

即将开始新一轮的快速增长

研究结论

- **公司即将开始新一轮的快速增长。**公司未来三年盈利水平快速增长的驱动因素包括：1)、紧随下游整车企业的产能扩张而全国布局产能，此举一方面有利于提升公司的市场份额，同时能有效降低公司的运营成本，提升公司的盈利水平。公司目前的生产能力主要集中在长春、宁波和上海，东北新工厂、成都新工厂预计在2011年、2012年分别建成投产，南京工厂、武汉工厂、福州工厂、佛山工厂也已经在筹划当中。2)、公司将进入附加值较高的座椅产品系统。整车中座椅系统的价值量相当于非座椅内饰产品总成的总和。公司现有产品附加值提升空间有限，公司募投项目将涉足座椅系统相关零件产品，预计该项目建成达产后，产品销售收入和毛利水平较目前的产品有大幅度的提高；3)、国际并购将帮助公司实现产品技术水平和盈利水平的大幅度提升。公司09年分别出售了公司持有的陆平机器厂73.8%的股权、富奥公司29%的股权，累计回笼现金约7亿元人民币，同时公司于10年3月份完成了定向增发，募集资金8.5亿元。公司目前的财务状况良好，资产负债率非常低，完全有实力开展国际并购。国际并购将帮助公司拓展产品线，快速提升产品附加值，为公司盈利水平的提高注入强劲动力。
- **参股公司富奥上市在即，将对公司产生积极的影响。**一方面，富奥在资本市场的支持下驶入发展的快车道，为公司贡献的投资收益有望快速增长；另外一方面，富奥公司上市后，公司所持有的富奥公司的股权价值将获得重估。如果公司获得比富奥公司投资回报率更高的投资机会，公司可以选择减持所持有的富奥公司的股份，兑现二级市场所赋予的对富奥公司的流动性和成长性估值溢价，为公司投资于回报率更高的项目提供现金支持。
- **投资评级。**鉴于公司未来三年全国布局快速提升市场份额、进入全新产品领域提升产品附加值、国际并购引进盈利能力较强的产品，富奥上市后盈利水平进入快速上升通道，我们预计公司未来三年复合增长率有望超过30%。2005-2007年公司通过IPO与增发募集资金走上内涵+外延式共同发展的快速成长之路，三年间公司净利润的年的复合增长率达65%，期间大部分交易日公司股价对应的市盈率在20-50倍之间；而目前公司处境与2005年的非常相似，我们认为理应享受估值溢价。采用PEG法估值，给予公司2011年0.9倍PEG，对应PE为27倍，目标价25.92元，首次给予买入的投资评级。
- **近期可能的股价催化剂。**1)、富奥公司上市，市场给予较高的估值水平；2)、国际并购项目年内取得实质性进展。
- **风险因素。**1)、乘用车行业景气程度显著下降；2)公司募投项目达产及全国布局的进度低于预期；3)国际并购项目进展缓慢。4)原材料价格大幅度上涨。



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

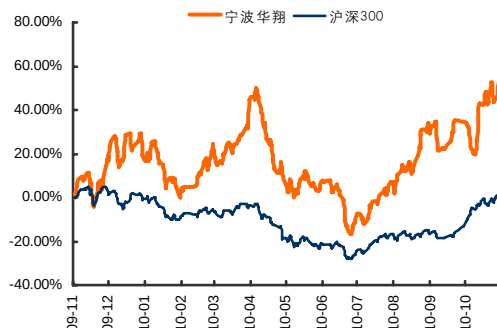
wangyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121343

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年11月9日)	18.13元
目标价格	25.92元
总股本/A股(万股)	56714/56714
A股市值(百万元)	10282
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告日期	2010年11月10日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	32.40	58.74	60.96
相对表现(%)	9.19	29.86	60.35

资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,814	3,357	4,218	5,389
利润总额	522	581	751	956
归属母公司净利润	358	406	550	717
每股收益(元)	0.72	0.72	0.97	1.26
净资产收益率	28.3%	25.1%	27.0%	28.0%
市盈率(X)	25.02	25.30	18.71	14.35
市净率(X)	6.29	5.65	4.56	3.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

正文目录

1、公司简介	3
2、公司成长路径回顾	5
3、公司未来五年成长的驱动力	6
3.1、全国布局提升市场份额、降低营运成本	6
3.2、进入附加值较高的产品领域，提升内饰产品附加值	6
3.3、国际并购，引进盈利能力更强的产品	7
4、富奥公司上市将对公司产生积极影响	8
4.1、富奥公司上市后将开启全新的发展阶段	8
4.2、富奥上市从两个方面对公司产生积极影响	9
5、公司盈利预测与投资评级	9
6、风险因素	10

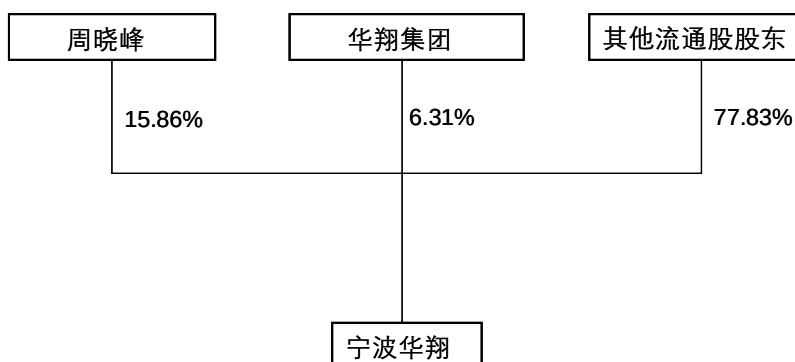
图表目录

图 1 宁波华翔股权结构	3
图 2 公司产品销售收入分布结构	3
图 3 公司主要客户为公司贡献的销售收入的比重（根据 2010 年上半年的财务数据）	4
图 4 公司销售收入（亿元）及归属于上市公司股东的净利润（亿元）的变化趋势	5
图 5 乘用车整车产品成本构成	7
图 6 公司资产负债率变化趋势	7
图 7 宁波华翔历史 PE-band	11
附图：相关上市公司近期资金流向	13
表 1 主要控股子公司销售收入及净利润情况（2010 1H）	4
表 2 主要参股公司销售收入及贡献的投资收益情况（2010 1H）	4
表 3 公司成长路径	5
表 4 公司新建工厂全国布局	6
表 5 国内不同汽车零部件公司的盈利水平对比	8
表 6 一汽集团旗下零部件集团的产品定位	8
表 7 公司非公开增发募集资金投向	9
表 8 公司分部权益净利润分拆预测（万元人民币）	10
附表：财务报表预测	12

1、公司简介

宁波华翔（以下简称公司）是一家以汽车零部件为主营业务的民营企业，公司董事长周晓峰先生及其关联方华翔集团是公司的实际控制人。截止到 2010 年 6 月，公司实际控制人合计共持有上市公司 22.17% 的股权。

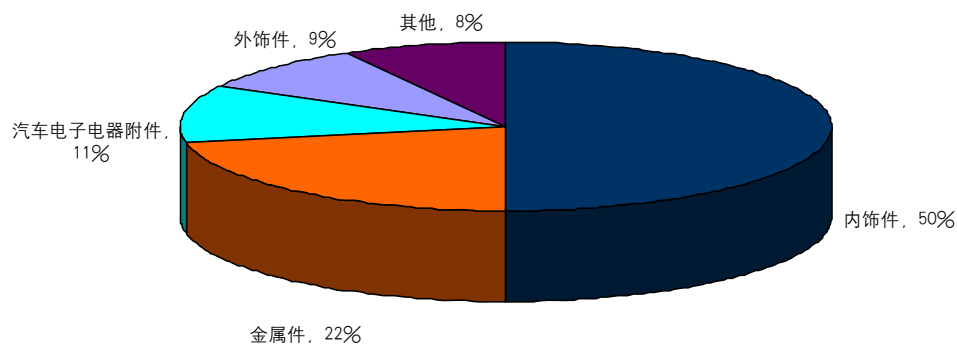
图 1 宁波华翔股权结构



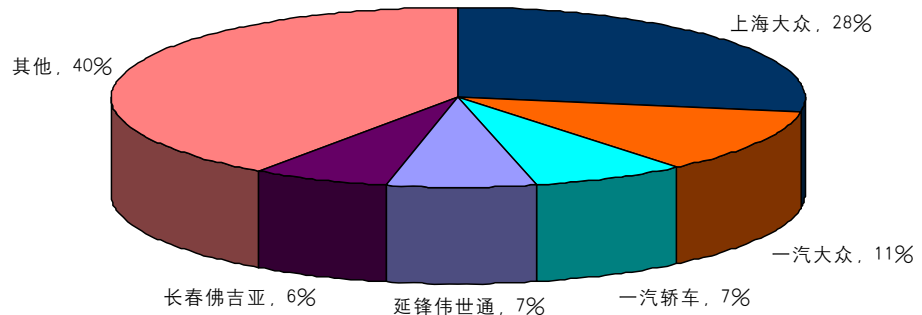
数据来源：公司财务报告

经过 09 年的业务梳理，公司目前的主营业务包括汽车内、外饰件、汽车发动机排气、消声系统、汽车电子电器附件和金属冲压件，主要的收入来源是汽车内饰件、发动机排气、消声系统、汽车电子电器附件和金属冲压件；正在计划进入的产品领域是汽车座椅系统。公司目前最大客户是上海大众和一汽大众，来自这两家合资公司的采购额接近公司年销售收入的 40%，公司还为上海通用、天津一汽丰田、上海汽车、一汽轿车、江铃、奇瑞、东风日产、沈阳华晨、江淮汽车、昌河铃木等国内汽车制造商提供零部件配套。

图 2 公司产品销售收入分布结构



数据来源：公司财务报告 东方证券研究所

图 3 公司主要客户为公司贡献的销售收入的比重（根据 2010 年上半年的财务数据）


数据来源：公司财务报告 东方证券研究所

公司通过自建、与国外零部件企业或整车厂合资、收购兼并等方式控股了多家子公司，现已拥有 14 家控股子公司。其中，控股子公司长春华翔轿车消声器公司、宁波井上华翔汽车零部件公司、宁波玛克特汽车饰件公司、宁波诗兰姆汽车零部件公司，以及参股公司富奥汽车零部件公司、长春佛吉亚排气系统公司，是目前公司主要的利润来源。

表 1 主要控股子公司销售收入及净利润情况（2010 1H）

主要控股子公司	持股比例	主要产品	配套企业	销售收入规模（万元）	净利润（万元）
长春华翔轿车消声器有限责任公司	90.23%	轿车排气消声系统	一汽大众、一汽轿车	37,003.67	5,273.21
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50.00%	门内饰板总成、车饰柱	上海大众、一汽丰田	41,524.76	2,093.33
宁波玛克特汽车饰件有限公司	75.00%	胡桃木饰件	上海大众、一汽大众	14,028.85	1,099.34
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50.00%	线路保护器（波纹管、扎扣）	二次配套	12,632.50	1,074.07
宁波安通林华翔汽车零部件有限公司	50.00%	门内饰板总成、车门模块	上海大众、一汽大众、上海通用	12,768.12	338.61
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50.00%	汽车后视镜、外饰件	上海大众、一汽大众、上海通用	3,209.75	242.50
上海大众联翔汽车零部件有限公司	100.00%	门内饰柱	上海大众、一汽大众	4,054.43	233.77
宁波华翔汽车饰件有限公司	75.00%	汽车零部件涂装、电镀：汽车外饰件	上海大众、上海汽车	11,540.35	166.03

数据来源：公司财务报告 东方证券研究所

表 2 主要参股公司销售收入及贡献的投资收益情况（2010 1H）

主要参股公司	持股比例	主要产品	配套企业	销售收入规模（万元）	投资收益（万元）
富奥汽车零部件股份有限公司	20.00%	环境控制系统、转向及传动系统等	一汽集团、一汽大众	276,551.75	6,712.21
长春佛吉亚排气系统有限公司	44.21%	汽车排气系统	一汽大众、一汽轿车	-	3,066.63
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	50.00%	汽车内、外饰件，冲压件	江铃汽车、福田汽车、金龙汽车	8,733.29	299.57

数据来源：公司财务报告 东方证券研究所

2、公司成长路径回顾

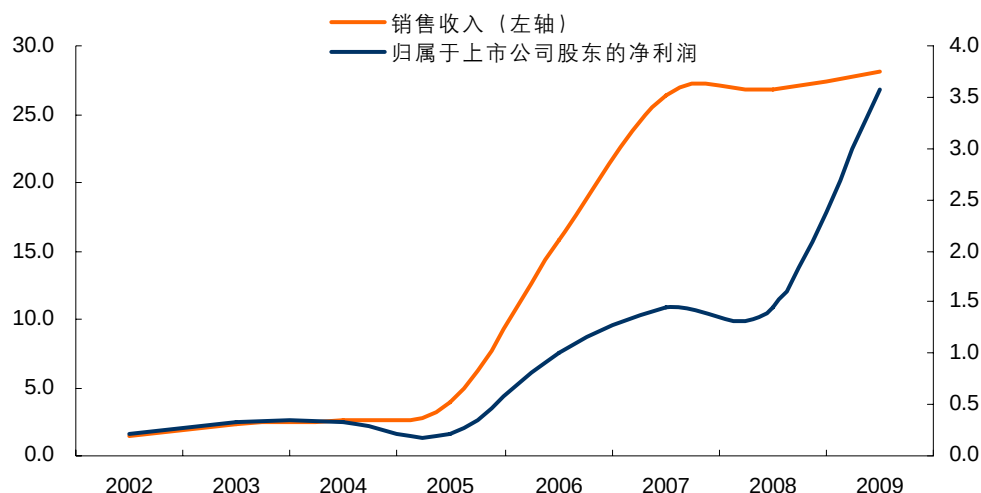
公司自从 1993 年开始进入汽车零部件行业以来，大致经历了三个成长阶段，通过坚持主业、组建合资公司和兼并收购，公司长为一个汽车零部件行业具有较强竞争力的集团公司，盈利水平快速提高。

表 3 公司成长路径

发展阶段	成长驱动力	标志性事件
第一阶段： 1993-2003	1) 乘用车产品需求由公务车需求向私人需求过渡； 2) 和上海大众共同成长； 3) 组建合资公司，进入合资方既有的整车配套体系	1) 为上海大众的桑塔纳等车型配套； 2) 组建并上华翔、诗兰姆、玛克特、华翔日进、米勒模具、公主岭内饰公司、华翔汽车饰件公司等合资公司，进入一汽丰田、一汽大众、一汽轿车的配套体系。 3) 成为国内唯一能制造胡桃木内饰产品的公司，为帕萨特、奥迪、凯迪拉克、宝马等中高级轿车及豪华车型配套；成为国内最大的线路保护器制造商。
第二阶段： 2004-2008	1) 乘用车行业在私人需求驱动下快速成长； 2) 合资乘用车企业大幅度提升零部件的国产化率，公司订单爆发式增长； 3) 继续组建合资公司，进入合资方既有的整车配套体系 4) 国内收购兼并特种车和零部件企业	1) 为上海大众帕萨特、一汽大众奥迪、一汽丰田锐志等高端车型配套；并进一步提升对上海大众的配套量，成为上海大众的A级供应商； 2) 组建华翔后视镜公司、宁波安通林、宁波胜维德赫、江铃华翔等合资公司 3) 2005年上市，2006年收购长春消声器厂77.1%的股权，增持陆平机器厂的股权至73.8%；2007年认购富奥汽车零部件公司49%的股权。
第三阶段： 2009-	1) 乘用车行业开始进入稳定增长阶段； 2) 由单一零部件供应商向模块化供应商过渡； 3) 公司紧随下游整车企业就近建厂，开始大规模全国布局； 4) 公司拟进入附加值较高的座椅产品市场； 5) 公司开始收购海外公司，进行国际化布局，获取先进的产品技术，提升产品的附加值。	1) 成为上海大众、一汽大众的内饰集成供应商； 2) 围绕一汽大众的工厂，在长春、成都建厂，成立分公司； 3) 筹划在南京、武汉、福州、佛山围绕整车企业就近建厂； 4) 投资建设座椅头枕和坐垫生产线，考虑和跨国企业合作； 5) 海外收购谈判正在进行中

数据来源：公司公告 东方证券研究所

图 4 公司销售收入（亿元）及归属于上市公司股东的净利润（亿元）的变化趋势



数据来源：公司财务报告

3、公司未来五年成长的驱动力

3.1、全国布局提升市场份额、降低营运成本

在 09 年之前，公司的工厂主要分布在宁波、上海和长春三个城市，主要围绕上海大众、一汽大众、一汽丰田进行工厂布局。从 09 年开始，整车企业开始了新一轮的产能扩张。上海大众、一汽大众、一汽丰田、福建戴姆勒和东风日产等整车企业纷纷兴建新的工厂。为顺应这种全新的变化，公司决定在长春、成都、南京、武汉、福州、佛山建立工厂，为上述公司提供产品配套服务。

零部件企业靠近整车企业建厂的优点在于：1)、符合现代整车企业对零部件供应商供货 Just in time 的要求，（即整车企业不储备零部件库存，要求零部件供应商在规定的时间内，送达规定数量符合要求的零部件。），提升零部件企业的快速及时响应能力，有利于提升零部件企业的市场份额；2)、显著降低零部件企业的物流成本。特别是汽车内饰件产品，属于轻货范畴，如能在整车企业附近生产，则物流成本的节省相当显著。

公司目前在国内汽车零部件市场上的份额大约在 4% 左右，公司规划到 2015 年，现有产品的市场份额提升至 20%。

表 4 公司新建工厂全国布局

新建工厂	产品	配套的整车企业	量产时间
东北新工厂	内饰件总成、轿车仪表盘支架和前后保险杠支架	一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、华晨汽车、哈飞汽车	2011 年
成都新工厂	内饰件总成、发动机排气系统	一汽大众、一汽丰田	2012 年
南京新工厂	内饰件总成	上海大众南京分公司	筹建中
武汉新工厂	内饰件总成、发动机排气系统	神龙汽车、东风日产	筹建中
福州新工厂	内饰件总成	福建戴姆勒	筹建中
佛山新工厂	内饰件总成	东风日产	筹建中

数据来源：公司公告 东方证券研究所

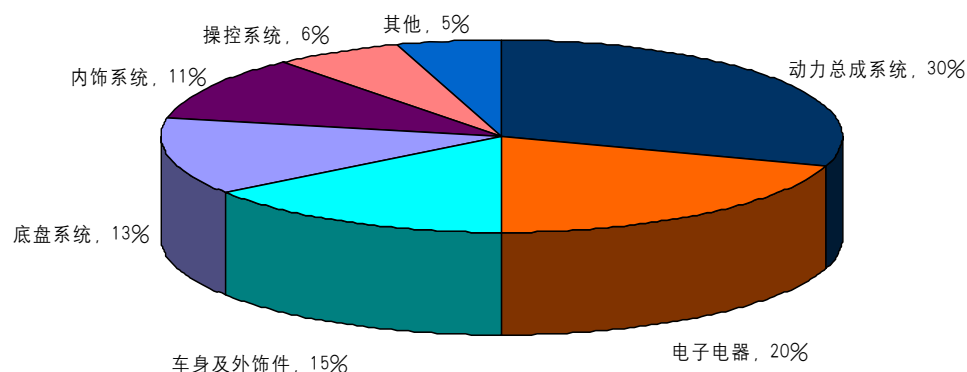
3.2、进入附加值较高的产品领域，提升内饰产品附加值

目前，公司的主要的利润来源是乘用车内饰件、发动机排气、消声系统、汽车电子电器附件和金属冲压件。一般而言，乘用车全部内饰件占整车产品成本的 11% 左右，其中，非座椅内饰件占整车成本的 5% 左右。座椅系统大约占整车产品成本的 6% 左右。以国内某款售价在 24 万元左右的中高级轿车为例，全部内饰产品总的产品成本大约在 16000 元左右，其中座椅系统产品成本约为 8600 元，其他非座椅产品内饰件的产品成本的总和大约在 7400 元左右，座椅系统的价值量远大于其他内饰件产品。

汽车座椅是汽车主要功能件之一，对车辆的乘坐舒适性、安全性的影响非常大，产品附加值较高。目前国内的中高端座椅产品市场基本上由延锋江森、富维江森和延锋伟世通等几家跨国公司所垄断。参考富维-江森的运营数据，目前国内汽车座椅系统的产品净利润率大约在 8%~10% 之间，显著高于非座椅内饰件的盈利水平。

公司计划利用募集资金投资轿车座椅头枕和坐垫项目，该项目计划投资约 1.2 亿元，形成年产 15 万套轿车座椅头枕和坐垫的生产能力，预计可实现年平均销售收入约 2 亿元。我们认为，公司在座椅产品市场上最终的目标是成为座椅系统集成商，届时，公司的内饰产品的营收规模和盈利水平将实现跨越式的增长，成为国内有竞争力的综合性汽车内饰产品制造商。

图 5 乘用车整车产品成本构成

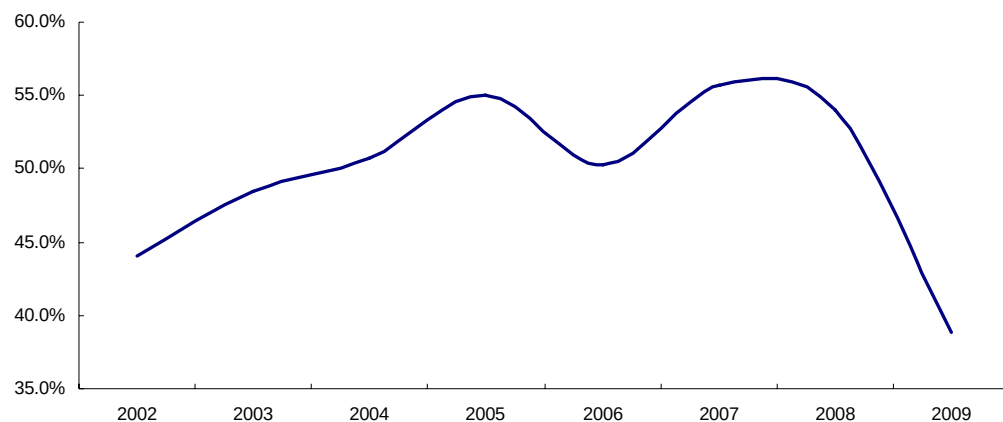


数据来源：东方证券研究所

3.3、国际并购，引进盈利能力更强的产品

公司通过出售陆平机器厂 73.8% 的股权，出售富奥汽车零部件公司 29% 的股权，总计套现约 7 亿元人民币；2010 年 3 月份，公司完成非公开增发，募集资金 8.5 亿元人民币，其中约 2 亿元人民币用于补充流动资金。目前公司的财务状况良好，截止到 2010 年 9 月份，公司的资产负债率已经降至 27.83%，公司的财务状况使公司有实力对外购买资产。

图 6 公司资产负债率变化趋势



数据来源：WIND 资讯

鉴于现有产品的附加值提升空间有限，公司除了规划进入汽车座椅系统相关产品领域以外，还规划采取跨国并购的方式，拓宽公司的产品线，使公司能进入附加值更高的产品领域，全面提升公司产品的盈利水平。根据公司的规划，国际并购力争在 2010 年下半年有实质性的突破。

表 5 国内不同汽车零部件公司的盈利水平对比

	主要产品	2007 年净利润率
延锋伟世通汽车饰件系统有限公司	汽车内外饰系统总成、座椅系统、汽车电子、安全系统	9.60%
上海纳铁福传动轴有限公司	等速驱动轴	17.49%
上海汽车制动系统有限公司	汽车制动器	9.99%
上海法雷奥汽车电器系统有限公司	汽车发电机、起动机	12.15%
上海采埃孚转向机有限公司	转向机及相关零部件	12.16%
长春富维—江森自控汽车饰件系统有限公司	汽车内饰系统总成、座椅系统、车身电子	11.23%
宁波华翔汽车电子股份有限公司	汽车内饰件、排气消声器、电子电器附件、金属冲压件	7.60%

数据来源：相关上市公司公告 东方证券研究所

4、富奥公司上市将对公司产生积极影响

4.1、富奥公司上市后将开启全新的发展阶段

目前，一汽集团旗下共有两个零部件企业集团，分别是富奥公司和一汽富维。这两个零部件企业集团的产品定位是明显不同的。富奥公司旗下企业的产品主要是核心紧密零部件产品，而一汽富维旗下产品主要非核心紧密零部件。核心紧密零部件对于整车企业的重要性要高于非核心紧密零部件。相应的，核心紧密型汽车零部件的产品盈利水平也非常高。

表 6 一汽集团旗下零部件集团的产品定位

零部件集团	产品定位	产品属性	具体产品
富奥公司	核心紧密零部件	产品技术主要来自整车企业内部的研发，并能够明显地反映整车企业自身的技术特性的汽车零部件	汽车底盘系统、传动系统、悬挂系统、操控系统
一汽富维	非核心紧密零部件	除汽车整车紧密相关零部件之外的汽车零部件。该类汽车零部件因具有较强的共性，一般由独立零部件厂商提供，其技术主要依靠零部件企业进行自主研发。	汽车内、外饰件类零部件系统、汽车电子电器，安全性零部件系统、各类功能性附件

数据来源：公司公告 东方证券研究所

富奥公司下属企业的产品大约有80%配套给一汽集团下属的整车企业，富奥公司旗下产品对一汽集团各类整车性能、质量的影响非常大。

另外，对于一汽集团而言，无论是商用车、还是自主品牌乘用车产品，都需要适应已经开始的行业内涵式的增长模式，产品附加值的提升对盈利水平的提高的影响大于产品销量的增长。这就要求包

包括富奥在内的零部件供应商需要和整车企业同步提升自身产品的附加值，升级制造装备、引进新的产品技术，新一轮的投资将迅速展开。截止到09年年底，富奥公司的资产负债率达67%。富奥公司的发展壮大，迫切需要资金支持。富奥上市后，融资渠道更加多元化，更加通畅。我们可以预见，富奥上市后，在资本市场的支持下，企业成长将更加迅速，盈利水平有望快速增长。

4.2、富奥上市从两个方面对公司产生积极影响

一方面，富奥在资本市场的支持下驶入发展的快车道，为公司贡献的投资收益有望快速增长；另一方面，富奥公司上市后，公司所持有的富奥公司的股权价值将获得重估。如果公司获得比富奥公司投资回报率更高的投资机会，公司可以选择减持所持有的富奥公司的股份，兑现二级市场所赋予的对富奥公司的流动性和成长性估值溢价，为公司投资于回报率更高的项目提供现金支持。

5、公司盈利预测与投资评级

公司已经于2010年3月份完成非公开增发，募集资金8.5亿元人民币，其中约7亿元人民币投向如下三个项目。

表 7 公司非公开增发募集资金投向

投资项目	总投资 (万元)	建设期 (月)	项目建成后的产品及产能	预计年销售收入 (万元)	年利润总额 (万元)
项目一：内饰件总成东北生产基地	39,113	12	年产汽车仪表板总成30 万套 年产汽车中央通道总成40 万套	53,680	7,578
项目二：轿车仪表盘支架和前后保险杠支架	18,843	12	年产轿车保险杠支架冲压焊接件40 万套 仪表板支架冲压焊接件25 万套。	31,767	7,215
项目三：轿车座椅头枕、座垫	12,120	12	年产15 万套轿车座椅头枕、座垫产品	18,650	3,373

数据来源：公司公告

我们假设：

- 1) 募集资金投资项目在2011年年底建成并投产；
- 2) 2011~2012年乘用车整车销量增速分别为15%、20%；
- 3) 上海大众、一汽大众新工厂在2012年建成并投入使用。在上述假设条件下，公司各个子公司盈利预测如下：

表 8 公司分部权益净利润分拆预测（万元人民币）

控股子公司及参股公司	持股比例	2009	2010E	2011E	2012E
长春华翔轿车消声器有限责任公司	90.23%-93.21%	2,905	10,927	17,484	22,635
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50.00%	1,347	2,506	3,258	3,746
宁波玛克特汽车饰件有限公司	75.00%	860	1,876	2,813	3,235
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50.00%	497	1,102	1,653	1,984
宁波安通林华翔汽车零部件有限公司	50.00%	-174	562	1,605	1,766
公主岭安通林华翔汽车零部件有限公司	47.00%	228	-	-	-
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50.00%	7	280	766	1,149
上海大众联翔汽车零部件有限公司	100.00%	440	720	913	1,000
宁波华翔汽车饰件有限公司	75.00%	-584	244	305	1,146
上海华新汽车橡塑制品有限公司	51.00%	151	188	-	-
宁波米勒模具制造有限公司	75.00%	18	113	141	176
富奥汽车零部件股份有限公司	20.00%	5,168	13,048	12,000	14,400
长春佛吉亚排气系统有限公司	44.21%	6,707	8,833	13,250	16,563
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	50.00%	172	325	406	447
公主岭华翔汽车零部件有限公司(募投项目新设公司)	100.00%				3,000
其他		18,033	55	60	60
合计		35,778	40,779	54,654	71,307
每股净收益		0.72	0.72	0.97	1.26

数据来源：公司公告 东方证券研究所 仪表板和保险杠支架项目、座椅头枕和坐垫项目分别由长春消声器公司、宁波华翔实施。

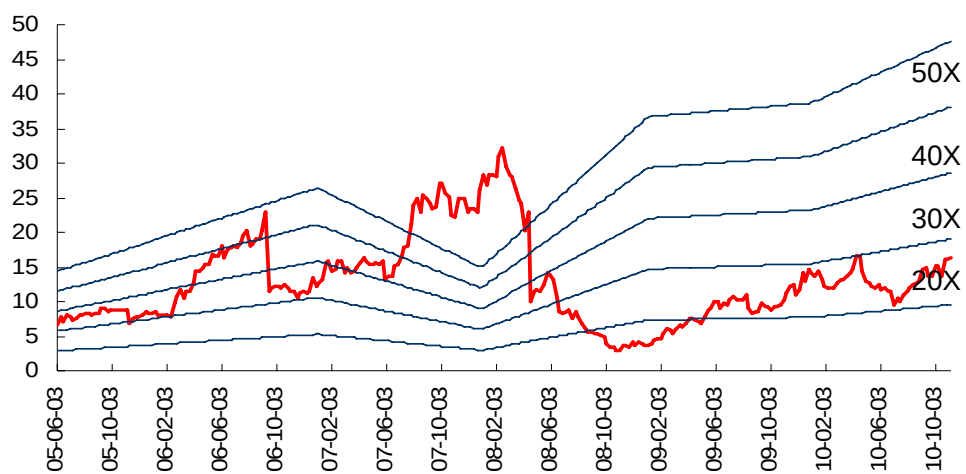
鉴于公司未来三年全国布局快速提升市场份额、进入全新的产品领域提升产品附加值、国际并购引进盈利能力较强的产品，富奥上市后盈利水平进入快速上升通道，预计未来三年将是公司新一轮盈利快速增长期，复合增长率有望超过 30%。预测 2010-2011 年每股净收益分别为 0.72 元、0.97 元。

回顾宁波华翔的发展历程，2005-2007 年，公司通过 IPO 与增发募集资金走上内涵+外延式共同发展的快速成长之路，三年间公司净利润的年的复合增长率达 65%，期间大部分交易日公司股价对应的市盈率区间在 20-50 倍之间；而目前，公司即将迈入新一轮快速发展道路，与 2005 年的处境非常相似，公司理应享受估值溢价。我们采用 PEG 法估值，给予公司 2011 年 0.9 倍 PEG，对应 PE 为 27 倍，目标价 25.92 元，首次给予买入的投资评级。

6、风险因素

1)、乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司募投项目达产及全国布局的进度低于预期；3) 国际并购项目进展缓慢。4) 原材料价格大幅度上涨。

图7 宁波华翔历史 PE-band



数据来源：东方证券研究所

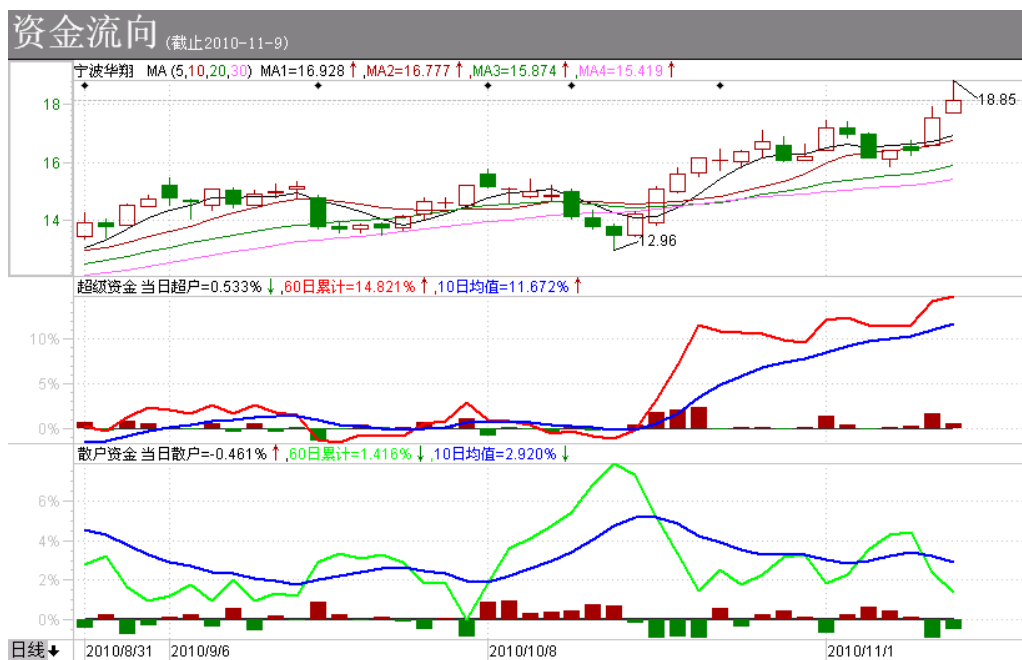
附表：财务报表预测

损益表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,814	3,357	4,218	5,389	经营活动现金流	247	215	576	384
营业成本	2,205	2,592	3,282	4,152	税后利润	358	406	550	717
主营业务税金及附加	5	7	8	10	经常性非现金支出	211	175	130	121
销售费用	91	120	148	186	非经常性现金支出	(312)	(205)	(268)	(305)
管理费用	252	242	313	402	营运资金变动	(73)	(277)	30	(302)
财务费用	39	(0)	(10)	(10)	少数股东损益	63	116	133	153
资产减值损失	46	27	8	12	投资活动现金流	577	42	(7)	(6)
投资收益	347	206	269	306	资本开支	(104)	(79)	(127)	(127)
营业利润	522	576	739	943	投资与投资收益	681	121	121	121
非经常性损益	(1)	5	12	13	筹资活动现金流	(574)	(282)	(15)	(215)
税前利润	522	581	751	956	贷款增加	(515)	(250)	100	(100)
所得税	101	58	68	86	支付股利利息	(97)	(95)	(119)	(119)
净利润	421	522	683	870	其他融资	22	63	4	4
少数股东损益	63	116	133	153	现金净流量	249	(24)	554	163
归属母公司净利润	358	406	550	717	现金期初余额	287	536	511	1,065
EPS (元/股)	0.72	0.72	0.97	1.26	现金期末余额	536	511	1,065	1,228

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	1,548	1,874	2,610	3,342	增长能力				
货币资金	540	511	1,065	1,228	营收增长率(%)	4.9%	19.3%	25.6%	27.8%
应收账款及票据	429	495	630	812	EBITDA 增长率(%)	90.7%	7.5%	16.3%	19.3%
存货	445	725	761	1,135	EBIT 增长率(%)	127.4%	9.6%	21.6%	24.0%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	127.7%	24.2%	30.8%	27.4%
非流动资产合计	1,233	1,266	1,415	1,613	盈利能力				
长期投资	361	447	585	760	毛利率(%)	21.6%	22.8%	22.2%	23.0%
固定资产	641	627	638	666	净利率(%)	14.9%	15.6%	16.2%	16.1%
在建工程	21	35	70	79	EBITDA 利润率(%)	24.9%	22.4%	20.8%	19.4%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	14.4%	17.6%	19.1%	19.4%
无形资产	126	113	100	87	ROE(%)	28.3%	25.1%	27.0%	28.0%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	25.1%	25.1%	23.8%	24.0%
资产总计	2,781	3,140	4,024	4,956	偿债能力				
流动负债合计	926	875	1,189	1,364	资产负债率(%)	38.9%	29.6%	30.9%	28.6%
循环借款	207	57	157	57	流动比率(倍)	1.67	2.14	2.19	2.45
应付账款及票据	553	648	820	1,038	速动比率(倍)	1.19	1.31	1.55	1.62
预收账款	16	34	42	54	营运能力				
其他应付款	55	52	66	83	总资产周转率	0.97	1.13	1.18	1.20
非流动负债合计	155	55	55	55	应收账款周转率	3.26	3.44	3.57	3.59
长期贷款	100	0	0	0	存货周转率	4.34	4.43	4.42	4.38
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	4.23	4.32	4.47	4.47
负债合计	1,081	929	1,244	1,419	价值评估				
股本	494	567	567	567	P/B(倍)	6.3	5.7	4.6	3.6
资本公积	192	192	192	192	P/E(倍)	25.0	25.3	18.7	14.3
未分配利润	674	954	1,336	1,867	EV/收入(倍)	3.2	2.9	2.2	1.7
股东权益合计	1,699	2,210	2,780	3,537	EV/EBITDA(倍)	12.9	13.0	10.7	8.7
负债和股东权益	2,781	3,140	4,024	4,956	EV/EBIT(倍)	15.9	15.7	12.3	9.7

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

分析师申明

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