

未来五年看自主品牌和国内市场开拓

报告关键点:

- 公司是手工具行业龙头，正处于品牌、市场转型期，扩产带来的增长相对明确
- 我国手工具在国外已有一定市场占有率，国内高端市场正在培育
- 建议的询价区间为25.6-27.6元，对应的2010年动态市盈率为26-28倍

报告摘要:

- 公司是手工具行业龙头，竞争优势明显。目前公司在全球手工具行业排名第6，是我为手工具行业的龙头。公司自有品牌已成为国际上较为知名的工具五金品牌之一，具备较强的供应链整合和管理能力，直接面向终端零售商的销售架构已经成型，而对手工具企业来讲，渠道、技术是主要竞争力的体现，与国内企业相比公司技术领先；我国的劳动力成本低、五金工具的配套强，与国外企业相比公司则有明显的成本优势。
- 我国手工具在国外已有一定市场占有率，国内高端市场正在培育。目前我国手工具出口额在50亿美元以上，在全球市场占了近13%的份额。工具五金行业属于劳动密集型，我国具有较强的竞争优势，市场占有率有上升空间。虽然目前国内工具五金行业集中度较低，高技术含量的品种只能依靠进口，但我们认为但随着国内消费水平的以及企业产业升级，无论是供给还是需求均有利于高端市场的培育，而这有利于龙头公司的市场开拓。
- 公司正处于品牌、市场转型期，扩产带来的增长相对明确。我们认为公司正处于自主品牌推广以及从国外市场向国内市场回归的转型期，这一过程虽然比较漫长，但均有利于公司提升长期竞争力、打开更大的市场空间，在这一背景下，扩产带来的业绩增长相对明确。并且这一漫长的转型期可以通过合适的收购来缩短。
- 毛利率有上升趋势，存货周转率也将维持相对较高。公司过往三年毛利率明显上升，主要是公司议价能力较强，加上未来自制比重、自有产品比重的提升，毛利率有进一步上升的趋势。公司外协模式及高效管理使得公司的存货周转率可以维持较高水平。
- 未来三年复合增长率在22%左右，建议的询价区间为25.6-27.6元，对应的2010年动态市盈率大约为26-28倍。我们预计未来三年公司的EPS分别为0.98元、1.20元和1.52元，净利润复合增长率22%左右。结合可比公司的平均估值水平以及公司的增长态势，我们认为公司估值适用的2010年动态市盈率在30-33倍之间，按此计算预计上市后合理价格在29.5-32.5元之间；我们建议的询价价格为25.6-27.6元之间，对应的2010年动态市盈率大约为26-28倍。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,927.6	1,564.3	1,879.8	2,322.8	2,858.8
Growth(%)	32.6%	-18.8%	20.2%	23.6%	23.1%
净利润	166.0	215.3	249.5	303.0	386.5
Growth(%)	154.1%	29.7%	15.9%	21.4%	27.6%
毛利率(%)	20.5%	26.9%	26.1%	26.4%	26.7%
净利润率(%)	8.6%	13.8%	13.3%	13.0%	13.5%
每股收益(元)	0.87	1.13	0.98	1.20	1.52
每股净资产(元)	2.01	3.17	9.44	10.42	11.67
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	44.5%	36.5%	10.6%	11.7%	13.3%
ROIC(%)	122.1%	98.2%	65.2%	36.5%	28.8%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

建议询价区间:

25.60 - 27.60 元

上市首日定价区间:

29.50 - 32.50 元

报告日期: 2010-06-23

发行数据

总股本(万股)	19,000
发行数量(万股)	6,350
网下发行(万股)	1,270
网上发行(万股)	5,080
保荐机构	第一创业证券有限责任公司
发行日期	2010-06-30
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

杭州巨星投资控股有限公司	64.34%
仇建平	23.05%
王玲玲	6.83%
王蓓蓓	1.71%
林箭行	.47%
王晔	.24%
章玲	.24%
池晓衡	.24%
林英	.24%
陈克强	.24%

研究员

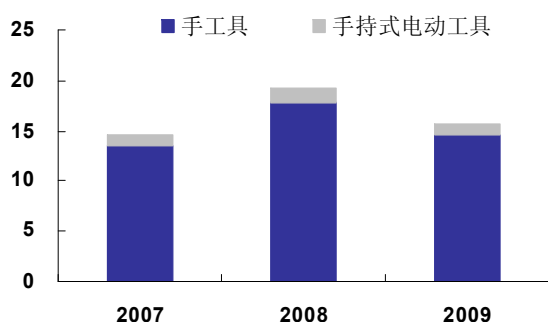
林晟	行业分析师
0755-82558022	linsheng@essence.com.cn
证书编号	S1450209090270

1. 公司简介

1.1. 公司主营手工具和手持式电动工具

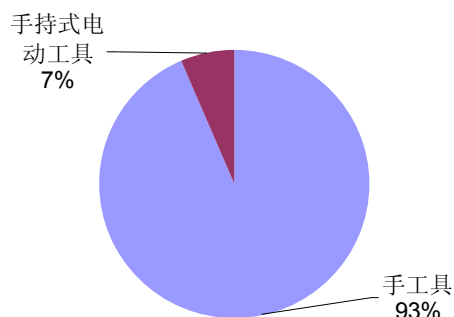
- **公司现状:** 公司主营业务是从事手工具、手持式电动工具的研发、生产和销售,是我国工具五金行业中手工具产品的龙头企业。主要消费群体为家庭,产品主要用于房屋、花园、家庭车库等维修改建。公司具有较强自主创新能力,是我国工具五金行业中手工具产品的龙头企业,出口总额居行业前列,是欧美众多大型手工具产品销售商在亚洲最大的手工具供应商。2006-2008 年连续三年在中国五金交电化工协会的全国手工具行业调研中,销售额和出口额两项指标均排名行业第一,并在 2008 年被中华全国工商业联合会评选为 2007 年度中国民营企业 500 强。
- **公司产品具体类别:** 公司手工具系列产品包括螺丝批、手工锯、钳类、锤类;折叠刀、实用刀、单开刀、美工刀等刀具;家用组合工具、汽车组合工具、船用组合工具等;角尺、直尺、水平尺等量具;探照灯及手电筒等照明工具;工具包等其他产品;手持式电动工具产品包括锂电钻、电锯、电动螺丝批、磁砖切割机等。
- **主营业务收入受金融危机影响而波动。** 2007-2009 年,公司主营业务收入分别为 14.49、19.25 和 15.63 亿元,净利润分别为 0.72、1.70 和 2.19 亿元,2009 年公司收入下降主要是受危机影响。其中,2009 年手工具占主营业务收入的 93.47%,手持式电动工具占 6.53%。

图 1 公司 2007-2009 年营业收入情况(单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 2 2007-2009 年公司分项业务占比变化

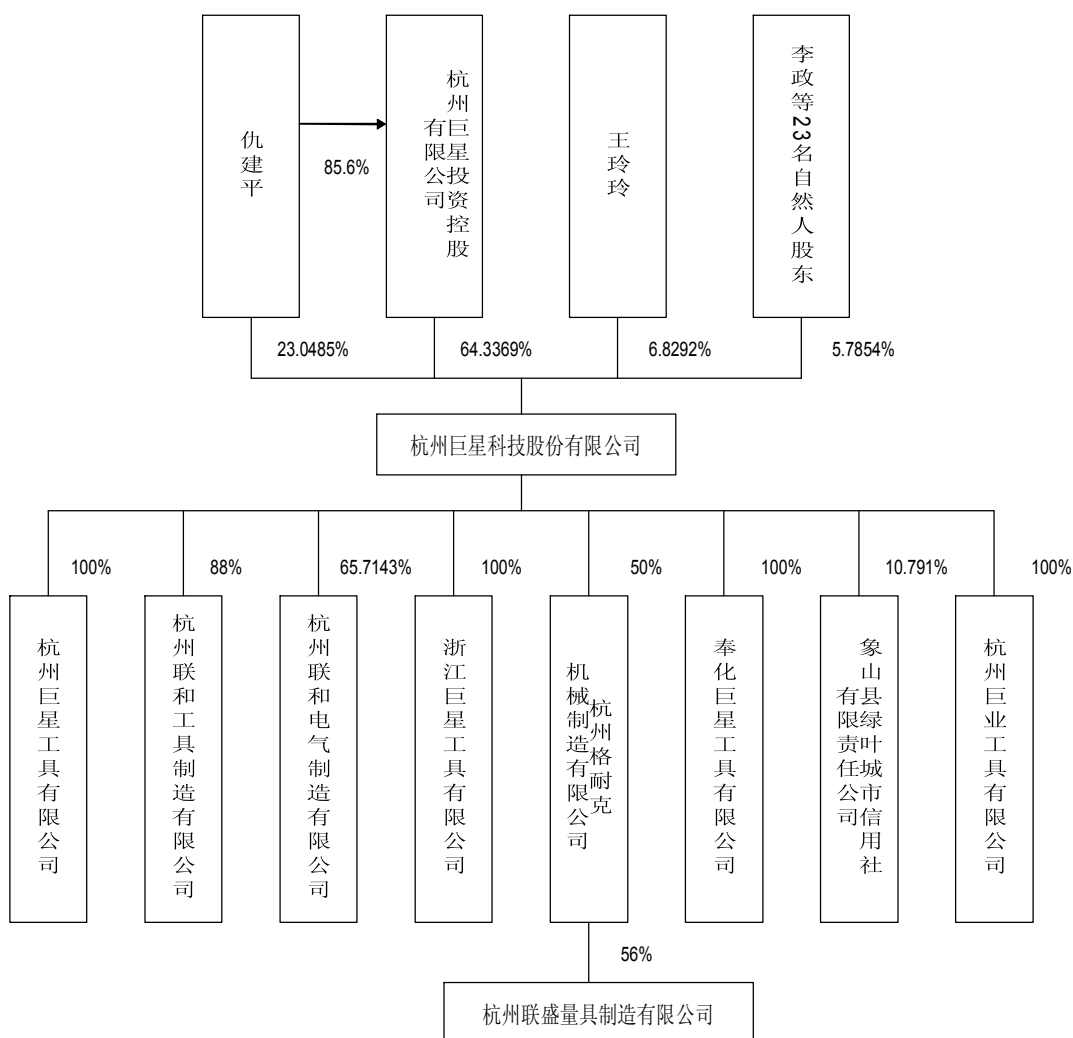


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. 公司组织架构

- 2001 年 8 月, 仇建平等 5 名自然人共同出资设立巨星有限, 2008 年整体变更为股份公司。目前, 仇建平先生担任董事长, 总裁。本次发行前后, 仇建平夫妇均处于绝对控股地位。仇建平是相关机械铸造专业出身, 除公司外还控股 6 家企业。

图 3 公司当前结构



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 公司竞争优势

- **与国内企业相比有技术优势。**与国内绝大多数工具五金企业相比，公司具有较强的研究开发和创新能力，设立了专门的研究中心进行研究工作。公司拥有专利 235 项，技术中心积极进行国际化的项目合作，与外商合作开发了数十项产品，并将所有差评全部实现本地化开发。不仅如此，公司拥有规模较大的设备完善的独立加工中心，设立了相当规模的模具中心。技术中心的研发效率高，工具的开发周期短，能够使新产品更好的占领市场。公司每年自主研发数百种新产品，大部分在研发当年就能进入生产阶段并投入市场销售。
- **与国外企业相比有成本优势。**与国外品牌相比，国内劳动力、原材料价格均相对便宜。
- **公司自有品牌已成为国际上较为知名的工具五金品牌。**包括“GreatStar”，“Shellfield”等，这两个品牌分别被评为 2008 年度“浙江出口名牌”和“杭州出口名牌”。而随着自有品牌产品影响力的扩大，公司此类产品的销售金额和占逐年上升，推动了公司的发展。
- **公司具备较强的供应链整合和管理能力。**公司生产的工具五金产品种类多、规格全、规模大，而由于产能有限，将一部分业务分包给其他公司，这就决定了公司具有较大的零部件、半成品和产成品的采购规模，建立了供应链的持续运行机制，保证了供应链上的各方能充分发挥自身核心能力。这一自产+外协模式使公司抗风险能力较强。

- **直接面向终端零售商的销售模式已经成型。**目前欧美发达国家仍然是国内工具五金产品的主要市场。公司形成了覆盖全球的销售渠道，客户以欧美大型终端商为主，凭借在技术、品牌、经营模式、产品规格品种等方面的竞争优势，公司赢得了客户信赖，产品销售范围覆盖全球大部分地区，同时与中间商建立了广泛而深入的合作。

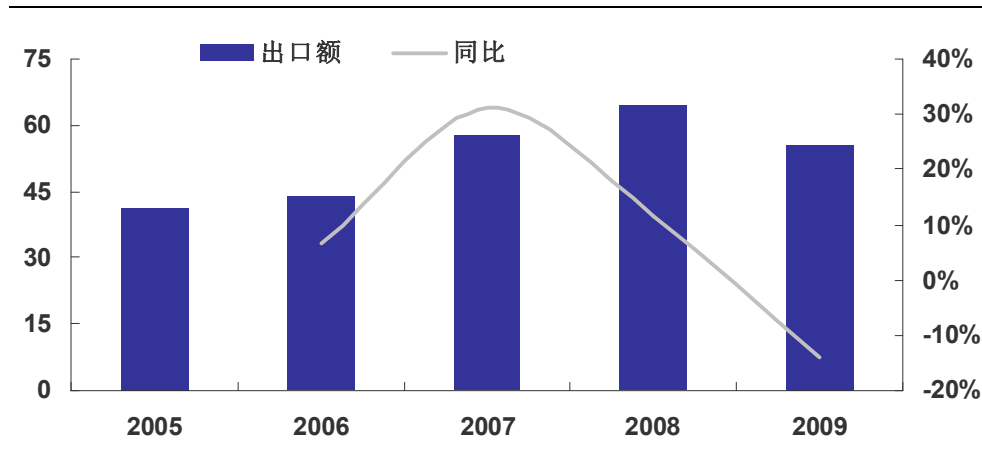
2. 我国手工具在国外已有一定市占率，国内高端市场正在培育

目前我国手工具出口额在 50 亿美元以上，在全球市场占了近 13% 的份额。工具五金行业属于劳动密集型，我国具有较强的竞争优势，市场占有率有上升空间。虽然目前国内工具五金行业集中度较低、高技术含量的品种只能依靠进口，但我们认为但随着国内消费水平的以及企业产业升级，无论是供给还是需求均有利于高端市场的培育，而这有利于龙头公司的市场开拓。

2.1. 我国手工具出口在全球市场中占较大份额

- **工具五金行业发展情况及前景：**（1）随着世界经济的持续增长，工具五金行业上游行业如制造加工业、建筑业、房屋维修改造业和汽车修理业都得到了较快发展，包括普通家庭对工具五金产品的需求也在不断增长；（2）世界范围内工具五金行业三个主要生产基地有西欧、北美和东亚，中国大陆和台湾地区的工具五金产品主要以中低端为主，较为依赖海外市场尤其是欧美市场；（3）金融危机对工具五金行业有一定的冲击，但大型优质的工具五金企业的表现较为稳健，欧美发达国家新车销售迅速下滑，汽车维修业有望急速发展，带动相关工具需求上涨。
- 根据中国海关统计，目前我国手工具出口额在 50 亿美元以上，粗略估算，其在全球市场占了近 13% 的份额。

图 4 我国手工具出口额(单位：亿美元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 我国工具五金行业竞争优势明显，高端产品竞争力将提升

- 工具五金行业属于劳动密集型，我国具有较强的竞争优势，我国的产品完全有能力占据世界工具五金行业的主导地位。但国内工具五金行业集中度较低，规模以上的大中型企业较少；产品结构不合理，中低档品种产量过剩，约占总产量的 70% 以上，而高技术含量的品种只能依靠进口。但随着国内企业产业升级，抢占中高端市场和提高国际竞争力的意识和需求逐渐增强，国内五金行业高端产品的竞争力正逐步提升。目前，公司的销售收入在工具行业中已排名第六。

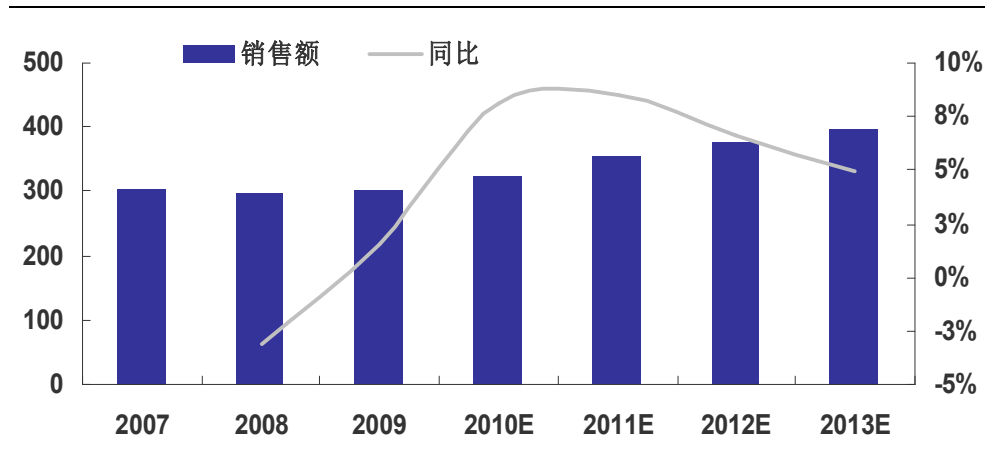
表 1 2007 年我国工具行业主要企业主营业务收入及市场份额对比

序号	公司名称	基本情况介绍
1	江苏宏宝五金股份有限公司	公司主要从事锻造类手工具钳、扳手、剪刀、餐具刀、木工凿等五金工具及轿车、卡车、微型面包车的连杆、曲轴的锻坯及金加工等业务。
2	江苏通润工具箱柜股份有限公司	作为国内最早进入钢制工具箱柜的规模企业，公司在2007年度实现销售收入4.37亿元人民币。
3	文登威力工具有限集团公司	主要从事各种扳手、钳类等手工具的生产经营，年生产能力3000万支。注册商标"MAXPOWER"、"威达"、"威力达"。
4	上海世达机械工具厂有限公司	公司是中国工具制造业的外商投资企业，美国丹纳赫集团公司（Danaher）所属，全球著名手工具制造商丹纳赫工具集团（Danaher Tool Group）在中国的制造工厂，以生产套筒和各式扳手为主要产品并配合客户要求做工具包组合，产品行销欧洲、美国、加拿大、日本及南美等处。
5	烟台金光工具有限公司	公司主要产品为手用钢锯条和虎钳和特大型号的台虎钳等。
6	宁波长城精工实业有限公司	主要产品为量具系列，目前产品范围已逐渐扩展到活络扳手、六角扳手、两用呆扳、钳子、美工刀、螺丝批、组套工具以及套筒、套扳等五金工量具。
7	史丹利（中山）五金有限公司	公司是美国 The Stanley Works 公司投资并控股经营的中外合资企业，公司于1997年7月成立于中山市小榄镇。史丹利（中山）五金有限公司是美国 The Stanley Works 公司在全球的主要生产基地之一，专业生产各类高品质的商业铰、住宅铰、导轨、支架及门类配件等五金产品，年出口额超过4000万美元。

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.3. 手工具和手持式电动工具行业稳定增长，而国内市场正在培育

- 根据国家统计局的统计，我国 2007 年共生产手持式电动工具 24486.12 万台，同比增长 20.82%。2008 年由于金融危机的影响，海外市场需求下滑，全年产量同比下降 3.09%，而由于市场回暖，2009 年度这一指标有所上升。

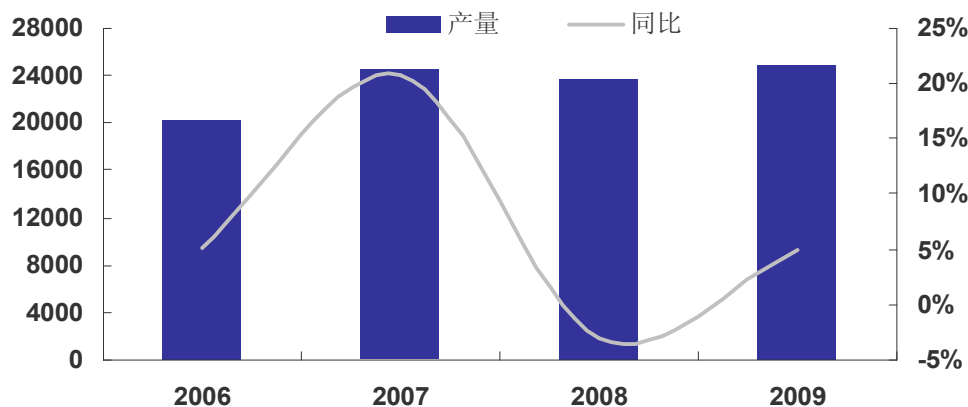
图 5 2007-2013 年美国家具装修市场需求及预测(单位：十亿美元)


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 从长期来看，电动工具的产量仍有较大的增长空间。一方面，随着充电式电动工具使用领域的不断扩大，在该类产品的带动下世界电动工具的销售量将有较大幅度的增长；另一方面，电动园林工具、各类电锯是电动工具的潜在市场。随着绿化工程的需要量越来越大，对园林工具的需求会不断增长，而目前使用的绝大多数是以汽油机为动力的园林工具，电动园林工具比例很少，充电式园林工具和电链锯有逐步替代汽油机为动力的园林工具和链锯的倾向。今后这一

市场需求将逐步增大。

图 6 2006-2009 年手持式电动工具产量情况(单位: 万台)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

- **我国工具五金行业的高端市场正在培育:** (1) 政策扶持: 《轻工业调整和振兴规划细则》正式发布, 提出“积极扩大内需, 稳定国际市场, 加强消费政策引导, 增加有效供给, 促进轻工产品消费”, 并提出加快皮革、家具、五金、家电等行业重点专业市场建设, 进一步发挥专业流通市场的作用; (2) 国家对涉及劳动密集型产品和高技术含量、高附加值产品出口的扶持意图明显, 而工具五金重的部分产品出口退税率已经有所提高, 这将有助于工具五金行业应对当前不利的外贸出口政策, 积极推动产业升级; (3) 我国经济不断增长, 民众消费能力的增强促进了工具五金产品的需求, 市场容量不断扩大。

3. 公司正处于品牌、市场转型期, 扩产带来的增长相对明确

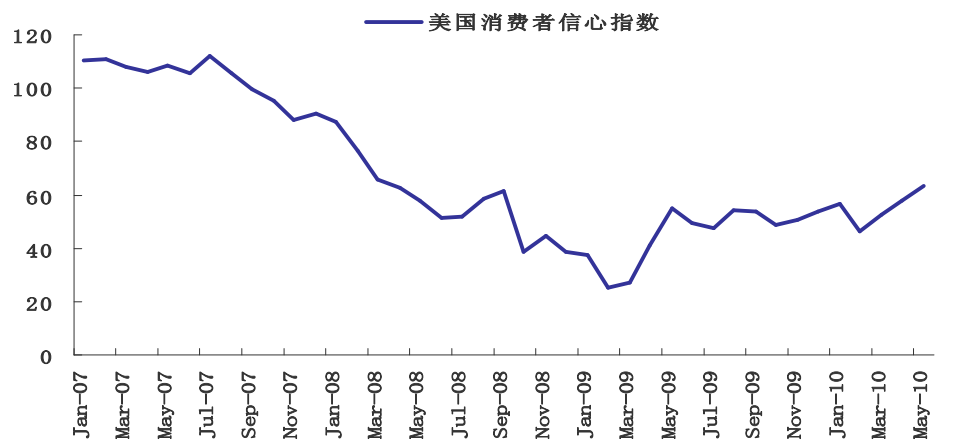
我们认为公司正处于自主品牌推广以及从国外市场向国内市场回归的转型期, 这一过程虽然比较漫长, 但均有利于公司提升长期竞争力、打开更大的市场空间, 在这一背景下, 扩产带来的业绩增长相对明确。而这一漫长的转型期可以通过合适的收购来缩短。

3.1. 增长态势明确

- 从未来的增长点来看, 公司的增长将主要来自 5 个方面:

(1) 海外市场逐步复苏, 有望推动公司 2010 年销售收入恢复高增长
公司产品家用消费为主, 欧美的经济复苏将拉动需求回升。从公司产品第一出口国美国的情况可以看到, 消费者信心指数正在逐步复苏。

图 7 美国消费者信心指数正在恢复



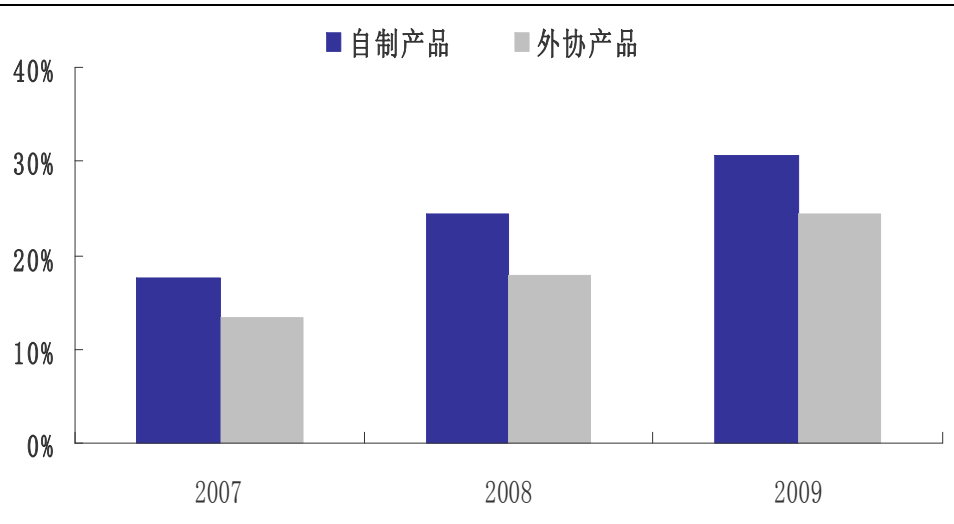
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

(2) 随着募集项目的投入，外协比重将降低

目前公司外协比重在 60% 左右，预计募投项目投产后将逐步降低至 40%。由于自制产品的毛利率比外协产品要高，虽然这其中也有外协产品技术含量相对较低的因素，但我们认为 6 个点的差异中也包括了外协利润空间。

因此外协比例的适当降低既能维持现有模式带来的灵活性，又能通过这一结构调整提升盈利空间；

图 8 自制产品的毛利率高 5-6 个百分点

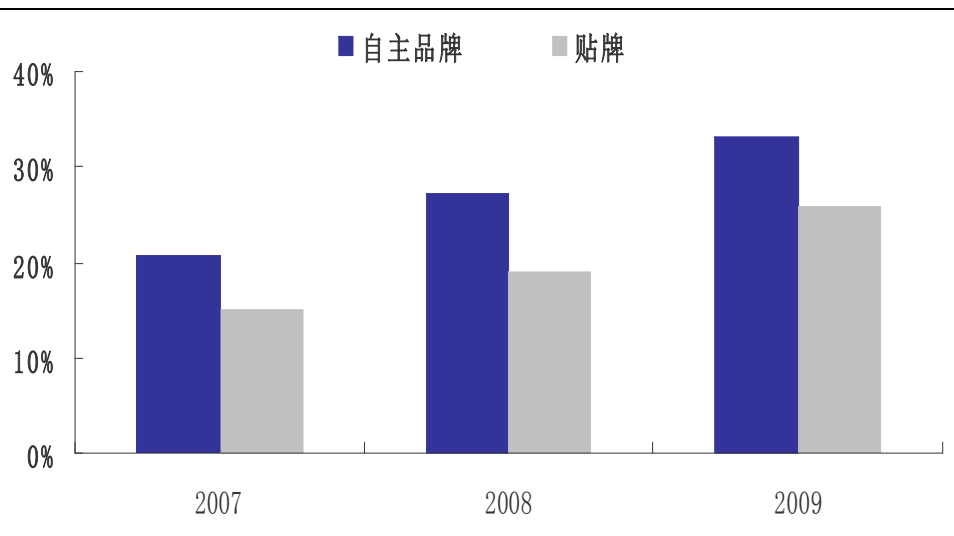


数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

(3) 自主品牌占比将继续提升

目前公司自主品牌占比 14% 左右，公司正大力推动自主品牌的销售力度，计划 5 年内提升至 50%。虽然这一提升幅度的实现存在一定的不确定性，但自主品牌的比重提升趋势十分明确，其较高的毛利率也将给公司业绩带来贡献。

图 9 自主品牌毛利率高 8-10 个百分点



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

(4) 公司开始布局国内市场

目前公司绝大部分产品出口，国内市场今年才开始布局，如果顺利未来两三年将大面积铺开。形式会以精品专卖店及五金超市为主，今年有可能试开 10 家精品店和一家五金超市。我们认为目前随着国内消费水平的提升，中高端的手动工具市场将随之增长，但要象发达国家那么普及还需要较长时间，而公司先行布局，且以高端入手(毛利率在 50% 以上)，这一销售策略的可行性较大。

(5)超募资金或其它可用自有资金将用于并购扩张的可能性较大
 公司正处于品牌建设的关键时期，对生产、渠道都有更高的要求，而并购无疑是快捷的手段。

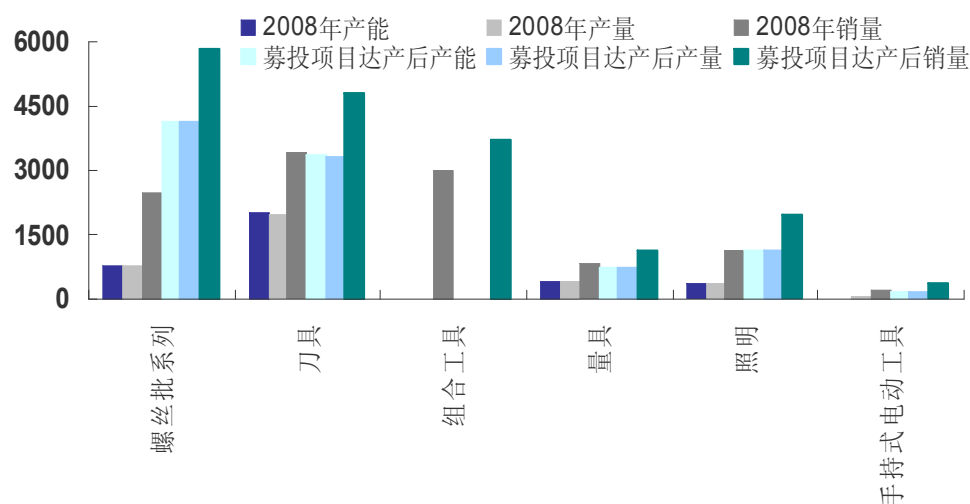
- **募投项目将带来产能高增长、优化产品结构。**公司产能不足非常明显。近几年公司产品一直供不应求，销售收入快速增长，设备满负荷生产仍然无法满足客户订单要求，产能不足矛盾突出。若不及时解决产能不足的问题将会影响公司销售收入的快速增长。此次募投项目建设完成后，预计螺丝批系列、刀具、组合工具、量具、照明、手持式电动工具的产能增长分别为 135.28%、39.57%、23.64%、37.73%、67.23%和 77.47%。据中研普华行业研究报告，到 2012 年，手工具目标市场容量约为 394 亿美元，手持式电动工具的项目目标市场容量 约为 555 亿美元，达产后公司手工具和手持式电动工具的总销售额约占市场需求量的 1.11%和 0.12%，新增产能扩充与销售和市场需求的增长基本匹配。

表 2 公司此次募投项目情况

序号	项目名称	拟投入募集资金 (万元)
1	新颖手工具系列产品扩能项目	43229
2	手持式高性能电动工具产品扩能项目	12978
3	技术研发检测中心建设项目	5078
4	合计	61285

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 10 公司募投项目达产前后产能对比(单位：万件)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

综上所述，我们认为公司市场份额上升以及品牌结构调整将使得其收入增长明显快于行业(行业预计增幅在 5%左右，公司收入增幅预计超过 20%)。

3.2. 风险提示

- 公司产品主要销往欧美等海外市场，因此受到国际市场影响较大，而影响国际市场的因素错综复杂，包括消费偏好、需求结构、贸易政策和汇率政策等，这些因素都有可能对公司产品销售产生影响。
- 公司客户主要为欧美五金、建材、汽配及百货等大型零售商，对前五名客户的

销售收入占同期主营业务收入的近 60%，若上述客户经营出现波动，将会对公司业务产生较大的影响。

- 公司生产耗用的原材料、半成品及外协的产品成本占销售成本的比重在 80%以上。发行人所采购的原材料主要为钢、铝、塑料，半成品及外协产品亦主要由钢、铝构成，因此，钢、铝、塑料的价格波动对公司销售成本的影响较大。
- 自有品牌的销售因渠道的接受程度提升不快而未达预期
- 国内网点铺开后效益未达目标。

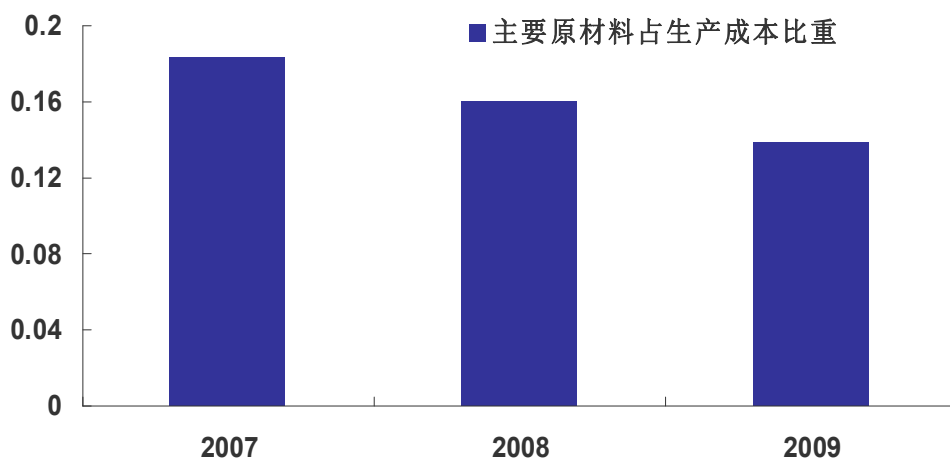
4. 重要财务指标分析

公司过往三年毛利率明显上升，主要是公司议价能力较强，加上未来自制比重、自有产品比重的提升，毛利率有进一步上升的趋势。公司外协模式及高效管理使得公司的存货周转率可以维持较高水平。

4.1. 自购原材料占生产成本比重较小，但实际影响并不小

- 公司主要原材料如塑料、铝材、钢带和铝锭占生产成本的比重维持在 13%-19%之间。但由于公司近年来订单较多而产能相对不足，部分自制产品的初始生产流程外包给其他公司，这是造成原材料占生产成本比重较小的主要原因。由于外协价格的确认一般也是在生产成本的基础上确立的，因此即使扣除外协产商的利润空间，公司产品实际原材料占比应在 50%以上。随着募投项目的达产，产能逐步释放后，一部分外包回归公司业务，原材料占生产成本的比重可能会提升，但其对业绩的影响力并不会太大改变（但公司议价能力较强，可以转稼成本）。

图 11 公司自购主要原材料占生产成本的比重

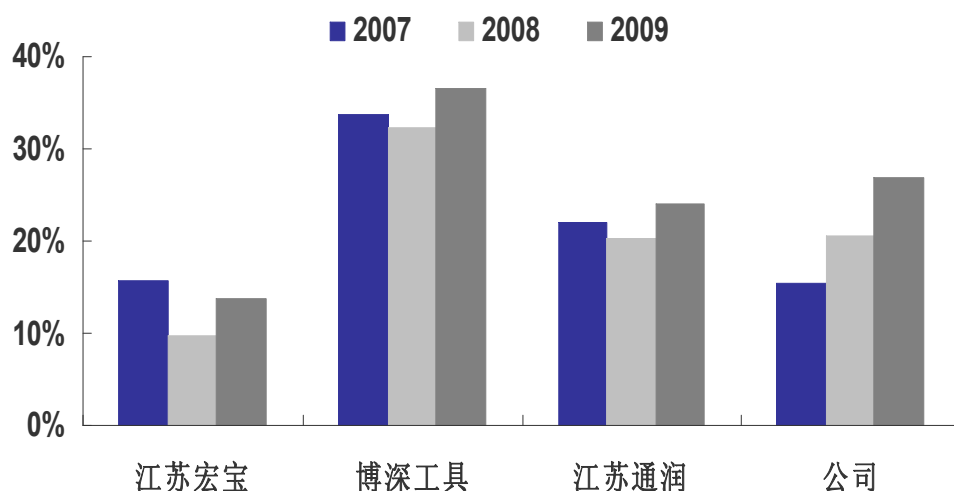


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 公司毛利率上升趋势明显

- 2007-2009 年公司销售毛利率分别为 15.46%、20.50%和 26.93%，年复合增长率 20.32%，与同行业可比公司相比，公司毛利率增长速度高于同行业上市公司的平均水平。我们认为公司毛利率上升的趋势明显：国外品牌的毛利率均在 40-50%之间，而公司目前正加大自有品牌和自制产品的比例（从毛利率情况来看，自有品牌会高过 ODM 方式 8-10 个百分点；自制产品比外协要高 5-6 个百分点），这将进一步推升产品毛利率。

图 12 同行业上市公司毛利率对比

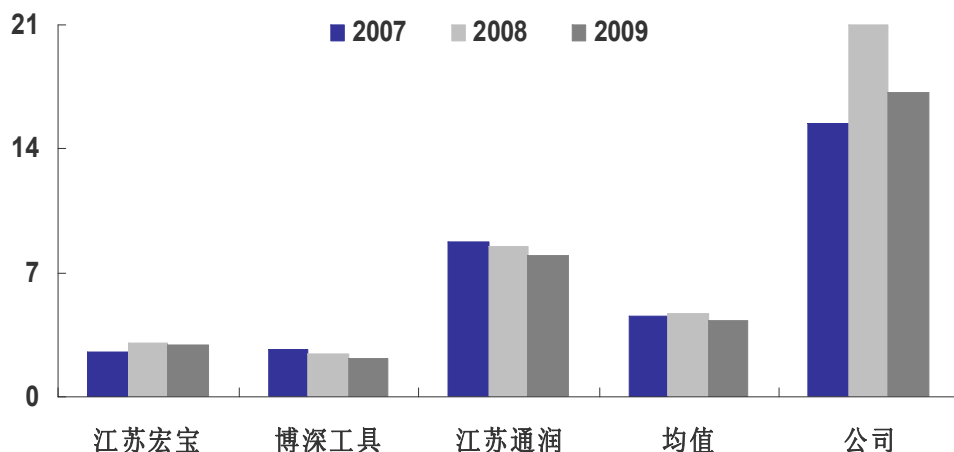


数据来源: WIND 资讯, 招股说明书, 安信证券研究中心

4.3. 外协模式及高效管理使得存货周转率较高

- 2007-2009 年公司存货周转率分别为 15.39、20.95 和 17.20, 与同行业可比公司相比, 公司存货周转率远高于同行业上市公司的水平。这主要是因为其强调零库存管理, 尽量按订单生产, 因为较短的生产周期以及长期的外协合作使其有能力应对订单的短期波动。

图 13 同行业上市公司存货周转率对比



数据来源: WIND 资讯, 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

- 基于以上对行业的判断以及公司发展模式, 我们预计 2010、2011 两年公司收入增长率为 20%和 24%, 净利润分别增长 16%和 21%, 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.98 和 1.20 元, 未来三年净利润复合增长率 22%。

5.2. 估值

- 我们选取上市公司中与五金工具类相关的 (如下表所示), 按 6 月 22 日的价格计算, 其 2010 年的动态市盈率平均为 31 倍。结合公司的增长态势, 我们认为

公司估值适用的 2010 年动态市盈率在 30-33 倍之间, 按此计算预计上市后合理价格在 29.5-32.5 元之间。我们建议的询价价格为 25.6-27.6 元之间, 对应的 2010 年动态市盈率大约为 26-28 倍。

表 3 可比公司估值表

代码	名称	股价	毛利润率	净利润率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
601002	晋亿实业	6.93	16.97%	-1.57%	32.45	25.18	3	3.16
2026	山东威达	10.18	20.66%	8.31%	33.44	32.26	3.57	2.6
2282	博深工具	13.59	36.70%	16.16%	29.53	24.45	6.72	3.05
2150	江苏通润	11.75	23.93%	8.29%	28.94	22.71	3.37	4.16

数据来源: WIND 资讯, 招股说明书, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-22

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,927.6	1,564.3	1,879.8	2,322.8	2,858.8	成长性					
减: 营业成本	1,532.5	1,143.0	1,388.7	1,709.4	2,095.3	营业收入增长率	32.6%	-18.8%	20.2%	23.6%	23.1%
营业税费	1.9	1.8	2.1	2.6	3.1	营业利润增长率	108.3%	25.5%	18.2%	21.4%	27.6%
销售费用	63.1	50.3	60.2	74.3	91.5	净利润增长率	154.1%	29.7%	15.9%	21.4%	27.6%
管理费用	56.1	67.1	80.8	99.9	122.9	EBITDA 增长率	117.4%	10.0%	20.7%	28.1%	26.9%
财务费用	39.1	8.1	5.0	5.0	10.0	EBIT 增长率	124.9%	10.2%	16.6%	21.1%	28.4%
资产减值损失	6.5	7.3	4.3	20.2	11.1	NOPLAT 增长率	156.8%	8.6%	13.4%	21.1%	28.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.0%	70.8%	116.2%	62.6%	15.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	EBIT/营业收入	51.4%	57.2%	297.8%	10.4%	12.0%
营业利润	228.4	286.6	338.8	411.4	524.8	利润率					
加: 营业外净收支	-1.6	3.6	-	-	-	毛利率	20.5%	26.9%	26.1%	26.4%	26.7%
利润总额	226.8	290.2	338.8	411.4	524.8	营业利润率	11.8%	18.3%	18.0%	17.7%	18.4%
减: 所得税	56.5	70.9	84.7	102.9	131.2	净利率	8.6%	13.8%	13.3%	13.0%	13.5%
净利润	166.0	215.3	249.5	303.0	386.5	EBITDA/营业收入	14.5%	19.6%	19.7%	20.4%	21.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	运营效率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	217.6	210.0	1,698.3	1,446.4	1,596.2	固定资产周转天数	17	20	43	90	105
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	13	38	64	75	76
应收帐款	386.9	471.8	532.0	657.3	809.0	流动资产周转天数	127	166	293	350	298
应收票据	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	68	97	93	89	89
预付帐款	13.8	4.8	4.8	4.8	4.8	存货周转天数	14	15	14	13	13
存货	66.5	66.5	76.1	93.7	114.8	总资产周转天数	151	200	350	448	410
其他流动资产	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	投资资本周转天数	38	72	120	174	188
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	44.5%	36.5%	10.6%	11.7%	13.3%
长期股权投资	17.5	17.5	-	-	-	ROA	20.9%	23.9%	9.3%	10.1%	11.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	122.1%	98.2%	65.2%	36.5%	28.8%
固定资产	92.9	84.5	361.5	794.7	879.2	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
无形资产	14.1	55.4	51.8	48.4	45.3	管理费用率	2.9%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	7.4	8.2	8.0	8.0	8.0	财务费用率	2.0%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%
资产总额	816.9	918.8	2,732.6	3,053.5	3,457.6	三费/营业收入	8.2%	8.0%	7.8%	7.7%	7.8%
短期债务	66.5	4.0	10.0	10.0	10.0	偿债能力					
应付帐款	196.2	248.7	277.7	341.9	419.1	资产负债率	53.2%	34.5%	12.4%	13.5%	14.5%
应付票据	104.6	23.3	38.0	46.8	57.4	负债权益比	113.5%	52.7%	14.2%	15.6%	16.9%
其他流动负债	66.6	41.3	43.6	43.6	43.6	流动比率	1.58	2.37	6.81	5.34	5.05
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.42	2.16	6.59	5.11	4.82
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	6.84	36.21	68.76	83.28	53.48
负债总额	434.2	317.3	339.4	412.3	500.1	分红指标					
少数股东权益	24.5	28.1	32.7	38.2	45.3	DPS(元)	-	-	0.20	0.24	0.30
股本	190.0	190.0	253.5	253.5	253.5	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	168.2	383.5	2,107.1	2,349.5	2,658.7	股息收益率	-	-	-	-	-
股东权益	382.7	601.6	2,393.2	2,641.2	2,957.5	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EPS(元)	0.87	1.13	0.98	1.20	1.52
净利润	170.4	219.3	249.5	303.0	386.5	BVPS(元)	2.01	3.17	9.44	10.42	11.67
加: 折旧和摊销	11.9	13.2	26.7	58.1	67.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	6.5	7.3	4.3	20.2	11.1	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	7.8	30.7	3.3	5.0	5.0	P/S	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	4.4	4.1	4.6	5.6	7.1	CAGR(%)	21.9%	21.5%	27.0%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	11.0	-105.0	-27.7	-78.2	-94.9	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	240.7	138.4	262.3	313.8	387.2	ROIC/WACC	32.6	26.2	17.4	9.7	7.7
投资活动产生现金流量	-91.1	-47.1	-282.6	-500.1	-150.1	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-132.9	-64.7	1,538.6	-65.6	-87.3						

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

黄方祥	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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