

方正证券研究所

机械行业资深分析师：李俭俭

电邮:lijianjian@foundersc.com

SAC 证书编号：S1220208100112

机械行业分析师：彭 民

电话：(8610) 68584886

电邮:pengmin@foundersc.com

助理分析师：周娅

联系人：杨盼

电话：(86731) 85832449

电邮: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格（元）	——
A 股发行股数（万股）	5200
发行前总股本（万股）	15376
发行后总股本（万股）	20576
发行日期	2010/11/15
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	中投证券
上市日期	2010/--/--

机械行业相对上证指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

汽车覆盖件模具龙头 定位高端+出口

天汽模（002510）新股投资价值分析

新股投资价值分析
2010. 11. 15

机械行业

投资要点：

※国内汽车覆盖件模具龙头，定位高端+出口

公司是我国最大的汽车覆盖件模具供应商，以汽车模具研制为主体，并凭借在模具领域技术、客户资源等方面优势，延伸产业链，为客户新车型开发提供全套“模、检、夹”工艺装备、整车技术协调服务以及汽车冲压件等业务。产品定位于“高端及出口模具”，采取“高附加值产品自制、部分低附加值产品外协”的运营模式，大幅提高公司订单响应能力和整体盈利水平，降低生产成本。2009 年，公司市场占有率 16.59%，稳居首位。

※技术及品牌壁垒高筑，坚守龙头地位

汽车覆盖件模具行业具有较高的技术和品牌壁垒。公司建立了“博士后流动站+模具研究院+生产技术中心”一体化技术研发体系，复杂模具运动仿真、全工序冲压工艺 CAE 分析等多项技术国际领先、国内一流。同时，“天汽模”已成为行业公认的优质品牌，客户覆盖了奔驰、宝马、奇瑞等国内绝大多数知名汽车厂商和众多国际知名汽车企业。

※汽车行业快速发展及新车型推出提速，未来增长可期

近 10 年，国内汽车产业年复合增速超过 20%，新车型开发及旧车型改造周期大幅缩短 25%-75%，拉动了对汽车覆盖件模具的巨大需求。按照 2009 年新车型推出数量计算，未来国内市场空间约为 100 亿元，目前公司模具业务年收入约占未来容量的 4.54%，可拓展空间广阔。同时，在国内模具骨干企业综合实力不断提升、汽车厂商成本压力增大及国家政策导向等因素共同作用下，自主品牌及合资品牌车企纷纷将模具采购由进口转为国内订购，国产化率不断提升。公司作为行业龙头，将成为行业增长最大受惠者。

※唯一规模化出口厂商，畅享百亿美元国际大市场

国际竞争、金融危机加剧国外汽车企业成本压力，日本、德国等传统汽车模具强国投入不足、逐渐萎缩，国内汽车模具企业出口迎来难逢良机。公司“冲压厂→模具厂→整车厂”独特的渠道拓展模式，以及相当于日本的 70%、不足欧美价格 50%的价格优势，国际市场竞争力较强，将畅享 100 亿美元国际大市场。目前，公司是国内唯一真正实现规模化出口的汽车模具企业，出口销售占比约为 30%，预计未来 3 年将达到 50%。截至目前，在手汽车模具海外订单 2.54 亿元，相当于 2009 年模具业务总收入的 56%。

※募投项目巩固高端市场先发优势，合理价值区间 15.71-18.52 元

国内高端产品市场仅有本公司等少数几家优秀企业参与竞争，发展前景广阔。目前，产能不足已成为公司在高端产品市场进一步发展的制约因素。本次募集资金将用于“高档轿车覆盖件模具数字化制造项目”，巩固高端产品先发优势、开拓出口市场，达产后将新增年销售收入 2.61 亿元，约相当于 2009 年全年营业收入的 50%。预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 7.71、9.16、11.48 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.46、0.56 和 0.74 元。当前可比上市公司对应 2011 年动态 PE 为 40 倍左右，我们认为给予公司 2011 年 28-33 倍动态 PE 比较合适，对应合理价值区间为 15.71-18.52 元。

※风险提示

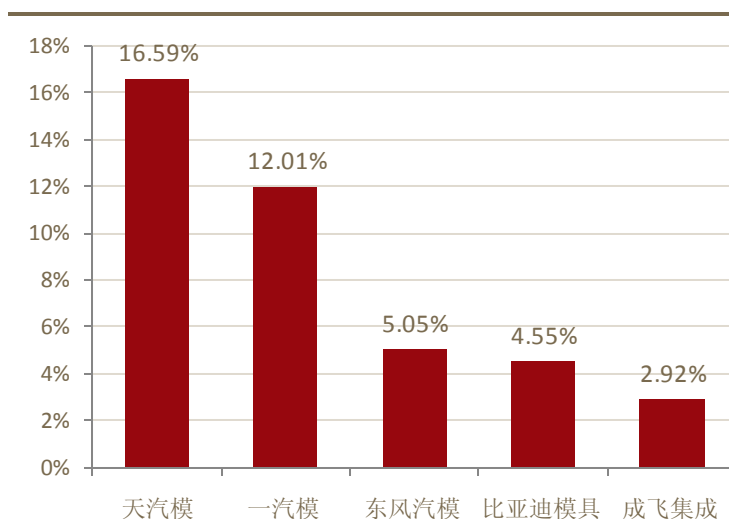
经济周期性调整；原材料价格波动风险；租赁经营风险；汇率风险；

一、国内汽车覆盖件模具龙头，定位高端+出口

公司是我国最大的汽车覆盖件模具供应商，以汽车模具开发制造为主体，并提供新车开发全套“模、检、夹”工艺装备和整车技术协调服务，以及汽车车身冲压件等。经过多年的经验积累，公司在计算机应用、生产装备水平及装备规模等方面已处于国际先进行列，模具产品质量达到国际一流汽车厂商的标准要求。

市场占有率 16.59%，稳居首位。目前我国汽车模具制造企业约 300 家，绝大部分规模较小、技术和装备水平有限。2009 年，我国汽车覆盖件模具销售收入合计 27.37 亿元，其中收入超千万的企业共 29 家，收入过亿元的企业仅有 8 家。而公司 2009 年实现销售收入，市场占有率 16.59%，稳居首位。

图表 1 行业重点企业市场占有率



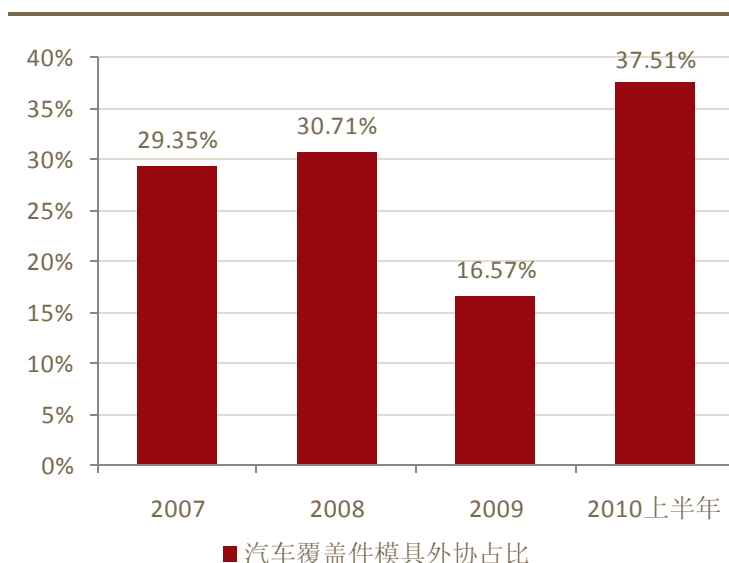
资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

产品定位于“高端及出口模具”。公司根据中低端模具竞争激烈、高端模具发展潜力巨大的市场特点，实施差异化竞争策略，走“高端”路线，将产品定位于制作难度大且附加值高的侧围、翼子板、车门、顶盖、地板等国内关键覆盖件模具及出口模具业务。充分利用自身一体化服务能力强的优势承揽整车模具开发项目。

高附加值产品自制、部分低附加值产品外协。公司近年来承接订单数量较多，而自身产能相对不足。公司按照“统一市场、统一设计、统一采购、专业制造”的原则，通过控股、参股的方式，集合了多家具有一定制造能力的模具企业，形成了对外营销高度集中，对内专业分工的集团化运作模式。同时，公司通常在与汽车厂商签订汽车模具购销合同后，负责全部产品的研发、设计及销售，并负责高附加值模具的制造；对于低附加值产品的制造，通常委托外协单位生产，并按公司与汽车厂商签订的销售价

格的 90%确定外协采购价格。上述运作模式在提高公司快速响应能力和整体盈利能力的同时，大大降低了模具生产成本。

图表 2 公司汽车覆盖件模具外协占比



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

延伸产业链，拓展盈利空间。凭借在模具领域技术、客户资源等方面的优势，公司以模具业务为基础，开发了汽车检具和装焊夹具产品，具备了为客户新车型开发提供全套“模、检、夹”工艺装备和整车技术协调服务的一体化配套服务能力，同时积极拓展汽车冲压件业务，进一步完善产品链，扩大了盈利空间。

二、技术及品牌壁垒高筑，坚守龙头地位

汽车覆盖件模具为单件订制产品，结构复杂、精度要求高，从而要求企业必须具有较强的产品开发能力和较高的技术水平，并必须准确把握汽车行业的发展方向，不断进行技术创新。国内汽车模具企业主要以生产卡车、农用车车身模具和轿车结构件模具为主，仅有以本公司为代表的少数优秀企业能自主研制生产中档轿车的全套车身模具和高档轿车的部分车身模具。目前，本公司汽车覆盖件模具的技术水平在国内同行业中居于领先地位，设备、计算机软件应用等方面已达到世界先进水平，建立起较高的技术壁垒，同行企业短期难以模仿。

“博士后流动站+模具研究院+生产技术中心”一体化的技术研发体系，为源源不断的技术创新鉴定了良好的机制和人才基础。公司拥有汽车模具行业唯一的博士后科研工作站，开展本行业最前沿的技术研究，跟踪世界最先进的发展趋势，抢占技术制高点，保持公司在行业内的技术领先地位；而模具技术研究院，从事汽车模具设计制造专项技术开发；生产技术中心则负责先进模具技术的研发、转化和应用。

多项技术处于国内一流、国际领先水平。公司先后承接了国家“863”项目课题、“十一五”国家科技支撑计划课题等多项国家及省部级技术研发项目。拥有软件著作权 12 项、专利 9 项，另有 7 项专利正在受理中。

图表 3 公司领先技术一览表

技术水平	技术名称
国际先进	• 照相测量技术； • 复杂模具运动仿真技术； • 全工序冲压工艺CAE分析技术；
国内一流	• 激光切割技术； • 模面设计技术； • 受力有限元分析技术； • 基于PDM系统集成技术； • 模块化三维CAD设计技术； • 模具铸造过程仿真分析技术； • CAM刀具运动轨迹优化技术； • 高速、高精密切割加工技术； • 多项目协同制造生产管理技术；

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

同时，汽车覆盖件模具行业也具有较高的品牌壁垒，主要原因在于：第一，汽车覆盖件模具质量直接决定汽车外观质量，模具能否按期保质交付，对新车型开发进程有至关重要的影响，汽车厂商选择模具供应商时多持谨慎态度，一般会选择业内有品牌影响力的企业；第二，模具为非标产品，各汽车厂商对模具品质的技术标准各不相同，新进入者很难在短期内充分掌握汽车厂商的工艺要求和设计风格，汽车厂商也无法完全信任新进入者的技术水平和产品质量；第三，汽车厂商与模具制造企业之间一般建立战略合作关系，以便模具制造商充分参与到整车的设计过程，更好地理解模具设计要求，汽车厂商一旦选定模具供应商，均具有长期合作的特征。

“天汽模”已成为行业公认的优质品牌，具有良好的口碑和突出的品牌影响力。多年来，公司以优质的产品和服务取得了国内外客户的广泛信赖，并与西班牙 BATZ、德国库卡、日本宫津、美国海克斯等国际知名的模具企业开展了从共同承揽项目，以及相互委派技术人员进行交流学习等广泛合作。已成功将“天汽模”建设为行业内公认的优质品牌，客户覆盖了国内绝大多数知名汽车厂商和众多国际知名汽车企业。

三、汽车行业快速发展、新车型推出提速，未来增长可期

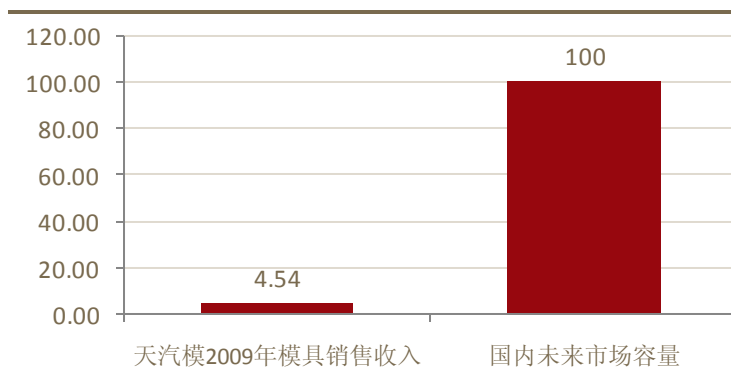
国内汽车产业年复合增速逾 20%，为汽车覆盖件模具提供了广阔的市场空间。近十年，我国汽车工业取得了长足发展，汽车产量由 2000 年的 206.91 万辆迅速提高到 2009 年的 1,379.10 万辆，年均复合增长率高达 20%以上，其中对汽车覆盖件模具需求量大的轿车年均复合增长率更是高达 30%以上，直接拉动了对汽车覆盖件模具市场的巨大需求。

新车型开发及旧车型改造周期大幅缩短 25%-75%，拉动了对汽车覆盖件模具的巨大需求。目前，汽车尤其是轿车已进入多元化、个性化发展阶段，随着市场竞争加剧，汽车生产企业更多地依靠新车型上市来争取市场份额。新车投放及旧车改型步伐不断加快，周期越来越短，其中全新车型开发周期已由原来的 4 年左右缩短到 1~3 年，旧车改型周期已由原来的 6~24 个月缩短到 4~15 个月。而新车型及旧车型改造大部分是在保持发动机及汽车底盘基本不变的情况下，改变汽车外观，即车身覆盖件不断更

新，而汽车覆盖件模具是汽车车身生产的重要工艺装备，其设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车换型的主要制约因素，因此，新车型及旧车改造的提速，对汽车覆盖件模具产生了巨大需求。

近年来，我国汽车制造企业每年推出新车型上百种，且增速逐年放大。2009 年国产乘用车推出新车型超过 220 款，创历史之最，其中全新车型近 50 款，改款车型约 170 款。设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值约 1 亿元；每款改款车型平均约 25% 的覆盖件模具需要更换，价值约 2,500 万元。以 2009 年推出的新车型计算，我国乘用车覆盖件模具年市场需求在 90 亿元以上。考虑到商用车、专用车等对模具的需求，汽车覆盖件模具市场容量应达到 100 亿元以上，目前公司的汽车覆盖件模具年销售收入为 4.54 亿元，约占未来容量的 4.54%，未来可拓展空间广阔。

图表 4 公司 2009 年模具业务收入及国内市场容量



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

实力、政策及成本优势作用下，自主品牌及合资品牌车企纷纷将模具采购由进口转为国内订购。近年来，在国内模具骨干企业综合实力不断提升、汽车厂商成本压力增大以及国家政策导向等多重因素的共同作用下，奇瑞、长城、华晨等众多自主品牌汽车企业，先后将汽车开发所需的整车模具由进口转向国内采购；大众、通用等著名合资汽车企业也开始将高端覆盖件模具转向国内采购。模具国产化进一步扩大了国内模具市场需求，尤其是高端汽车模具市场。

公司国内市场竞争优势突出，将成为行业增长的最大受惠者。公司的产品定位高端，在国内市场方面，仅有一汽模、东风汽模、成飞集成、上海屹丰模具等少数重点骨干企业可生产高档覆盖件模具。与竞争对手相比，公司的竞争优势明显：第一，技术装备先进、规模效益突出；第二，独立面向市场运作时间早，高档覆盖件模具设计制造经验丰富；第三，拥有优质而广泛的客户资源及品牌优势；第四，可为客户提供新车开发全套“模、检、夹”工艺装备等一体化服务。

随着经济的逐渐复苏、国内汽车产业的快速发展，以及模具由进口向国内采购转移的加快，天汽模作为行业龙头将成为最大的受惠者，业绩水平将重新进入快速发展轨道。

四、唯一规模化出口厂商，畅享百亿美元国际大市场

唯一一家真正实现规模化出口的汽车模具企业，出口销售占比达 30%，远高于同行其他企业。公司是“天津市重点培育和发展的出口品牌”，已

经获得国际主流汽车厂商的认同并获得供应商资格，是国内唯一一家真正实现规模化出口的汽车模具企业。2007-2009 年，公司模具出口销售占模具销售总额的比例分别为 27.99%、37.77%和 32.29%，远高于行业平均水平。

2009 年海外订单占全年新签订单总额的 45.24%。截止目前，公司累计签订出口订单超过 8 亿元，尚未完成的汽车模具海外订单达 2.54 亿元，相当于 2009 年模具业务总收入的 56%。

国际竞争、金融危机加剧国外汽车企业成本压力，传统汽车模具强国投入不足、逐渐萎缩，国内模具企业出口迎来难逢良机。

国际汽车市场竞争加剧，世界各大汽车厂商降低开发成本的需求日益凸现，将模具生产转向制造成本低而又具备相当技术能力的地区已是势在必行。再者，金融危机对世界汽车工业产生了巨大的冲击，导致全球汽车行业阶段性萎缩，国际汽车厂商在采购、营销、创新模式等诸多方面进行根本性转变已势在必行。同时，传统汽车模具强国美国、德国、日本受其成本居高不下的影响，新增投资停滞，人力资源与技术投入不足，行业逐渐萎缩。

而随着我国汽车模具企业工艺装备、设计水平与制造水平的不断提高，国产模具的技术水平和产品质量与西方发达国家的差距逐步缩小，国内汽车模具企业已具备了生产中高档轿车覆盖件模具的能力。同时，我国平均劳动力成本低廉，汽车覆盖件模具价格却大约只有日本的 70%，不足欧美价格的 50%，模具性价比优势明显。

基于上述因素，近年来，国外汽车厂商纷纷转向我国采购，并将我国作为新的汽车覆盖件模具制造基地，为国内汽车模具生产企业扩大生产规模、进军国际市场提供了难得的历史机遇。

“冲压厂→模具厂→整车厂”渠道拓展模式，及突出的成本优势，构筑国际市场核心竞争力，畅享 100 亿美元国际大市场。

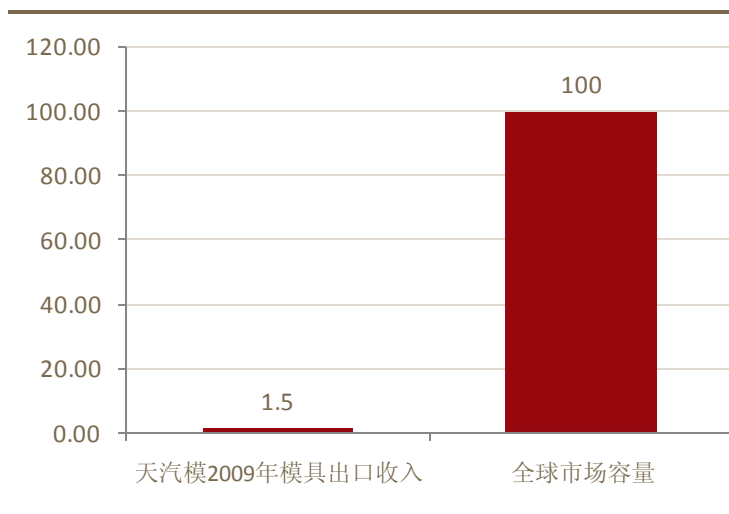
产品的质量达到国际一流汽车厂商的验收标准，产品性价比优势明显，海外客户主要包括汽车整车厂商、汽车冲压厂商和国外汽车模具企业，其中汽车整车厂商是公司最重要的海外客户。一是直接为汽车整车厂商制造模具；二是汽车冲压厂商委托本公司为其开发汽车模具，以供其冲压汽车覆盖件；三是与国外模具企业合作开发，即本公司与欧美模具企业共同承揽订单或分包欧美模具企业模具制造的部分工序。公司销售渠道始于汽车冲压厂，并逐渐与汽车模具企业开展合作，之后向汽车整车厂商过渡。公司首先利用与当地汽车冲压厂商和汽车模具企业合作的机会，向客户展示产品质量和综合实力，并与客户建立了“一对一”的贴心服务，最终使公司产品得到国际主流汽车厂商的广泛认可。

在国际市场方面，公司竞争对手主要包括日本的荻原、宫津，美国的 Diversified Tooling、海克斯，欧洲的库卡、ThyssenKrupp、EBZ，以及台湾和韩国的乔峰、协新、Goitech 等企业。与日本、欧美模具企业相比，本公司制造成本低、产品性价比高，模具价格仅为日本企业的约 70%、不足欧美价格的 50%。而与台湾和韩国企业相比，本公司优势更多地表现为技术水平均衡、制造能力强。在实际竞争中，公司面临的主要竞争对手是日本模具企业，与欧美模具企业更多地是合作，即本公司与欧美模具企业共同承揽订单或分包欧美模具企业模具制造的部分工序，在获取盈利的同时提高公司技术水平。

目前全世界模具市场年需求约 600 多亿美元，与汽车相关的模具需求占总需求的 40%以上，而以汽车覆盖件模具为代表的冲压模具占整个汽车

相关模具的比例约为 40%。据此推算，世界汽车冲压模具市场的年需求量约 100 亿美元。而目前，公司 2009 年出口收入约为 1.5 亿元，国际市场占有率约为 0.2%，可拓展空间广阔。

图表 5 公司 2009 年模具出口收入及国际市场容量



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究所

五、募投项目巩固高端市场先发优势

中低端汽车覆盖件模具市场竞争激烈，而高端产品市场竞争不足、发展前景广阔。目前，技术含量低的汽车覆盖件模具已供过于求，参与竞争的中小企业众多，市场利润空间狭小。中端模具市场竞争也日趋激烈，目前已形成相对稳定的竞争格局，市场参与者主要包括本公司在内的 10 余家重点骨干企业。而技术含量较高的高端模具市场仅有本公司等少数优秀企业参与竞争，还远不能满足市场需求。随着国内中高档汽车开发力度的不断加大，以及国际模具采购向中国的转移，高端汽车模具市场空前广阔。

公司目前已掌握设计、制造高端汽车覆盖件模具的技术，但是该领域的产能远不能满足市场需求。2007-2008 年模具产能力利用率均超过了 100%，仅 2009 年受模具订单不均衡及金融危机影响，2010 年上半年公司为抓住汽车产销两旺、车身冲压件需求大的市场机遇临时调整产品结构，将现有模具生产线的冲压设备适当调剂用于车身冲压件业务，导致近 2 年的产能利用率有所下降。总体而言，产能不足已成为公司在高端产品市场进一步发展的制约因素。

募投项目巩固高端产品先发优势、开拓出口市场，进一步优化产品结构，达产后将新增年销售收入 2.61 亿元，约相当于 2009 年全年营业收入的 50%。公司拟通过本次募集资金实施“高档轿车覆盖件模具数字化制造项目”，本项目实施后，公司的模具生产能力将由目前的 2,100 标准套提升到 3,100 标准套。新增的 1,000 标准套高档模具产能主要面向国内中高档轿车关键覆盖件模具与出口汽车模具市场，各新增年产能 500 套。募投项目不但市场需求大，且可有效优化公司产品结构，巩固公司在高端汽车模具市场的先发优势地位。

预计项目达产后，将新增年销售收入 2.61 亿元，年均税后利润 0.32 亿元，内部税后收益率约为 12.41%。

图表 6 募投项目经济效益分析

募投项目	年营业收入（万元）	年税后利润（万元）	内部收益率（税后）
高档轿车覆盖件模具数字化制造项目	26,100	3201	12.41%

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

六、合理价值区间 15.71-18.52 元

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 7.71 亿元、9.16 亿元、11.48 亿元，年复合增长率为 24.46%，摊薄后每股收益分别为 0.46 元、0.56 元和 0.74 元。当前可比上市公司对应 2011 年动态 PE 为 35 倍左右，我们认为给予公司 2011 年 28-33 倍动态 PE 比较合适，对应合理价值区间为 15.71-18.52 元。

七、风险提示

经济周期性调整；原材料价格波动风险；租赁经营风险；汇率风险；

图表 7 可比公司估值水平

代码	简称	股价	PE			PB
			09A	10E	11E	
002190.SZ	成飞集成	37.47	115.58	149.76	127.54	8.52
300100.SZ	双林股份	38.09	51.51	41.17	33.78	4.17
002448.SZ	中原内配	44.21	46.02	43.43	35.66	4.86
002472.SZ	双环传动	44.22	56	43.79	34.46	8.03
平均			51.18	42.80	34.63	5.69

数据来源: wind 方正证券研究所

注: 上述平均值未包括成飞集成。

图表 8 2010-2012 年分项业务预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车车身模具	307.35	420.14	454.07	481.31	577.58	750.85
增长率		36.70%	8.08%	6.00%	20.00%	30.00%
毛利率	35.61%	24.72%	26.71%	26.50%	27.50%	29.00%
汽车车身冲压件	102.84	108.36	118.50	260.70	307.63	363.00
增长率		5.37%	9.36%	120.00%	18.00%	18.00%
毛利率	29.36%	21.55%	17.04%	15.00%	15.00%	15.00%
检具夹具	6.31	11.63	12.49	9.99	10.79	11.65
增长率		84.31%	7.39%	-20.00%	8.00%	8.00%
毛利率	16.43%	41.10%	36.44%	43.00%	43.00%	43.00%
修理等零活	4.84	11.66	4.08	8.98	9.87	10.86
增长率		140.91%	-65.01%	120.00%	10.00%	10.00%
毛利率	57.00%	50.59%	80.24%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	1.12	2.39	6.40	9.60	10.56	11.62
增长率		113.39%	167.78%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	101.19%	98.79%	100.01%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入合计	422.46	554.18	595.54	770.58	916.43	1147.98
增长率		31.18%	7.46%	29.39%	18.93%	25.27%
综合毛利率	34.22%	25.31%	26.14%	24.01%	24.56%	25.63%

数据来源: 方正证券研究所

天汽模（002510）新股投资价值分析



利润表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	596	771	916	1,148	净利润	78	94	115	151
营业成本	440	586	691	854	折旧与摊销	43	53	56	67
营业税金及附加	3	4	4	5	财务费用	19	6	4	6
销售费用	18	23	27	34	投资损失	-2	-2	-2	-2
管理费用	44	56	67	84	净营运资本变动	-53	-37	-23	-38
财务费用	19	6	4	6	经营活动现金流	86	114	150	184
资产减值损失	1	1	2	2	资本支出	-18	-89	-145	-175
其他经营收益	2	2	2	2	其它投资	1	2	2	2
营业利润	73	97	123	165	投资活动现金流	-17	-87	-143	-173
利润总额	93	112	138	180	股权融资	0	832	0	0
减 所得税	15	18	22	29	债券融资	337	-205	15	23
净利润	78	94	115	151	股利分配及其它	-31	-6	-4	-6
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流	306	621	10	18
归母公司净利润	78	94	115	151	货币资金净变动	375	648	18	28
资产负债表：	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务比率：	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	146	794	812	840	成长能力（YOY）				
应收账款	103	133	159	199	营业收入	7.46%	29.39%	18.93%	25.27%
预付账款	22	29	34	42	营业利润	26.06%	31.97%	26.53%	34.85%
存货	464	616	727	898	归母公司净利润	26.22%	19.80%	22.98%	31.05%
其它	19	21	22	24	盈利能力				
流动资产合计	755	1,593	1,754	2,003	销售毛利率	26.14%	24.01%	24.56%	25.63%
长期股权投资	15	15	15	15	销售净利率	13.16%	12.18%	12.60%	13.18%
固定资产合计	433	455	544	656	ROE	21.70%	7.29%	8.23%	9.74%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	15.19%	7.32%	8.02%	9.40%
其它	52	52	52	49	偿债能力				
非流动资产合计	501	523	612	720	资产负债率	71.24%	39.18%	40.72%	42.95%
资产总计	1,255	2,116	2,366	2,723	流动比率	0.86	1.94	1.84	1.72
短期借款	282	77	92	115	速动比率	0.33	1.19	1.07	0.95
应付账款	122	162	191	236	营运能力				
预收款项	373	496	586	724	资产周转率	0.49	0.46	0.41	0.45
其它	96	86	87	87	存货周转率	0.98	1.08	1.03	1.05
流动负债合计	873	822	956	1,162	应收账款周转率	6.07	6.52	6.28	6.43
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	21	7	7	7	每股收益	0.38	0.46	0.56	0.74
非流动负债合计	21	7	7	7	每股经营现金流	0.42	0.55	0.73	0.89
负债合计	894	829	963	1,170	每股净资产	1.75	6.25	6.82	7.55
实收资本	154	206	206	206	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积	42	822	822	822	估值指标				
留存收益及其它	166	260	375	526	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	361	1,287	1,402	1,554	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	1,255	2,116	2,366	2,723	EV/EBITDA	0.87	0.79	0.69	0.54

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com