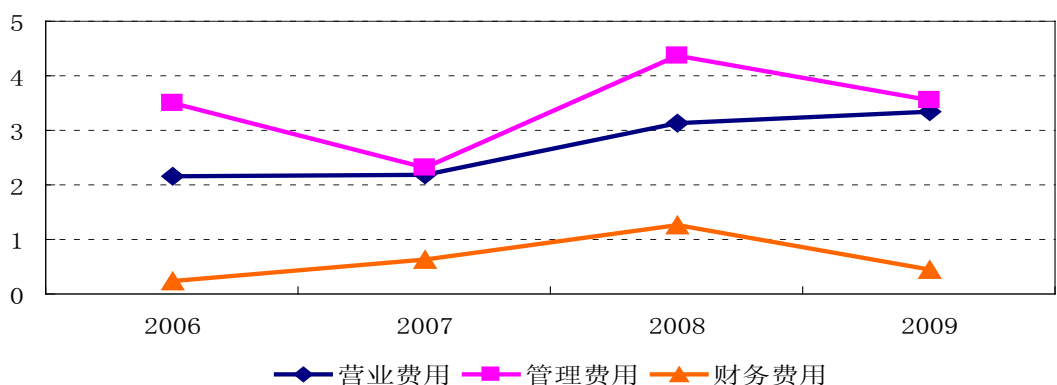


数据来源：民族证券

（二）公司三项费用分析

对于一家上市之前总资本只有 3 个亿的一家公司来说，如今达到 10 亿以上之后，公司的管理费用、以及营业费用将会有所上升，但仍处于行业平均水平。公司的短期、长期借款等负债较少，IPO 之后财务费用更是大幅下降，预计未来几年之内公司财务方面暂时没有压力。

图 11：三项费用 / 营业总收入 (%)

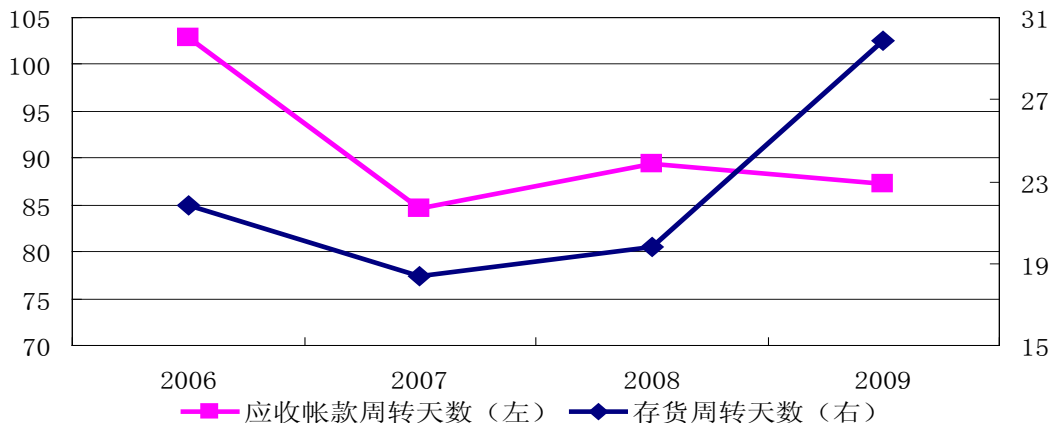


数据来源：民族证券

（三）公司运营能力

公司加强了应收账款的管理和催收工作，应收账款余额处于健康合理范围之内；通过合理预计原材料及产成品安全库存，减少不必要的采购，但由于 2009 年生产销售规模同比大幅上升，公司适度地增加了存货的安全库存，而在 2008 年末为因对金融危机控制库存，使得去年存货周转天数增加。未来公司将控制库存的增加，适当延长付款周期。

图 12：存货、应收账款周转天数

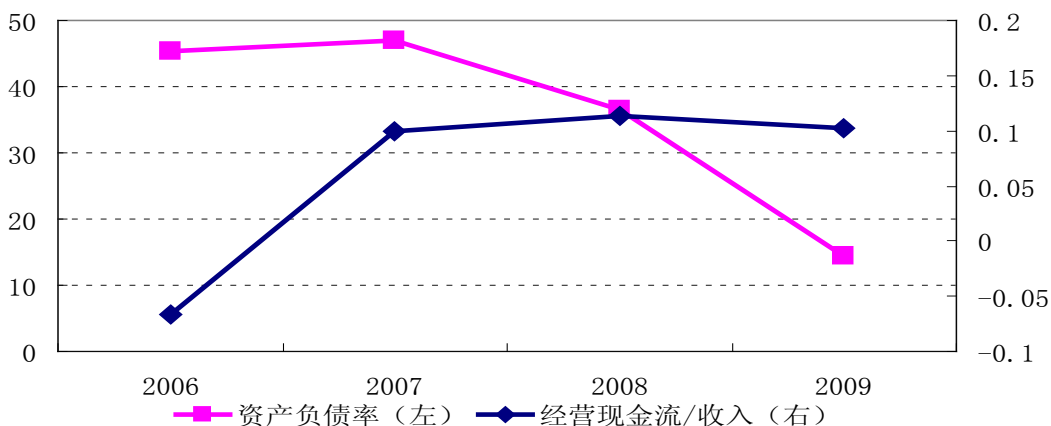


数据来源：民族证券

（四）公司资本结构与经营现金流

公司募集资金到位后，资产负债率降到 15% 以下，偿债风险较小。另外公司近年来经营活动现金流较为稳定，处于良好的发展态势。

图 13：经营活动现金、资产负债率



数据来源：民族证券

五、公司未来增长点较为明确

公司公开发行股票之前主要受制于产能严重不足，募集资金到位后，公司也逐步开始了扩张计划。2009 年公司新建造的厂房投入使用，自有厂房面积比上年同期增加 160%，新购建的高性能生产线陆续完成安装调试，形成具有 23 条生产线，生产能力达到 6 万吨，比上年同期增长 70%。新增的生产线在多个环节实现了自动化，提高和稳定了产品的品质，使公司制造

的产品更能满足汽车工业日益提升的品质要求。

2010 年末，我们预计公司汽车用改性塑料产能将达到近 8 万吨/年，并最终达到 12 万吨的水平。由于拥有稳固的客户需求，市场完全有能力消化这些新增产能，主要体现在以下几个方面。

（一）对于原有市场的深度挖掘

公司凭借市场经验和技术优势整合各大类产品，从源头介入汽车公司新车型的设计和选材，以达到整车供应和全部件覆盖，多种材料满足差异化需求，从而提升公司产品的市场占有率。

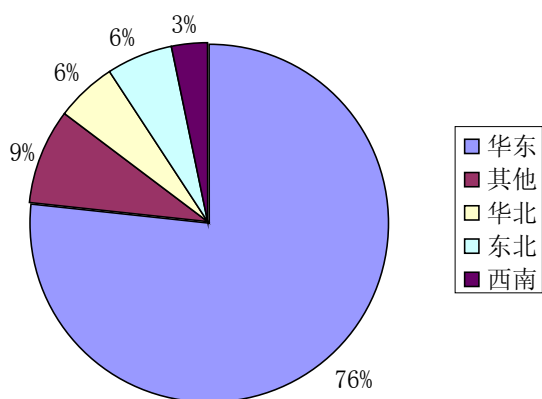
一汽大众、上海大众、上海通用三家公司主要客户在 2010 年的销售目标分别为 82、83、85 万辆，较 09 年 70 万辆左右水平有 18% 的增长幅度。另外汽车厂商保持市场增长的一个重要手段就是持续推出新车型，在推新的过程中就要对这种新车型所用材料进行招标，公司上市后的品牌效应得以体现，相比以前在招标时更容易获得订单，而如前面我们提到的，一旦进入某一畅销车型的采购范围，给公司带来的回报将会有持续性。

公司去年在长春、北京、重庆、广州四地设立了办事处，分别负责东北、华北、西南、华南的目标市场。公司在上海地区的市场占有率已经达到 25% 左右，具有决定性的优势，也增加开拓外地市场的信心。4 个地区的办事处将有效的将客户对公司产品的反馈、供应保障等方面信息及时、有效的反应到公司，实现公司“市场制高，速度为先”的营销战略。

（二）开拓日韩系汽车市场份额

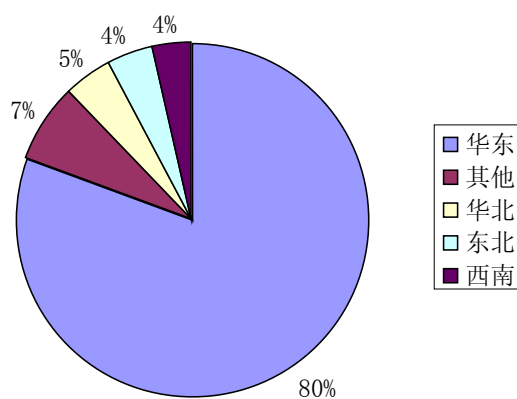
公司在北京、广州设立了办事处另一方面的原因还出于达到进入日韩车系厂商供货体系的目的。在这两个地区有诸如北京现代、广州本田、广州丰田等大型日韩系汽车厂商。从公司供应的产品角度说，应用在欧美系汽车与日韩系汽车并没有差别。

图 14：08 年公司收入地区分布



资料来源：公司公告、民族证券

图 15：09 年公司收入地区分布



资料来源：长安汽车公告、民族证券

只是之前由于公司规模较小，产品销售渠道主要针对的是上海本地市场，09 年收入增长最快的区域也是体现在上海、江浙地区，而在上海并不是日韩系厂商的根据地。公司的外地机构将开展对上述日韩企业的服务工作，这一业务的突破将给公司带来大幅增长潜力。

（三）海外市场空间巨大

公司的海外业务主要是与 SABIC 的合作，2009 年共为其提供超过 800 吨的汽车用改性塑料产品，但当前还处于初步合作的状态，占公司营业收入比重还非常小。SABIC 是世界第五大石化产品制造商，公司生产的产品基本得到了 SABIC 的认可，未来将加大从公司采购的份额。公司也把产品出口作为未来发展的重点，积极谋求与更多国际知名企业的全面合作，让更多的普利特产品进入国际市场。

公司目前在全国车用改性塑料中的市场份额不到 7%，随着募投项目的推进 2-3 年之内达到 10% 的水平应该不成问题，2010 年公司营业收入将有 50% 以上的增长。

（四）新材料 TLCP 的推广

热致性液晶聚合物（TLCP）是一种在一定物理条件下能出现既有液体的流动性又有晶体的物理性能各向异性状态的高分子物质。热致性液晶聚合物由于具有优异的综合性能，被广泛用于化学工业、电子通讯、军工机械、航空航天等高端领域中，在汽车工业中 TLCP 可以制造燃烧系统元件、隔热部件。TLCP 在实验室被开发的品种已达几十例，但真正实现工业化的并不多。目前全球市场需求有 6 万吨/年，而且增长速度较快，美国是 TLCP 的主要生产国，其产量约占世界总产量的 80%，其次是日本和德国，我国 TLCP 全部依靠进口。

公司 TLCP 项目已具备量产能力，按计划最终将达到 5000 吨/年的生产能力，由于掌握这种产品技术的公司凤毛麟角，毛利率水平非常之高，目前处于市场开拓时期。TLCP 项目如能正常推进，将会极大的吸引眼球。

（五）综合毛利率保持在 20% 以上

09 年原油全年均价只有 67 美元，公司综合毛利率接近 30%，而今年的原油均价已经达到 80 美元上方，所以公司今年的成本较去年会有所上升。如今公司为了保持毛利，已经把规定指标分配到了下属部门。

一季度公司订单充足，每月平均有 5000 吨左右的销量，毛利率在 21% 左右，而随着公司毛利率较高的 PC 合金等产量的增加，从全年来看，原材料价格上涨对于公司的影响不会很大。

五、公司盈利预测与估值

（一）盈利预测

根据公司募投项目推进程度和经营情况，对公司 3 年内主营业务假设见下表。

表 2：重要假设表

产 品	2010E	2011E	2012E
改性聚烯烃类			
销量（吨）	28,200	33,600	40,320
产品价格（元/吨）	1.2	1.22	1.14
毛利率	22.00%	25.00%	25.00%
改性 ABS 类			
销量（吨）	12,000	14,400	15,500
产品价格（元/吨）	1.8	1.8	1.8
毛利率	36.00%	34.00%	34.00%
塑料合金类			

销量（吨）	7,000	8,400	9,660
产品价格（元/吨）	2.45	2.70	2.70
毛利率	35.00%	35.00%	35.00%
其他类			
销量（吨）	3,015	3,300	3,520
产品价格（元/吨）	1.5	1.5	1.5
毛利率	22.00%	22.00%	20.00%

资料来源：民族证券

表 3：盈利预测简表：

单位（万元）	2010E	2011E	2012E
营业总收入	75673.57	94567.93	105314.89
营业成本	55637.31	67790.58	75601.63
销售费用	2270.21	2837.04	3159.45
管理费用	3480.98	4350.12	4844.48
财务费用	300.00	280.20	280.20
资产减值损失	37.84	47.28	52.66
投资净收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	13947.24	19262.70	21376.47
营业外收支	400.00	200.00	200.00
利润总额	14347.24	19462.70	21576.47
所得税	2152.09	2919.40	3236.47
净利润	12195.15	16543.29	18340.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	12195.15	16543.29	18340.00
每股收益（元）	0.90	1.23	1.36

数据来源：民族证券研发中心

（二）相对估值

目前申万二级塑料板块上市公司平均动态市盈率达到 46 倍，公司 50 倍 PE 水平略高于平均水平，但考虑到公司未来 2-3 年内的高成长性，以及自身高新技术含量较高等特点，给予公司 50 倍 PE 并不过分，按 2010 年 0.9 元业绩计算，公司合理股价在 45 元附近。

表 4：塑料制品板块上市公司估值对比

证券代码	证券简称	动态市盈率
000407.SZ	胜利股份	17.3
000665.SZ	武汉塑料	298.6
000973.SZ	佛塑股份	145
002002.SZ	ST 琼花	122
002108.SZ	沧州明珠	21
002243.SZ	通产丽星	38.5
002263.SZ	大东南	53.3
002343.SZ	禾欣股份	38.1
002382.SZ	蓝帆股份	54.8
600143.SH	金发科技	46

600260.SH	凯乐科技	26
600481.SH	双良股份	37
002324.SZ	普利特	50.6
平均		46

资料来源：民族证券

（三）绝对估值

1. 估值假设

根据下表假设，得到公司 WACC=6.8%，永续增长率 $g=4.5\%$ ，公司股价在 39 元附近。

表 5：DCF 模型基本假设

永续增长率 g	4.50%	市场风险溢价	5.0%
无风险利率	3.00%	边际税率	30.0%
Beta	1.20	付息债务比重	30%

资料来源：民族证券

表 6：公司自由现金流预测

科目（万元）	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	11,880	15,717	16,905	18,547	24,516
资产减值损失	38	47	53	59	73
折旧摊销	1,190	2,415	3,406	4,383	4,973
资本支出	(19,130)	(16,898)	(17,175)	(9,347)	(4,973)
营运资本支出	(47)	(3,012)	(818)	(3,280)	(4,654)
公司自由现金流	(6,069)	(1,730)	2,371	10,362	19,935

资料来源：民族证券

2. 敏感性分析

对永续增长率 g 在 3.5%~5.5%，WACC 在 6.4%~7.4% 范围内进行敏感性分析，得出估值结果的合理范围为 33~47 元。

表 7：公司估值敏感性分析

$g/wacc$	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%
3.5%	33.66	31.49	29.58	27.89	26.40	25.06
4.0%	39.00	36.00	33.43	31.22	29.29	27.59
4.5%	47.15	42.67	38.97	35.87	33.24	30.99
5.0%	61.12	53.50	47.58	42.85	39.00	35.80
5.5%	90.62	74.18	62.81	54.49	48.14	43.14

资料来源：民族证券

六、风险因素

- 1、原油价格大幅上涨，成本压力急剧上升。
- 2、对我国汽车市场增速预计偏高。
- 3、公司募投项目推进不利，新项目市场开拓不能顺利进行。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	108478.19	99707.15	100344.22	102665.50
现金	84667.63	76588.89	71978.51	71077.15
应收账款	18766.00	18037.26	22540.85	25102.45
其它应收款	48.44	41.46	51.82	57.71
预付账款	592.13	539.04	673.63	750.19
存货	4403.98	4500.48	5099.41	5678.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	8019.46	25968.80	40465.02	54241.64
长期投资	325.00	325.00	325.00	325.00
固定资产	7389.88	25329.41	39812.41	53581.50
无形资产	261.42	261.42	261.42	261.42
其他	43.16	52.97	66.20	73.72
资产总计	116497.64	125675.95	140809.25	156907.14
流动负债	16139.61	15108.10	17390.59	19848.13
短期借款	5000.00	4670.00	4670.00	4670.00
应付账款	9178.55	8250.89	10016.69	12167.14
预收款项	367.84	750.08	910.61	1013.93
其他应付款	420.53	75.01	91.06	101.39
其他	1172.69	1362.12	1702.22	1895.67
非流动负债	792.37	1455.96	1819.49	2026.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	792.37	18.16	22.70	25.28
递延所得税负债	0.00	1437.80	1796.79	2000.98
负债合计	16931.98	16564.06	19210.07	21874.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	99565.66	109111.89	121599.18	135032.75
负债和股东权益	116497.64	125675.95	140809.25	156907.14

现金流量表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	9607.29	12195.15	16543.29	18340.00
折旧摊销	328.69	881.42	1316.16	1584.85
财务费用	221.17	300.00	280.20	280.20
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-4782.73	-47.05	-3012.25	-817.75
其它	-701.81	640.49	345.77	196.67
投资活动现金流				
资本支出	-4688.61	-19129.62	-16898.20	-17175.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流				
短期借款	1664.22	-316.71	4.53	2.58
长期借款	73284.00	-2439.03	-3308.66	-3668.00
其他	0.00	-300.00	-280.20	-280.20
现金净增加额	74674.31	-8078.74	-4610.38	-901.36

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48959.00	75673.57	94567.93	105314.89
营业成本	34689.10	55637.31	67790.58	75601.63
营业税金及附加	233.63			
营业费用	1635.25	2270.21	2837.04	3159.45
管理费用	1738.09	3480.98	4350.12	4844.48
财务费用	221.17	300.00	280.20	280.20
资产减值损失	-36.75	37.84	47.28	52.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,089.85	13947.24	19262.70	21376.47
营业外收支	864.81	400.00	200.00	200.00
利润总额	11248.26	14347.24	19462.70	21576.47
所得税	1640.96	2152.09	2919.40	3236.47
净利润	9607.29	12195.15	16543.29	18340.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	9607.29	12195.15	16543.29	18340.00
EBITDA	10896.56	15166.49	20906.34	23294.18
EPS（元）	0.71	0.90	1.23	1.36

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	34.67	54.57	24.97	11.36
营业利润	126.10	24.21	30.81	7.58
归属母公司净利润	146.90	32.25	32.30	7.55
获利能力				
毛利率	28.95	27.64	29.71	29.72
净利率	19.62	15.77	16.51	15.94
ROE	9.65	10.94	12.84	12.44
ROIC	8.53	10.31	12.28	11.93
偿债能力				
资产负债率	14.53	13.18	13.64	13.94
流动比率	6.72	6.60	5.77	5.17
速动比率	6.45	6.30	5.48	4.89
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.60	0.67	0.67
应收帐款周转率	4.13	4.20	4.20	4.20
应付帐款周转率	3.78	6.64	6.64	6.08
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.90	1.23	1.36
每股经营现金	0.37	1.04	1.16	1.47
每股净资产	7.38	8.08	9.01	10.00
估值比率				
P/E	47.71	37.72	27.60	24.96
P/B	4.60	4.20	3.77	3.40
EV/EBITDA	43.08	31.46	23.17	20.95

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn