

盈利能力显著提高

公司公布 2010 年中报，报告期内，公司实现营业总收入 41.4 亿元人民币，同比增长 71.0%，归属于上市公司股东的净利润 2.2 亿元人民币，同比增长 91.9%，每股净收益 0.199 元，公司的盈利能力显著提高，10 年中报业绩创历史最好水平。

研究结论

- **报告期内公司的营业收入大幅度增长。**报告期内，公司的汽车零部件业务营业收入同比增长 55.1%，高于乘用车行业整车产品的销量增速。公司汽车零部件业务的快速增长，除了受益于上半年整车行业的高度景气以外，公司产品销售结构的显著上移也为公司的汽车零部件业务销售收入的快速增长做出了重要贡献。
- **出口业务快速增长，受益于全球汽车行业供应链的重塑的趋势日渐明朗。**报告期内，公司的海外市场销售收入约为 5.65 亿元人民币，同比增长 47.9%，显示海外市场需求正在强劲复苏。公司的出口业务占比已经由去年同期的 13.7% 上升到今年的 17.7%。公司在万向节、等速驱动轴、底盘系统等产品领域拥有明显的竞争优势，在海外市场已经取得先发优势，公司受益于全球汽车行业供应链重塑进程的趋势日渐明朗。
- **报告期内公司主营业务的毛利水平在显著提高。**报告期内，公司的汽车零部件业务的毛利率为 21.2%，比去年同期上升了 4 个百分点。公司毛利水平的上升，最主要的驱动力是公司产品销售结构的显著上移，为下游高端车型配套的零部件的比例在显著提高；同时，报告期内的原材料价格水平处于低位，也为公司产品毛利水平的提高做出了贡献。
- **期间费用占比逐季下滑。**2 季度，公司的期间费用占比为 9.0%，已经连续三个季度环比下降，处于历史较低的水平。期间费用占比的降低，除了产销规模扩大带来的规模效应以外，公司产品销售结构的上移带来产品附加值的提升，也驱动公司的期间费用占比显著下降，从而增强公司的盈利能力。
- **下半年盈利水平继续以较快的速度增长的概率非常高。**展望下半年，下游整车的降价促销并不会对零部件行业的产品售价产生压力，整车销量同比增速大约在 10% 左右的水平，公司产品销售结构的上移和海外市场需求快速增长仍将驱动公司的盈利水平以相对较快的速度增长。
- **投资评级。**预计公司 10 年、11 年每股净收益分别为 0.47 元、0.64 元（全面摊薄后），相应的 P/E 水平分别为 27.47 倍、20.12 倍，相应的 P/B 水平分别为 3.98 倍、3.41 倍，6 个月目标价为 20.00 元，继续维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**1)、中高级轿车产品销量增速放缓，公司的附加值较高的产品的销量增速放缓；2)、海外市场需求再度萎缩。

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。并请阅读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 8 月 11 日)	12.90 元				
目标价格	20.00 元				
总股本/A 股 (万股)	122559 / 122559				
A 股市值 (百万元)	15810				
国家/地区	中国				
行业	汽车				
报告日期	2010 年 8 月 11 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	28.18	20.35	77.73
相对表现 (%)	15.29	36.25	97.54

资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,570	7,877	9,344	11,325
税前利润	52.82	117.58	146.81	184.65
归属母公司净利润	266	575	786	993
EBITDA	567	989	1,234	1,498
每股收益 (元)	0.26	0.47	0.64	0.81
净资产收益率	17.11%	20.53%	18.27%	19.60%
每股经营现金 (元)	0.71	0.13	1.53	0.12
市盈率 (X)	49.72	27.47	20.12	15.92
EV/EBITDA	16.57	15.94	11.81	10.06

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

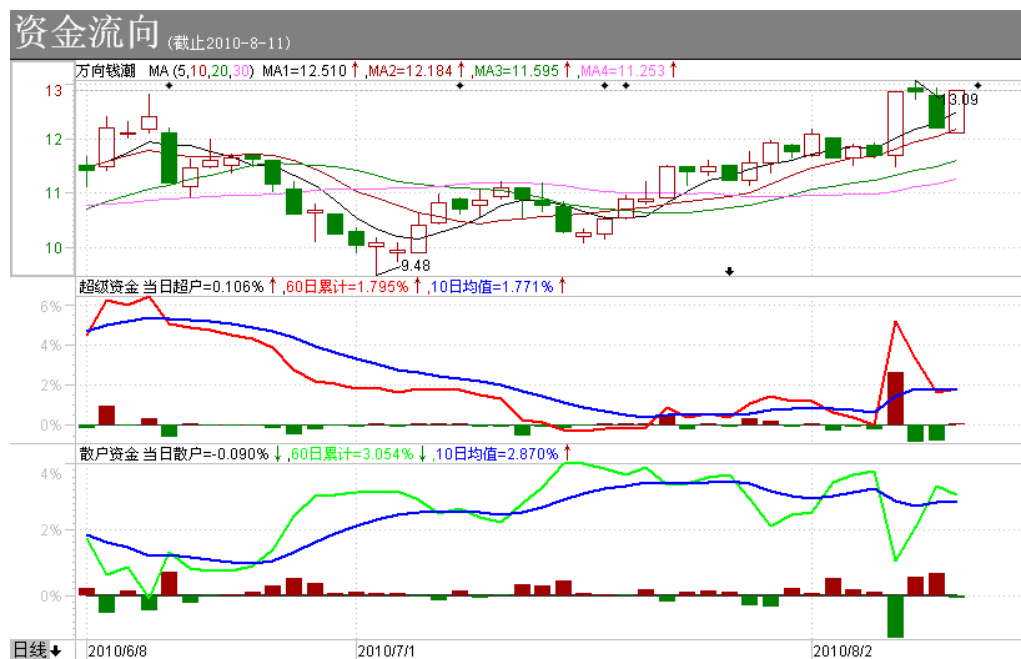
附表：公司财务报表预测

损益表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,570	7,877	9,344	11,325	经营活动现金流	727	158	1,874	146
营业成本	4,561	6,453	7,539	9,124	税后利润	266	575	786	993
主营业务税金及附加	26	34	42	51	经常性非现金支出	403	347	339	365
销售费用	176	217	276	334	非经常性现金支出	(12)	(10)	(10)	(10)
管理费用	335	395	476	544	营运资金变动	36	(796)	713	(1,255)
财务费用	114	78	60	54	少数股东损益	35	41	46	53
资产减值损失	50	28	27	42	投资活动现金流	(134)	(291)	(488)	(456)
投资收益	5	5	5	5	资本开支	(134)	(295)	(494)	(463)
营业利润	313	677	929	1,181	投资与投资收益	0	4	7	7
非经常性损益	41	57	50	50	筹资活动现金流	(652)	959	(392)	(186)
税前利润	354	734	979	1,231	贷款增加	(309)	0	(200)	0
所得税	53	118	147	185	支付股利利息	(323)	(190)	(192)	(186)
净利润	301	617	832	1,046	其他融资	(21)	0	0	0
少数股东损益	35	41	46	53	现金净流量	(59)	826	994	(496)
归属母公司净利润	266	575	786	993	现金期初余额	287	228	1,054	2,049
EPS (元/股)	0.26	0.47	0.64	0.81	现金期末余额	228	1,054	2,049	1,552

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	3,026	5,333	6,039	7,411	增长能力				
货币资金	503	1,329	2,324	1,827	营收增长率(%)	14.88%	41.43%	18.62%	21.20%
应收账款及票据	1,391	1,641	1,948	2,364	EBITDA 增长率(%)	9.34%	74.20%	24.82%	21.39%
存货	1,071	2,238	1,623	3,044	EBIT 增长率(%)	7.78%	137.09%	31.17%	25.05%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	-8.04%	105.01%	34.88%	25.77%
非流动资产合计	2,783	2,844	3,093	3,294	盈利能力				
长期投资	297	295	295	295	毛利率(%)	18.12%	18.08%	19.32%	19.44%
固定资产	2,247	2,222	2,315	2,468	净利率(%)	5.40%	7.83%	8.90%	9.24%
在建工程	85	170	326	373	EBITDA 利润率(%)	10.19%	12.55%	13.21%	13.23%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	5.18%	8.82%	9.61%	10.55%
无形资产	123	124	125	126	ROE(%)	17.1%	20.5%	18.3%	19.6%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	7.04%	11.39%	13.86%	15.04%
资产总计	5,809	8,177	9,133	10,705	偿债能力				
流动负债合计	3,025	3,729	3,976	4,624	资产负债率(%)	67.7%	48.0%	45.7%	45.0%
循环借款	1,086	1,086	886	886	流动比率(倍)	1.00	1.43	1.52	1.60
应付账款及票据	1,599	2,259	2,639	3,193	速动比率(倍)	0.65	0.83	1.11	0.94
预收账款	27	39	47	57	营运能力				
其他应付款	37	65	75	91	总资产周转率	0.96	1.13	1.08	1.14
非流动负债合计	907	198	198	198	应收账款周转率	2.24	2.50	2.50	2.53
长期贷款	195	195	195	195	存货周转率	4.09	3.90	3.91	3.91
应付债券	709	0	0	0	应付账款周转率	2.95	3.35	3.08	3.13
负债合计	3,932	3,927	4,174	4,822	价值评估				
股本	1,026	1,226	1,226	1,226	P/B(倍)	8.08	3.98	3.41	2.87
资本公积	1	1,659	1,659	1,659	P/E(倍)	49.72	27.47	20.12	15.92
未分配利润	596	1,011	1,596	2,367	EV/收入(倍)	1.69	2.00	1.56	1.33
股东权益合计	1,877	4,249	4,959	5,883	EV/EBITDA(倍)	16.57	15.94	11.81	10.06
负债和股东权益	5,809	8,177	9,133	10,705	EV/EBIT(倍)	29.72	21.01	14.80	12.24

数据来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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