

东力传动 (002164.SZ) 其它通用设备行业

评级：买入 首次评级

公司研究

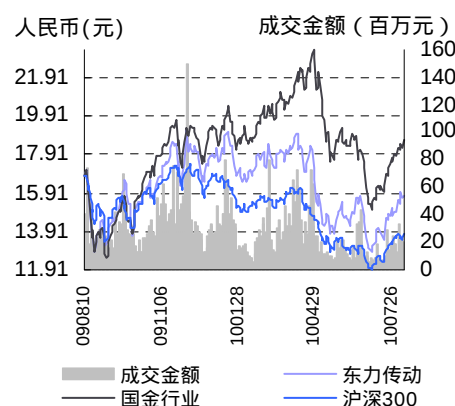
市价（人民币）：15.80 元

目标（人民币）：20.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	75.00
总市值(百万元)	2,844.00
年内股价最高最低(元)	19.17/12.81
沪深 300 指数	2897.66
中小板指数	6151.27



新一轮增长已现

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.463	0.457	0.513	0.804	1.037
每股净资产(元)	2.89	3.25	5.26	5.93	6.84
每股经营性现金流(元)	0.63	0.38	0.33	0.71	0.96
市盈率(倍)	19.86	39.56	26.25	16.75	12.98
行业优化市盈率(倍)	32.61	68.61	68.61	68.61	68.61
净利润增长率(%)	48.85%	-1.28%	38.30%	56.69%	29.05%
净资产收益率(%)	16.03%	14.08%	9.76%	13.55%	15.17%
总股本(百万股)	180.00	180.00	222.00	222.00	222.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **齿轮属于稳定增长行业：** 齿轮传动面向的下游十分广泛，因此行业的需波动较小，稳健增长是常态。
- **看好公司向冶金行业以外的延伸：** 公司已在冶金齿轮传动领域获得了良好的品牌效应，目前正在积极拓展冶金行业以外的市场。公司近年来新产品层出不穷，产能投放也于 09 年底完成，未来公司所需的就是将冶金行业的成功经验复制到其他行业中。根据我们测算，起重运输、建材、矿山行业的齿轮箱需求量是冶金行业的 3~4 倍，公司发展空间广阔。
- **进入风电齿轮箱领域：** 我们测算中国风电齿轮箱市场容量平均每年为 100~130 亿，虽然公司进入该领域的时点较晚，但我们认为公司可以凭借其良好的产品性价比、售后服务在细分客户获得突破。即使公司未来获得 5% 的风电齿轮箱市场份额，来自风电的收入与 09 年公司全年的收入相当，市场潜力巨大。
- **公司具备较强的竞争力：** 我们认为公司的竞争优势来自，1) 良好的机制与管理；2) 新产品不断推出；3) 公司以利润为导向的传统。
- **短期看公司的经营低谷已经过去：** 09 年公司收入与 08 年持平是多种因素叠加的结果，我们认为不利因素在 10 年已经消除，公司正步入新一轮上升期。

盈利预测及估值

- 我们预计公司 10-12 年可分别实现销售收入 758、1,127 及 1,446 百万元，同比分别增长 41.8%、48.8%及 28.3%，可分别实现归属于母公司净利润 114、178 及 230 百万元，折合全面摊薄每股收益 0.513、0.804 及 1.037 元，同比分别增长 38.3%、56.7%及 29.1%。
- 考虑到公司未来三年复合增长率在 30%以上，我们给予公司未来 12 个月目标价 20 元，折合 25 倍 2011 年 PE。

张昊 分析师 SAC 执业编号：S1130210010310
(8621)61038223
zhangh@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

内容目录

多领域延伸值得期待	3
齿轮行业简介	3
公司产品正向多领域延伸	4
进入风电齿轮领域	5
南高齿凭借风电获得超高速增长	5
公司基数较低，有望在细分客户获得突破	6
竞争优势	7
机制灵活	7
新产品研制快	7
公司以利润为导向	7
不利因素逐步消除	8
盈利预测及估值	8
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：齿轮行业分类	3
图表 2：国际工业齿轮市场呈现分散格局	3
图表 3：国内齿轮市场呈现分散格局	3
图表 4：冶金齿轮分类	4
图表 5：冶金行业固定资产投资(亿元)	4
图表 6：工业齿轮下游分布	5
图表 7：南高齿历年收入(百万元)	6
图表 8：南高齿收入结构	6
图表 9：中国风电新增装机容量增速放缓(MW)	6
图表 10：风电新增装机容量预测(GW)	7
图表 11：国内风电齿轮箱产能(MW)	7
图表 12：公司历年收入及预测(百万元)	8
图表 13：分项盈利预测	9

多领域延伸值得期待

齿轮行业简介

- 齿轮传动装置是由多个齿轮组成的传动机构，利用齿轮的啮合原理，将原动机的转速转换到所需要的转速，并得到相应扭矩。
- 按照产品用途，齿轮行业可以细分为三大子行业：车辆齿轮、工业齿轮及齿轮专用装备。

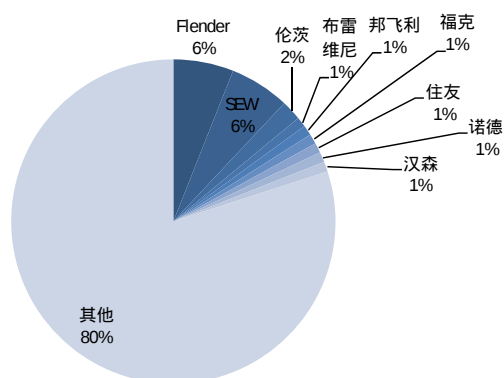
图表1：齿轮行业分类

分类	子行业	应用领域	国内市场容量(亿元)
车辆齿轮	车辆变速总成	汽车、摩托车、工程机械、农机	355
	车辆驱动桥传动总成		
工业齿轮	工业通用齿轮	冶金、矿山、电力、水利、建材、船用、航空、起重运输、铁路	225
	工业专用齿轮		
齿轮专用设备	齿轮专用机床、刀具、量具、试验设备等	用于齿轮传动装置的制造和总成配置	12

来源：国金证券研究所 注：市场容量为 2008 年数据

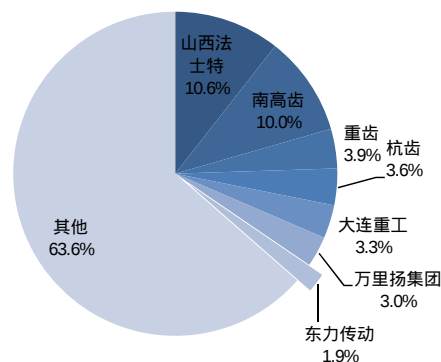
- 齿轮市场集中度较低。齿轮传动行业是成套设备中的重要基础件，尤其是工业齿轮应用领域广、定制化强，需要厂商对下游行业有深入的了解，因此工业齿轮行业仅有少数企业能够在多个下游取得优势，大部分企业仅在某个领域有优势。
 - 根据前瞻研究中心的行业研究报告，目前，国际工业齿轮每年大约有 160 亿美元的市场规模。但由于工业齿轮行业产品种类多样，整体集中度较低，其中前 10 大制造商市场份额合计约 20%。
- 我国工业齿轮市场规模在 250~300 亿之间。2008 年我国齿轮行业的销售产值为 591.08 亿元，其中车辆齿轮份额 60%，工业齿轮 38%，齿轮装备 2%。在工业齿轮中，通用、专用、特种齿轮占比分别为 18%、12%和 8%。
- 我们认为东力传动未来发展的标杆企业为 SEW，目前 SEW 在中国的销售收入可达 30 亿元以上，且其来自各个下游行业的收入较为平均，与南高齿 70%以上的收入来自风电有很大不同。

图表2：国际工业齿轮市场呈现分散格局



来源：杭齿招股书、国金证券研究所

图表3：国内齿轮市场呈现分散格局



公司产品正向多领域延伸

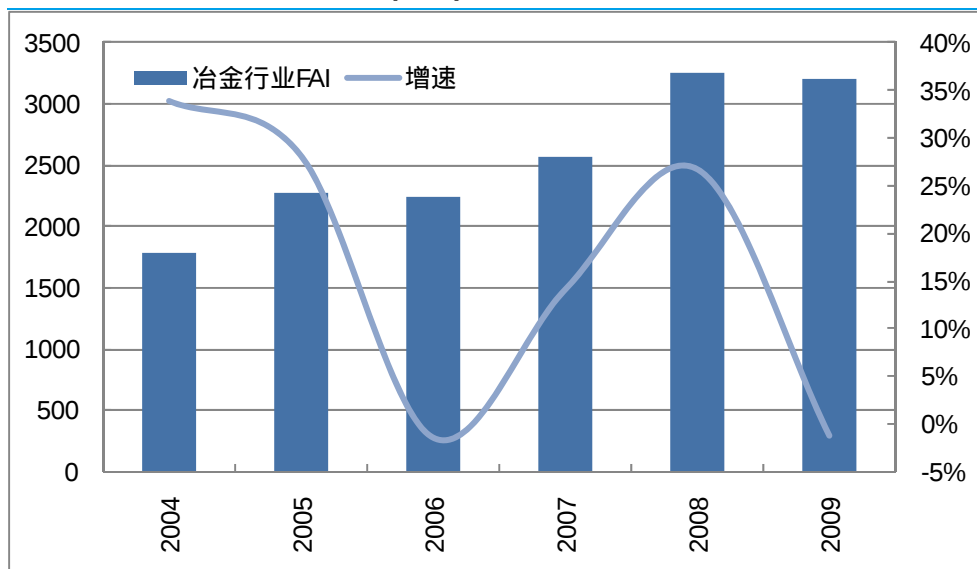
- 公司产品以工业齿轮为主，其中 50%面向冶金行业。随着产品线的拓宽，公司下游逐步延伸至矿山、电力、起重运输、风电、铁路等领域。
- 冶金齿轮多为耗材，替换需求已占据主导。冶金用齿轮是公司的传统优势产品，冶金用齿轮大多属于耗材，寿命在 3~5 年左右，我们认为替换需求已经占据冶金齿轮的需求主力，因此冶金齿轮的需求未来能够保持稳定。
- 我们测算冶金齿轮平均每年的市场容量为 20~30 亿元，公司的市场份额为 15%左右，未来仍有进一步提升的空间。值得一提的是冶金行业固定资产投资 09 年较 04 年增长 80%，而东力传动同期销售收入增长 170%以上，公司的销售收入远超冶金行业固定资产投资。

图表4：冶金齿轮分类

	转炉倾动	连铸	轧钢机	精整、冷床区	辊道
类别	锥齿-圆柱齿、行星	行星、蜗轮、锥齿、平行轴		蜗轮	电机直联的行星、平行轴
特点	低速、重载、大速比、启动频繁	高温、冲击载荷大、工况恶劣、体积紧凑、大速比	高强度、高精度、高可靠度、大承载能力	启动频繁、高温、体积紧凑	启制动频繁、带负荷启动、过载大、冲击次数多
国内主要生产厂商	一重、二重、太重、大重等	一重、郑机所、东力二重、华昌	南高齿、重齿、郑机所	重齿、郑机所	东力

来源：国金证券研究所

图表5：冶金行业固定资产投资(亿元)

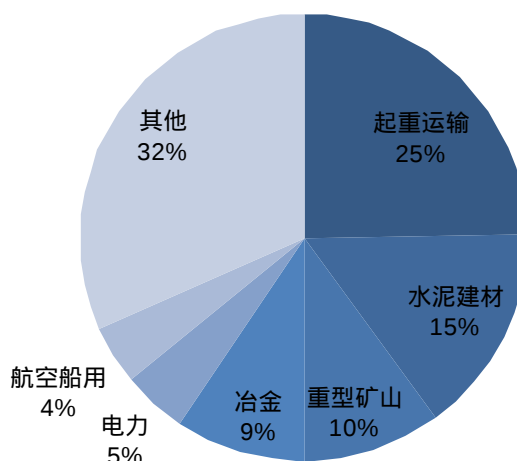


来源：国金证券研究所

- 公司目前正全力拓展冶金行业以外的下游，重点开发起重运输、建材等行业。上述行业所需工业齿轮是冶金行业 3 倍以上，在市场空间方面公司是不缺的。
- 公司在新领域的市场份额提升是看点。我们认为公司具备份额提升的要素：
 - 首先，产能已不是制约公司的问题，09 年 4 季度公司的产能快速投放；

- 其次，公司的新产品层出不穷，随着模块化高精减速机、重载齿轮箱产品的研制成功，公司所面向的下游行业迅速拓宽；
- 最后，公司产品性价比高，民营机制又可提供良好的服务，未来公司所需的就是将冶金行业的成功经验复制到其他行业中。

图表6：工业齿轮下游分布



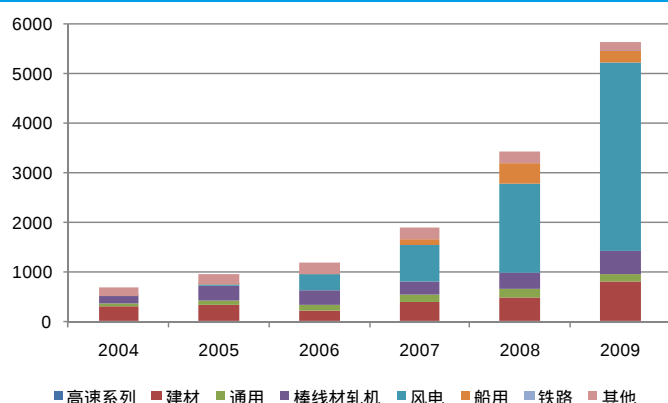
来源：招股书、国金证券研究所

进入风电齿轮领域

南高齿凭借风电获得超高速增长

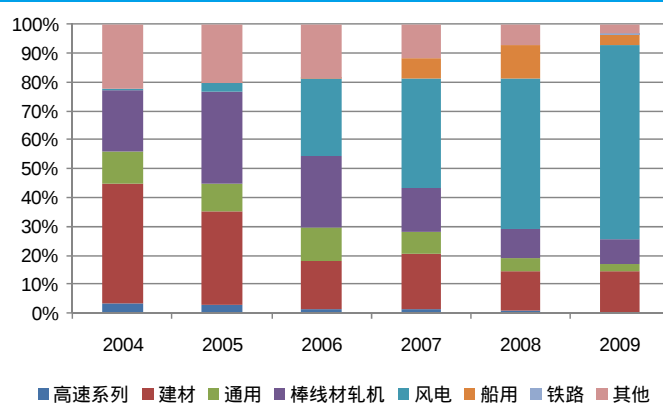
- 对于零部件企业而言，通常面向的下游行业分散，因此大部分时间零部件行业属于稳定增长。但当其中某个下游行业快速增长，而短期进入壁垒又比较高时，是投资零部件企业的绝佳时机。07-08 年的天马股份，07-09 年的南高齿都是如此。
- 风电齿轮箱具有与常规齿轮箱不同的特性，使得制造要求和进入门槛都远高于常规齿轮箱
 - 首先是工作环境恶劣，中国风力资源最好的三大区域都是工作环境比较严苛的。西北风区位于高纬度地区，对齿轮箱的寒区性能提出了很高的要求；而沿海风场和海上风场则面临台风和盐雾的考验；
 - 其次，风电齿轮箱动态负荷变化大。齿轮箱输入轴承受风轮的轴向力、径向力及风轮制动中传递的较大刹车力矩，产生的动态载荷将会作用在同一齿轮啮合齿面上，产生点蚀、胶合等现象。
 - 另外，风电齿轮箱更新迅速，新产品新型号不断出现，使得产品逐步完善定型变得不太可能，而未经小批量实验解决问题就直接大批量生产容易发生大面积的故障。
- 南高齿自 04 年以来销售收入增长近 8 倍，其中绝大部分来自风电领域的贡献。南高齿正是抓住了中国风电行业的快速增长，占得了齿轮箱领域的先机，获得快速增长。

图表7：南高齿历年收入(百万元)



来源：公司年报、国金证券研究所

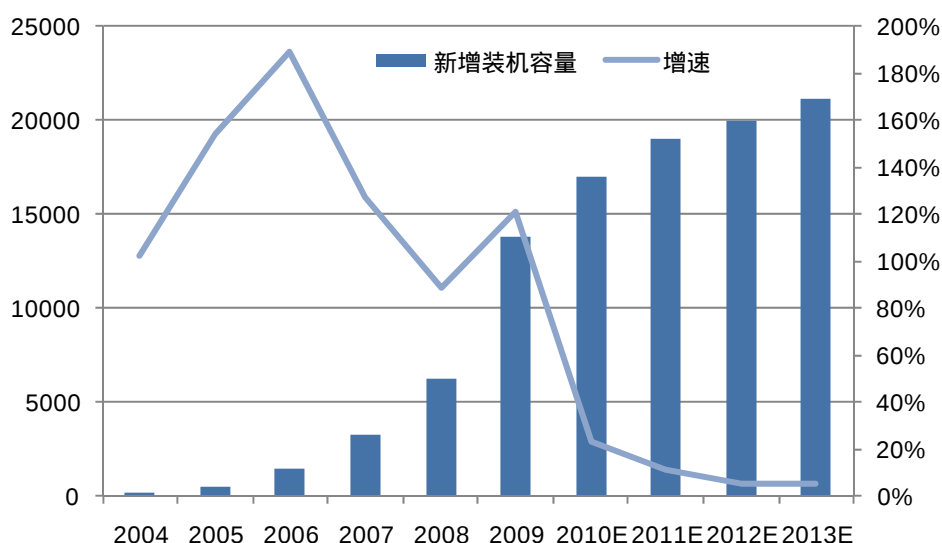
图表8：南高齿收入结构



公司基数较低，有望在细分客户获得突破

- 中期而言，我们认为中国风电行业增速将放缓，后续将保持稳定增长。虽然此时东力传动进入风电领域的良机已过，但整个风电齿轮箱的市场容量已变大，东力传动可以凭借其产品的性价比、良好的售后服务，取得细分客户的市场。

图表9：中国风电新增装机容量增速放缓(MW)



来源：风能协会、国金证券研究所

- 我们预计 2010、2011 年中国风电齿轮箱产量分别为 18000、23000MW，市场容量在 100~130 亿元之间。对于东力传动而言，是其所面向的下游行业中市场容量最大的。
- 公司的风电齿轮箱与郑州机械研究所、浙江运达风电合作，郑机所是我国唯一一家国家级的齿轮研究所；浙江运达是我国二线风电制造商，09 年风机产量 261MW。
- 目前公司生产的齿轮箱为 1.5MW 风机所用，目前正在获取第三方认证，我们预计 2011 年公司风电齿轮箱有望实现批量供货，规模在 100 台左右。

图表10：风电新增装机容量预测(GW)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
国际	27.0	38.3	38.7	44.5	50.1	55.1
国内	6.3	13.8	17.0	19.0	20.0	21.1
直驱						
国际	3.3	5.3	5.5	6.1	6.6	7.1
国内	0.5	2.0	2.6	2.9	3.1	3.3
双馈						
国际	20.7	24.5	21.7	25.5	30.0	33.9
国内	5.8	11.8	14.4	16.1	17.0	17.9

来源：国金证券研究所

图表11：国内风电齿轮箱产能(MW)

	2010E	2011E
内销		
南高齿	7,000	7,500
大重	2,000	2,000
重齿	2,000	3,000
二重	600	1,000
Hansen中国	600	1,000
杭齿	200	700
东力	0	150
国电		400
太重	500	700
内销总计	~13,000	~16,450
出口		
南高齿	2,000	3,000
Hansen中国	1,000	1,000
GE沈阳		800
Winergy(Flender)中国	2,000	2,000
出口总计	~5,000	~6,800

来源：国金证券研究所

竞争优势

机制灵活

- 齿轮传动通常是整机的核心部件，一旦质量出现问题，将造成整个动力传递系统的实效，因此，用户对产品的可靠性、售后服务非常重视。目前东力已经在冶金行业树立了良好的品牌，向其他行业延伸则需要一定的时间。
- 但我们认为公司的机制与管理能够实现其最终的品牌价值提升的目标。公司的民营机制使得其在技术研发投入、产品质量控制和售后服务方面拥有更多的优势。

新产品研制快

- 公司近年来对研发的投入逐年提高，突出表现为新产品研制进度较快，基本上 2~3 年推出一款新产品。模块化高精减速机、重载齿轮箱、风电齿轮箱是其中的代表。

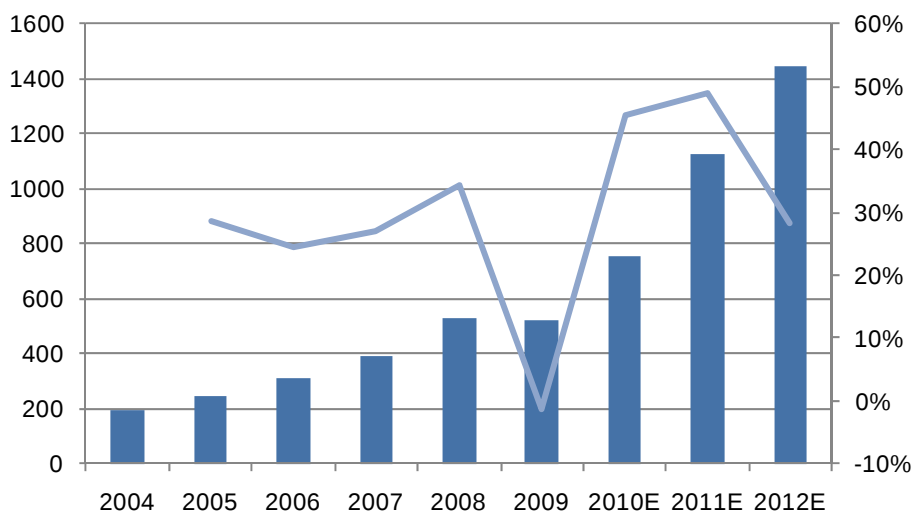
公司以利润为导向

- 公司产品常年维持 30%以上的毛利率，15%以上的净利润率，这个盈利在齿轮传动行业属于第一梯队。民营机制使得公司天然的注重盈利能力。

不利因素逐步消除

- 由于多种因素叠加，09 年对于公司而言是经营的底部，公司 09 年收入基本与 08 年持平。
 - 首先，冶金齿轮属于后周期行业，08 年金融危机对行业的影响滞后在 09 年体现。公司在 09 年执行的订单大部分在 08 年签单，合同价格要低于以往，且合同量较小。
 - 其次，公司在经营上遇到了一定的困难。09 年公司部分场地、设备进行了搬迁，同时人员结构进行了调整，在其间遇到了生产组织的问题，导致产能释放不及预期。
- 我们认为公司在 09 年所面临的不利局面将消除。09 年 4 季度公司的固定资产由 3.27 亿提升至 6.29 亿，产能建设基本完成。而公司 09 年全年的销售收入仅有 5.3 亿，如何令达产的产能获取更多的销售收入，也即提高公司的资产运转效率是摆在公司管理层最大的问题。而如我们前文所分析的，广阔的市场空间，良好的管理使得公司未来收入的提升是大概率事件。

图表12：公司历年收入及预测(百万元)



来源：国金证券研究所

盈利预测及估值

- 我们预计公司 10-12 年可分别实现销售收入 758、1,127 及 1,446 百万元，同比分别增长 41.8%、48.8%及 28.3%，可分别实现归属于母公司净利润 114、178 及 230 百万元，折合全面摊薄每股收益 0.513、0.804 及 1.037 元，同比分别增长 38.3%、56.7%及 29.1%。
- 考虑到公司未来三年复合增长率在 30%以上，我们给予公司未来 12 个月目标价 20 元，折合 25 倍 2011 年 PE。

图表13：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
模块化减速机						
销售收入 (百万元)	148.90	227.61	234.63	262.79	341.62	409.95
增长率 (YOY)	37.82%	52.86%	3.09%	12.00%	30.00%	20.00%
毛利率	43.45%	39.65%	39.99%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	84.20	137.36	140.80	157.67	204.97	245.97
增长率 (YOY)	20.89%	63.13%	2.51%	-15.26%	30.00%	20.00%
毛利 (百万元)	64.70	90.25	93.83	105.11	136.65	163.98
增长率 (YOY)	68.54%	39.49%	3.97%	-11.64%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	37.94%	43.17%	45.08%	34.69%	30.31%	28.35%
占主营业务利润比重	42.44%	49.80%	54.29%	41.53%	36.76%	34.60%
大功率重载齿轮箱						
销售收入 (百万元)	107.34	152.07	157.61	252.18	378.27	435.01
增长率 (YOY)	15.56%	41.68%	3.64%	60.00%	50.00%	15.00%
毛利率	32.46%	28.42%	27.12%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	72.50	108.85	114.87	176.53	264.79	304.51
增长率 (YOY)	-2.44%	50.15%	5.52%	27.35%	50.00%	15.00%
毛利 (百万元)	34.84	43.22	42.74	75.65	113.48	130.50
增长率 (YOY)	87.55%	24.04%	-1.10%	14.14%	50.00%	15.00%
占总销售额比重	27.35%	28.84%	30.29%	33.29%	33.56%	30.08%
占主营业务利润比重	22.86%	23.85%	24.73%	29.89%	30.53%	27.54%
模块化高精减速机						
销售收入 (百万元)			78.27	180.02	252.03	352.84
增长率 (YOY)			N.A.	130.00%	40.00%	40.00%
毛利率			28.78%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)			55.74	126.01	176.42	246.99
增长率 (YOY)			N.A.	122.22%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)			22.53	54.01	75.61	105.85
增长率 (YOY)			N.A.	62.16%	40.00%	40.00%
占总销售额比重			15.04%	23.76%	22.36%	24.40%
占主营业务利润比重			13.03%	21.33%	20.34%	22.33%
风电						
销售收入 (百万元)					90.00	180.00
增长率 (YOY)					10.00%	100.00%
毛利率					30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)					63.00	126.00
增长率 (YOY)					N.A.	100.00%
毛利 (百万元)					27.00	54.00
增长率 (YOY)					N.A.	100.00%
占总销售额比重					7.98%	#DIV/0!
占主营业务利润比重					7.26%	2160.00%
小型减速机						
销售收入 (百万元)	99.86	109.93	21.18	26.80	29.48	32.42
增长率 (YOY)	29.80%	10.08%	-80.73%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	37.33%	31.46%	19.39%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	62.58	75.34	17.08	20.90	22.99	25.29
增长率 (YOY)	26.62%	20.39%	-77.34%	36.19%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	37.28	34.58	4.11	5.90	6.48	7.13
增长率 (YOY)	35.49%	-7.23%	-88.12%	-34.59%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	25.44%	20.85%	4.07%	3.54%	2.62%	2.24%
占主营业务利润比重	24.46%	19.08%	2.38%	2.33%	1.74%	1.51%
电机						
销售收入 (百万元)	20.86	21.83	18.19	23.01	23.01	23.01
增长率 (YOY)	-0.22%	4.63%	22.00%	10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	33.90%	30.57%	30.57%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	13.79	15.15	12.63	15.65	15.65	15.65
增长率 (YOY)	8.12%	9.90%	-16.67%	10.57%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	7.07	6.67	5.56	7.36	7.36	7.36
增长率 (YOY)	-13.26%	-5.65%	-16.67%	8.81%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	5.32%	4.14%	3.49%	3.04%	2.04%	1.59%
占主营业务利润比重	4.64%	3.68%	3.22%	2.91%	1.98%	1.55%
配件						
销售收入 (百万元)	15.51	15.80	10.54	12.76	12.76	12.76
增长率 (YOY)	52.50%	1.86%	-10.00%	10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.08%	41.21%	38.49%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	6.97	9.29	6.49	7.65	7.65	7.65
增长率 (YOY)	32.38%	33.31%	-30.19%	13.79%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	8.54	6.51	4.06	5.10	5.10	5.10
增长率 (YOY)	74.07%	-23.79%	-37.68%	4.76%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	3.95%	3.00%	2.03%	1.68%	1.13%	0.88%
占主营业务利润比重	5.61%	3.59%	2.35%	2.02%	1.37%	1.08%
销售总收入 (百万元)	392.48	527.24	520.43	757.55	1127.16	1445.99
销售总成本 (百万元)	240.04	346.00	347.60	504.41	755.47	972.06
毛利 (百万元)	152.43	181.23	172.83	253.14	371.69	473.93
平均毛利率	38.84%	34.37%	33.21%	33.42%	32.98%	32.78%

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	392	527	534	758	1,127	1,446
增长率		34.3%	1.3%	41.8%	48.8%	28.3%
主营业务成本	-240	-346	-359	-504	-755	-972
% 销售收入	61.2%	65.6%	67.1%	66.6%	67.0%	67.2%
毛利	152	181	176	253	372	474
% 销售收入	38.8%	34.4%	32.9%	33.4%	33.0%	32.8%
营业税金及附加	-3	-4	-3	-5	-7	-9
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-28	-33	-31	-43	-63	-81
% 销售收入	7.2%	6.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%
管理费用	-46	-49	-45	-61	-85	-108
% 销售收入	11.7%	9.3%	8.5%	8.0%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	75	96	96	144	217	275
% 销售收入	19.1%	18.2%	18.0%	19.1%	19.2%	19.0%
财务费用	-9	-8	-6	-17	-14	-12
% 销售收入	2.4%	1.6%	1.2%	2.2%	1.2%	0.8%
资产减值损失	-4	-4	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	84	85	127	203	263
营业利润率	15.7%	15.9%	15.9%	16.7%	18.0%	18.2%
营业外收支	9	18	12	12	15	18
税前利润	71	102	96	139	218	281
利润率	18.0%	19.3%	18.1%	18.3%	19.3%	19.4%
所得税	-15	-18	-14	-25	-39	-51
所得税率	20.8%	18.1%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	56	83	82	114	178	230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	83	82	114	178	230
净利率	14.3%	15.8%	15.4%	15.0%	15.8%	15.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	56	83	82	114	178	230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	28	40	60	66	71
非经营收益	1	7	5	10	4	1
营运资金变动	-52	-5	-59	-111	-90	-89
经营活动现金净流	31	114	69	73	158	214
资本开支	-150	-151	-268	-150	-34	-72
投资	0	0	-30	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-150	-151	-298	-150	-34	-72
股权募资	237	0	0	491	0	0
债权募资	-23	15	219	-216	0	1
其他	-16	-19	-24	-20	-41	-48
筹资活动现金净流	197	-4	195	255	-41	-47
现金净流量	79	-41	-34	179	83	95

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	113	81	39	218	301	396
应收款项	120	171	209	297	414	531
存货	101	133	134	177	259	320
其他流动资产	97	107	84	132	190	244
流动资产	430	493	466	824	1,163	1,490
% 总资产	60.2%	54.0%	38.3%	49.2%	58.2%	63.5%
长期投资	0	0	31	32	31	31
固定资产	206	342	646	750	736	756
% 总资产	28.9%	37.5%	53.0%	44.7%	36.8%	32.3%
无形资产	74	73	71	68	66	65
非流动资产	284	420	752	852	835	855
% 总资产	39.8%	46.0%	61.7%	50.8%	41.8%	36.5%
资产总计	715	913	1,219	1,676	1,999	2,344
短期借款	75	90	209	0	0	0
应付款项	120	226	271	310	464	597
其他流动负债	13	24	-4	47	67	77
流动负债	208	341	475	358	531	674
长期贷款	50	50	150	150	150	151
其他长期负债	0	0	7	0	0	0
负债	258	391	632	508	681	825
普通股股东权益	455	520	585	1,167	1,316	1,518
少数股东权益	2	2	1	1	1	1
负债股东权益合计	715	913	1,219	1,676	1,999	2,344

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.467	0.463	0.457	0.513	0.804	1.037
每股净资产	3.791	2.891	3.248	5.257	5.930	6.837
每股经营现金净流	0.262	0.631	0.382	0.330	0.713	0.963
每股股利	0.000	0.150	0.100	0.100	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	12.31%	16.03%	14.08%	9.76%	13.55%	15.17%
总资产收益率	7.84%	9.14%	6.76%	6.79%	8.93%	9.82%
投入资本收益率	10.23%	11.87%	8.67%	8.98%	12.11%	13.51%
增长率						
主营业务收入增长率	26.77%	34.34%	1.34%	41.79%	48.79%	28.29%
EBIT增长率	47.15%	27.68%	0.40%	49.97%	50.04%	26.95%
净利润增长率	41.32%	48.85%	-1.28%	38.30%	56.69%	29.05%
总资产增长率	59.78%	27.67%	33.52%	37.56%	19.23%	17.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.1	78.1	109.3	113.0	110.0	110.0
存货周转天数	128.5	123.7	136.1	128.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	114.6	114.3	143.2	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	177.6	180.9	429.8	328.4	229.2	183.8
偿债能力						
净负债/股东权益	2.73%	11.23%	54.56%	-5.83%	-11.46%	-16.10%
EBIT利息保障倍数	8.1	11.5	15.0	8.5	15.6	22.7
资产负债率	36.12%	42.80%	51.90%	30.30%	34.06%	35.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；

持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；

卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室