

深度报告

汽车与汽车零部件

汽车零部件

天汽模(002510)

合理价位: 14.8-18.0 元 发行价: 17.5 元

2010 年 11 月 25 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	153.8/0.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	3,129.50/13,733.36
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	52.00

财务数据

净资产值(百万元)	375.22
每股净资产(元)	2.44
资产负债率	71.44%

相关研究报告:

分析师: 李君

电话: 021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030036

分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060044

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股分析

行业需求快速上升 公司优势日益显现

●国内汽车覆盖件模具最大供应商

公司主要产品为汽车覆盖件模具, 从收入规模看, 是目前国内最大的覆盖件模具供应商。另外, 公司也从事部分汽车冲压件、覆盖件检具、夹具业务, 但占总收入比例不大。车身覆盖件模具是汽车中规模最大、最具技术难度的冲压模具产品, 经济附加值较高。

●车身覆盖件模具行业快速增长, 并受益于国际产业转移

汽车下游需求拉动车身覆盖件模具行业高速增长。新车型引致全套车身覆盖件模具需求, 而车型频繁改款则带来部分车身覆盖件的模具更换需求。由于下游需求快速增长, 而国内车型更新换代频率高, 带动模具行业需求快速上升, 增速超过 25%。

国际产业转移将促使行业需求增速仍将维持高位。就车身覆盖件模具而言, 目前仍是汽车零件中国国产化率较低的部分, 我们预计在 70%以下。自主品牌厂商多数由国内采购, 而合资品牌仍需大量进口。随国内部分模具企业技术水平不断上升, 国产化率正处于不断提升的趋势, 预计这一进程中, 行业龙头公司将最为受益。

●未来 3 年, 公司将实现快速增长

在手订单充足, 未来两年业务有保障。目前, 公司在手订单约 12 亿元, 由于模具产品的差异, 一般订单的完成时间为 6-24 个月不等。再考虑后续新增订单, 这意味着, 公司年收入额将达到 8-10 亿元的水平, 3 年内的收入复合增速至少达到 20%。

2009-2010 轿车需求旺盛, 未来两年公司仍将获得大量新订单。轿车行业的投资、新车型的推出密集期往往略滞后于销售状况, 这意味着 2010 年-2012 年, 公司也正处在承接新订单的黄金期。

与众多客户的稳固关系, 不断提高的技术水平将加强公司的竞争优势。随着公司逐步覆盖国内绝大多数合资和自主品牌企业, 与客户关系日益密切, 这种“共同开发”的供应体系往往较为稳固。而公司技术水平也在不断上升, 体现为, 2007-2009 年公司高档模具销量占比从 57%上升到了 73%。

●风险提示

主要原材料价格波动风险; 税收政策的变化风险; 汇率波动风险。

●合理价值区间为 14.8-18.0 元

预计公司 2010-2012 年分别实现净利 0.85 亿元、1.17 亿元、1.49 亿元, 按发行后股本计算, 对应 EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.72 元。鉴于目前新股一级市场较高的发行价格, 公司具备一定技术优势以及未来 3 年的成长性, 我们认为公司的合理价值区间为 14.8-18.0 元 (相当于 26x-32x 的 2011 年动态 PE)。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	554.18	595.54	739	894	1,064
(+/-%)	31.18%	7.46%	24.1%	21.0%	19.0%
净利润(百万元)	62.08	78.36	85	117	149
(+/-%)	-6.97%	26.22%	8.2%	37.9%	27.0%
每股收益 (元)	0.30	0.38	0.41	0.57	0.72
EBIT Margin			13.5%	14.2%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	20.56%	21.70%	6.4%	8.3%	9.8%
市盈率 (PE)			42.5	30.8	24.2
EV/EBITDA			30.6	25.0	20.7
市净率 (PB)			2.71	2.55	2.37

注：每股收益 EPS 全部按照发行后股本摊薄

内容目录

估值与投资建议	4
绝对估值法: 14.79~19.92 元/股	4
相对估值法: 14.76~18.04 元/股	4
公司概况	5
国内汽车覆盖件模具行业规模最大的供应商	5
股权结构	6
汽车覆盖件模具行业分析	7
汽车覆盖件模具是汽车模具主体	7
汽车覆盖件模具市场空间广阔	7
行业显著受益于进口替代、国际模具产业转移	8
公司分析: 行业龙头 出口先锋	9
天汽模是汽车模具行业龙头, 具有显著竞争优势	9
销售稳步增长, 产品结构持续改善	9
募集资金项目分析	11
风险提示	12
盈利预测	12

图表目录

图 1: 2009 年公司销售收入结构	5
图 2: 2009 年公司毛利结构	5
图 3: 国内汽车、轿车年产量及同比增速 (2001-2009)	7
图 4: 公司汽车模具销量 (2007-1H10)	9
图 5: 公司汽车模具销售收入 (2007-1H10)	9
图 6: 公司汽车冲压件销量 (2007-1H10)	10
图 7: 公司汽车冲压件销售收入 (2007-1H10)	10
图 8: 公司毛利结构 (2007-1H10)	10
图 9: 公司分产品毛利率 (2007-1H10)	10
图 10: 公司模具分档次销量结构 (2007-1H10)	11
图 11: 公司模具分档次毛利率 (2007-1H10)	11
图 12: 公司模具出口内销收入比例 (2007-1H10)	11
图 13: 公司分产品毛利率 (2007-1H10)	11
表 1: 绝对估值的基本假设条件	4
表 2: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	4
表 3: 公司主要产品及用途	5
表 4: 公司发行前后股本结构	6
表 5: 汽车覆盖件分类	7
表 6: 乘用车模具市场容量	8

估值与投资建议

绝对估值法：14.79~19.92 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。绝对估值的假设基本条件如表 1 所示，据此得到天汽模绝对估值的合理区间在 14.79~19.92 元之间，在 WACC=8.01%、g=4.0%的情况下，价值中枢为 16.97 元。

表 1: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	4.00%	实际所得税率 T	16%
无风险利率	2.50%	Ke	10.21%
行业平均 Beta	1.03	风险溢价	7.00%
Kd	5.60%	WACC	8.01%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	7.4%	7.7%	7.96%	8.3%	8.6%
4.6%	24.16	21.58	19.47	17.70	16.22
4.3%	22.09	19.92	18.12	16.59	15.28
4.0%	20.39	18.54	16.97	15.63	14.47
3.7%	18.97	17.36	15.99	14.79	13.75
3.4%	17.77	16.35	15.13	14.06	13.12

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：14.76~18.04 元/股

按发行后股本计算（假定发行 5200 万股），预计天汽模 2010-2012 年 EPS 分别为 0.41、0.57、0.72 元。公司目前盈利主要来自于汽车模具、冲压件业务，目前 A 股汽车零部件行业重点公司 2010 年平均动态 PE 为 25-30 倍，参考行业平均估值水平，考虑到公司在规模、技术上的优势，以及未来 3 年较高的成长性，我们认为公司能够享受一定估值溢价，可以给予公司 2010 年 36-44 倍 PE，则对应合理价值区间为 14.76-18.04 元（2011 年 PE 为 26x-32x）。

综合绝对估值法和相对估值法，则公司的合理价值在 14.8-18.0 元之间。

公司概况

国内汽车覆盖件模具行业规模最大的供应商

天汽模主要从事汽车车身覆盖件模具、检具、夹具等车身制造工艺装备的设计制造，并为客户加工汽车车身冲压件。汽车覆盖件模具是公司主要业务和利润来源，2009 年模具销售收入 4.54 亿元，占国内 29 家主要汽车模具企业模具总销售收入的 16.6%，稳居行业首位。

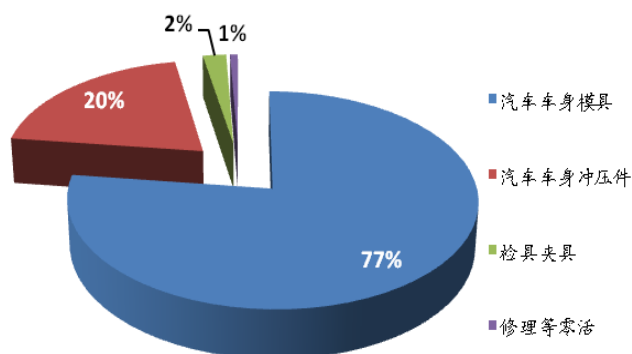
公司规模、技术、装备水平在行业内领先，是目前行业内唯一一家实现规模化出口的模具企业，目前已形成以模具开发制造为主体，并提供新车开发全套“模、检、夹”工装和整车技术协调的模具产业集团。公司客户覆盖了国内绝大多数整车企业，同时为通用、福特、菲亚特等众多跨国汽车集团提供模具配套。汽车覆盖件模具业务是公司的核心业务，贡献了 77%的收入和 81%的毛利（2009 年），且占比有逐年提高的趋势。

表 3：公司主要产品及用途

产品名称	用途
汽车覆盖件模具	是用于制造汽车覆盖件的模具。汽车覆盖件是指构成汽车车身的薄钢板异形体的表面零件和内部零件，是汽车换型的主要制约因素，是形成汽车自主开发能力的一个关键环节。
车身冲压件	通过冲压机床将钢板板料冲压为所需形状的车身零件，车身冲压件经装焊后成为整车的车身。
覆盖件检具	检具是汽车整车企业用来检测零件（冲压件）产品特性（包括外形尺寸、位置精度等）的测量工具，以判断被测零件是否满足装车要求等。
装焊夹具	汽车整车企业将各冲压件装焊成整车或其分总成时，为确保焊接总成的几何尺寸精度所使用的将被焊接冲压件进行装卡固定的工装设备。

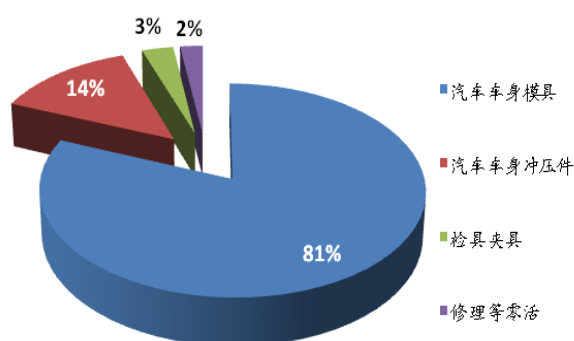
数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

图 1：2009 年公司销售收入结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 2：2009 年公司毛利结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

股权结构

公司是一家自然人控股的民营企业，发行前总股本约为 1.54 亿股，本次拟发行 5200 万股，占发行后总股本的 25.27%。公司控股股东为胡津生、常世平等 9 人，上述 9 人通过一致行动关系合计持有公司发行前 51.12% 的股份，本次发行后持股比例为 38.20%。公司管理层成员多为公司创始人，对汽车模具行业有丰富的经验，且兼任管理层职务。

表 4：公司发行前后股本结构

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股数（股）	占比	股数（股）	占比
一、发行前股东	153,760,000	100.00%	153,760,000	74.73%
胡津生等 9 名一致行动人	78,607,945	51.12%	78,607,945	38.20%
张春海等 154 人	53,293,769	34.66%	53,293,769	25.90%
赛富天津	13,720,600	8.92%	13,720,600	6.67%
天保创投	3,395,120	2.21%	3,395,120	1.65%
海达投资	1,697,560	1.10%	1,697,560	0.83%
天创管理	111,600	0.07%	111,600	0.05%
程刚	701,406	0.46%	701,406	0.34%
余洪俐	892,800	0.58%	892,800	0.43%
徐忆梅	892,800	0.58%	892,800	0.43%
高未	446,400	0.29%	446,400	0.22%
二、社会公众股	-	-	52,000,000	25.27%
总股本	153,760,000	100.00%	205,760,000	100.00%

数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

汽车覆盖件模具行业分析

汽车覆盖件模具是汽车模具主体

汽车覆盖件是指构成车身表面和内部的冲压件，具有材料薄、形状复杂、尺寸大、表面质量要求高等特点，汽车覆盖件组装焊接形成白车身，与汽车的美观性、安全性直接相关。汽车覆盖件可分为外覆盖件、内覆盖件、结构件三类。

汽车覆盖件模具是指用来冲压加工汽车外覆盖件的模具。汽车制造中 90%以上的零部件依靠模具成型，汽车模具包括冲压模具、注塑模具、橡胶模具、锻造模具等，其中冲压模具占比约 40%，而冲压模具中，汽车覆盖件模具占比又较高，是汽车模具的主体。

表 5: 汽车覆盖件分类

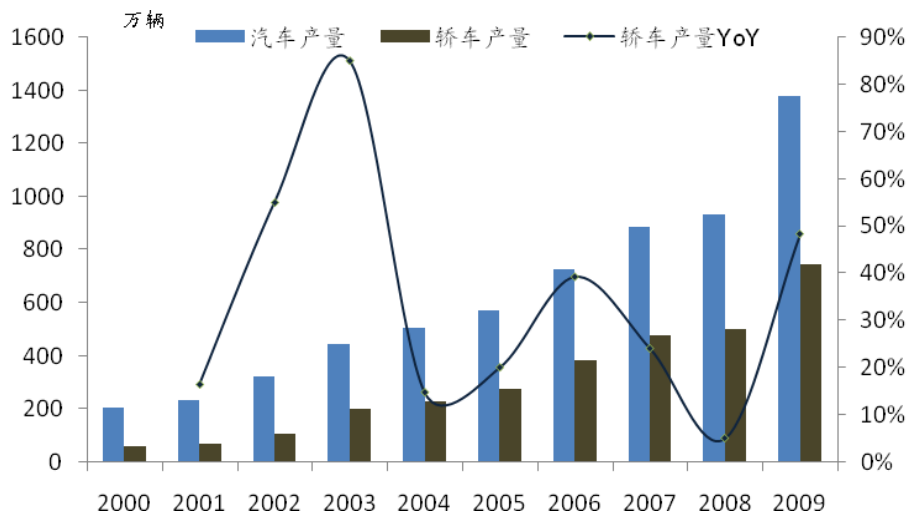
产品类型	产品特征
外覆盖件	指车身外表面零件，具有尺寸大、型面复杂、表面质量和精度要求高等特点。如：车门外板、发动机盖、顶盖、后行李箱盖、侧围、翼子板
内覆盖件	指车体内表面零件，一般与外覆盖件接合。如：车门内板、发动机盖内板、行李箱盖内板、地板等。
结构件	指车体内外部除内覆盖件以外的其他零件，与内、外覆盖件相比形状尺寸偏中小，表面质量要求相对较低。如：A 柱加强板、前后纵梁等。

资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

汽车覆盖件模具市场空间广阔

汽车行业高速增长带动覆盖件模具需求：汽车覆盖件模具行业作为汽车行业的上游，与汽车产销量及更新换代密切相关，2000 年以来，我国汽车行业经历了一个高速增长期，2000-2009 汽车年产量由 207 万辆增长至 1379 万辆，复合增长率达到 23.5%，覆盖件模具需求量更大的轿车同期产量由 60.5 万辆增长至 747.1 万辆，复合增长率达到 32.2%。汽车覆盖件模具行业受益于下游汽车行业的高速增长。

图 3: 国内汽车、轿车年产量及同比增速（2001-2009）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

表 6: 乘用车模具市场容量

模具需求	2009 年车型 (款)	每款车所需汽车覆盖件模具价值 (亿元)	市场需求 (亿元)
全新车型	50	1	50
改款车型	170	0.25	42.5
合计	220	-	92.5

数据来源: 公司招股说明书国信证券经济研究所

覆盖件模具市场容量: 汽车覆盖件模具是单件定制产品, 其需求主要取决于市场上每年推出新车型、改款车型的数量。国内乘用车产量占汽车产量的四分之三, 乘用车是消费品, 外形要求高、更新换代快, 因此乘用车新车 (包括改款) 投放数量占比较高, 对覆盖件模具市场需求影响较大。根据 CAAM 统计, 每款新车全套覆盖件模具价值约为 1 亿元, 每款改款車型平均价值约为 2500 万元, 2009 年国内乘用车新车型总计 220 款, 其中新车约 50 款, 改款车约 270 款, 据此估计, 2009 年我国乘用车覆盖件模具市场容量约为 90 亿元, 汽车覆盖件模具整体市场容量约为 100 亿元。国际市场方面, 公司预计汽车冲压模具市场需求约在 100 亿美元左右。随着汽车产销量的增长、整车厂竞争加剧、新车投放及旧车改型周期缩短, 预计上述市场容量未来数年仍将持续增长。

行业显著受益于进口替代、国际模具产业转移

模具国产化趋势渐强, 进口替代效益明显: 近年随着国内模具市场需求高速增长, 数控机床、辅助设计软件的在行业内逐步应用, 天汽模、一汽模、东风汽模、成飞集成、比亚迪模具等行业骨干企业实力不断增强, 产品逐步满足中高端汽车需求。国产模具在质量、性能达到或接近国外同类产品的基础上, 价格具有明显优势 (相差至少 30% 左右), 因此近年奇瑞、长城等自主品牌厂商, 将原来进口的整车模具转向天汽模等国内企业采购; 大众、通用等合资品牌厂商也将部分覆盖件模具转向国内采购, 汽车覆盖件模具行业进口替代的效益正在逐步加强。

受益于国际模具产业向国内转移: 汽车模具行业具有资本、技术、人才密集的特点, 研发技术人员占比较一般的制造业占比高, 因此在人力成本这一方面, 国内企业较国外其他企业具有明显的优势; 另一方面, 国内汽车模具行业经过近十年高速发展, 其装备水平、研发能力、产品质量均上了一个台阶。部分骨干企业已具备向国际大厂中高端乘用车供应模具的能力。中国产品较高的性价比吸引了国外整车厂来国内采购模具, 将国内模具厂商作为其全旗制造基地之一, 模具行业受益于这种产业转移, 模具出口规模不断扩大。

公司分析：行业龙头 出口先锋

天汽模是汽车模具行业龙头，具有显著竞争优势

行业龙头，各方面竞争优势明显：天汽模 2009 年汽车模具收入稳居行业首位，在客户资源、规模、技术等方面具有明显的优势。

【1】客户资源广泛：汽车模具造价高、对整车外观等影响大，且为单件定制商品，既往项目在客户中形成的口碑非常重要。公司经过多年积累，目前已覆盖国内绝大多数合资和自主品牌企业，并且为奇瑞等企业提供了整套整车模具，国际上已获得奥迪、通用、福特等企业的一级供应商资格，广泛的客户资源将为公司带来稳定增长的订单；

【2】规模优势：在国内汽车覆盖件模具整体行业集中度仍较低的背景下，公司在业内具有明显的规模优势，使公司在成本控制、大额订单承接等方面优势突出；

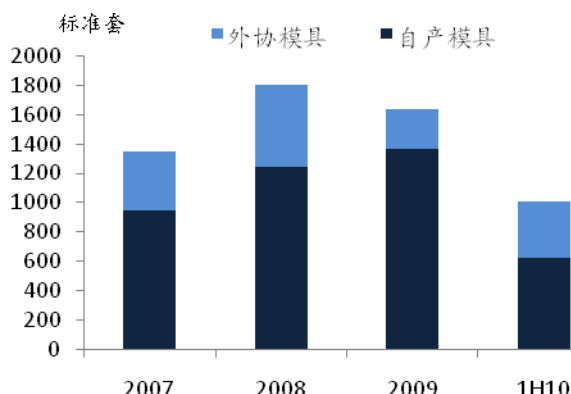
【3】装备、技术优势：公司在设计技术、计算机辅助软件应用、研发装备等方面都达到或接近国际先进水平，掌握了汽车模具开发的多项关键技术；在生产设备、计算机信息网络建设等装备的规模和水平居国际领先地位；

【4】人才优势：公司拥有一批行业专家、高工、高级技师及熟练的技术工人，人才储备丰富，结构合理；

销售稳步增长，产品结构持续改善

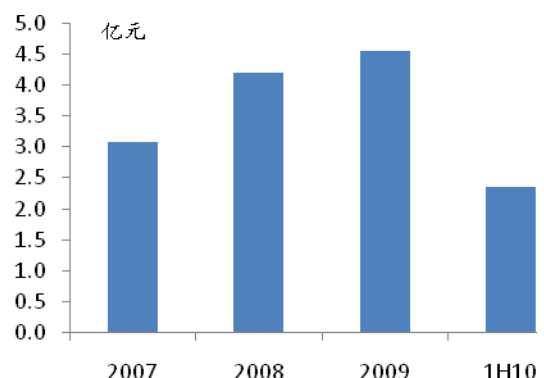
模具、冲压件销售稳步增长：公司产品以汽车覆盖件为主，以冲压件为辅，两者合计销售收入占比在 95%以上，近年公司汽车模具、汽车冲压件销售收入稳步增长，1H10 汽车模具销量已达到 2009 年全年 80%的水平，冲压件销量、收入更是超过了 2009 年全年，虽然公司汽车模具销售有月度不均衡、生产周期长等特点，但模具、冲压件整体呈现出稳步增长的趋势。

图 4：公司汽车模具销量（2007-1H10）



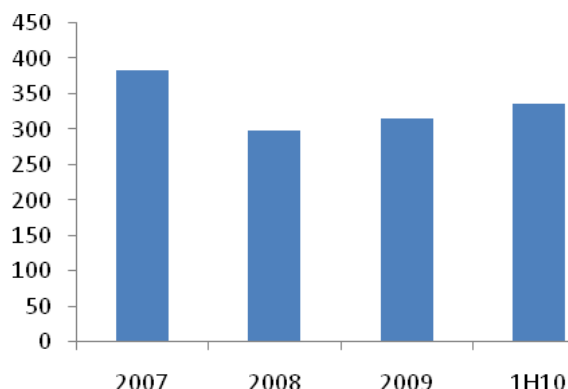
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 5：公司汽车模具销售收入（2007-1H10）



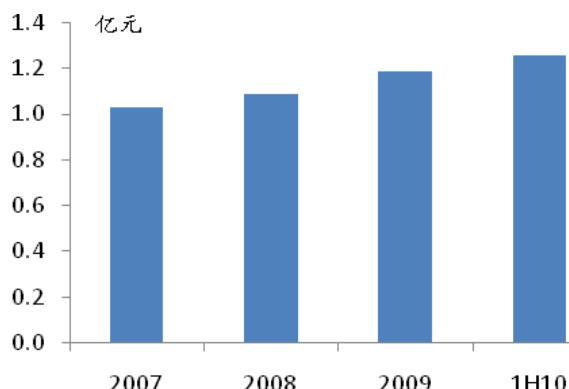
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 6: 公司汽车冲压件销量 (2007-1H10)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 7: 公司汽车冲压件销售收入 (2007-1H10)

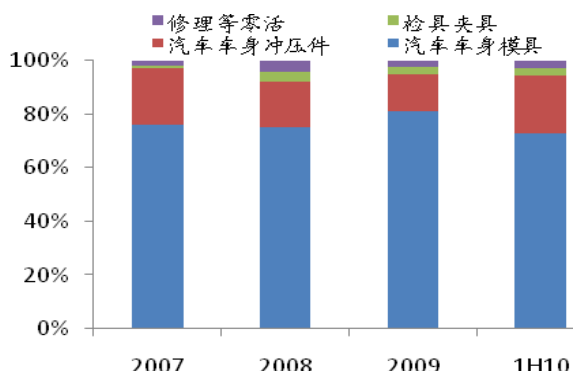


资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

模具产品结构不断改善: 2007-1H10 公司综合毛利率分别为 35.6%、24.7%、26.7%、24.0%，波动相对较大，主要原因是公司综合毛利率受汽车模具影响最大，而汽车模具属于单件订制非标准化产品，毛利率本身波动较大。但总体上，出口产品、高档产品毛利率相对较高。

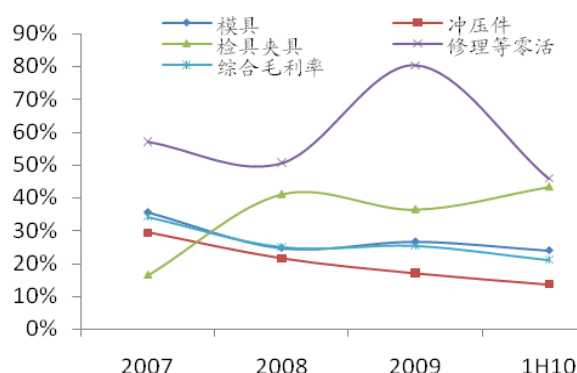
天汽模产品定位中高端模具，2009 年高档产品以 47.8% 的销量贡献了 85.9% 的毛利，是公司盈利的主要来源。1H10 公司出口占比有所回落，但预计这一比例在未来两年将有所提高，主要基于模具生产周期较长，而 1H10 签订的出口合同占比相对较高，将于未来两年反映在收入上。总体上，公司模具产品定位中高端，海外市场开发卓有成效，产品结构不断改善。

图 8: 公司毛利结构 (2007-1H10)



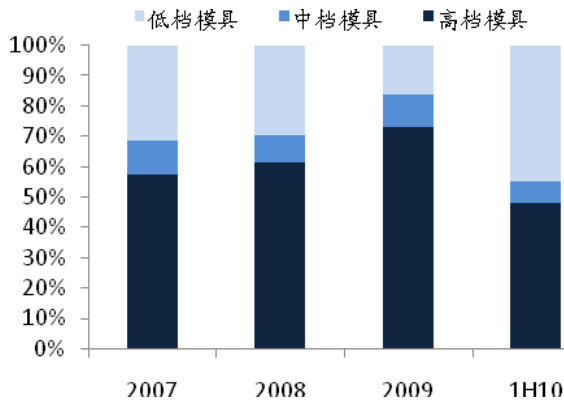
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 9: 公司分产品毛利率 (2007-1H10)



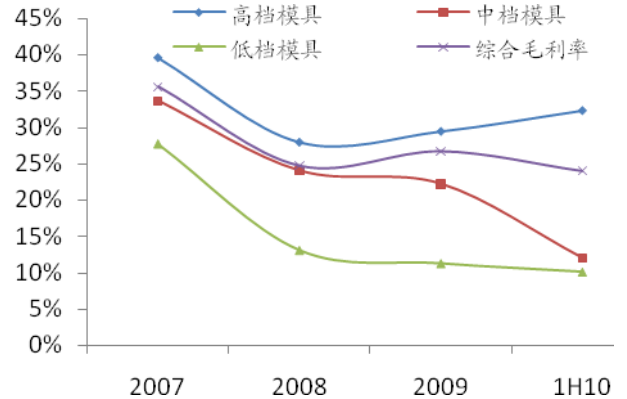
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 10: 公司模具分档次销量结构 (2007-1H10)



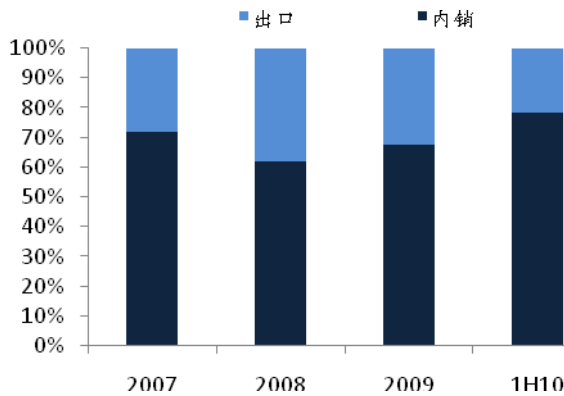
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 11: 公司模具分档次毛利率 (2007-1H10)



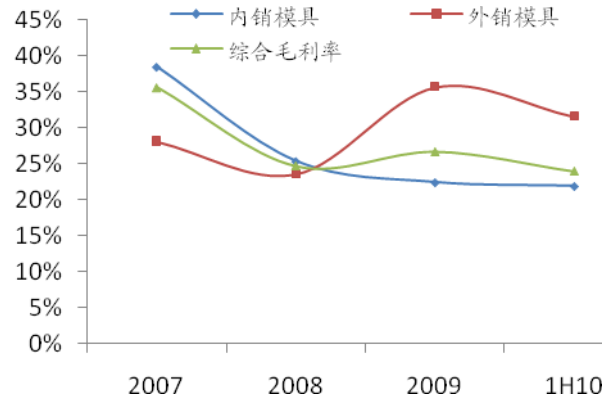
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 12: 公司模具出口内销收入比例 (2007-1H10)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 13: 公司分产品毛利率 (2007-1H10)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

募集资金项目分析

主要募集资金项目: 天汽模本次发行募集资金将全部投入“高档轿车覆盖件模具数字化制造”项目, 预计总投资 29950 万元, 项目建设期 18 个月, 36 个月投产(预计在 2013 年年底), 项目投产后, 公司汽车覆盖件模具产能将由目前的 2100 标准套提高至 3100 标准套, 新增产能 1000 标准套。

目前国内模具行业呈现“低端模具过剩、高端模具不足”的特点, 市场对高端模具的需求旺盛。募集资金项目主要目标客户包括国际整车厂、国内合资及自主品牌整车厂, 计划內销、出口各 50%, 随着国内自主品牌的壮大、轿车消费升级、跨国公司中国模具采购升温, 高端模具未来需求仍将持续增长。目前国内仅有天汽模、一汽模等少数行业骨干公司具有设计、生产高档模具的能力, 2007-2009 年,

天汽模高档模具销量占比从 57.5%提升至 73.28%，在这一领域积累了技术、管理、生产经验，我们看好这一项目的前景。

风险提示

主要原材料价格波动风险：公司汽车模具主要原材料是铸铁件，占自产汽车模具成本 25%左右，占原材料成本 50%左右，在模具合同签订到原材料采购期间，如果铸铁件价格波动，公司将面临原材料价格波动风险；

税收政策发生变化风险：目前公司销售的汽车模具产品增值税实行“先按规定征收，后按实际缴纳额繁华 50%”政策，上述增值税返还占公司净利润比增为 6%-11%；公司目前被认定为高新技术企业，2008-2010 年享受 15%的优惠企业所得税率；上述税收政策到期后，若国家税收政策更改、公司不被继续认定为高新技术企业，经营业绩将面临一定风险；

汇率波动风险：公司是国内模具行业出口规模居前的企业，近年模具出口销售收入占比在 25%-35%左右，出口销售绝大部分以美元、欧元结算，如果人民币汇率发生较大波动，公司出口价格、盈利将面临风险；

盈利预测

关键假设：

- 1、未来三年国内乘用车行业平稳发展，新车型、改款车型数稳定增长；
- 2、国际汽车市场需求稳定，在中国采购汽车冲压件模具规模逐步扩大；
- 3、公司毛利率、销售、管理费用率保持基本稳定，财务费用率在募集资金到位后有所下降；
- 4、募集资金各个项目如计划达产；

在上述假设下，预计公司 2010-2012 年分别实现净利 0.85 亿元、1.17 亿元、1.49 亿元，按发行后股本计算（假定发行 5200 万股，总股本达到 2.06 亿股），对应 EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.72 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	146	987	919	916	营业收入	596	739	894	1064
应收款项	122	142	171	204	营业成本	440	560	672	789
存货净额	464	578	695	821	营业税金及附加	3	4	4	5
其他流动资产	22	0	0	0	销售费用	18	22	27	32
流动资产合计	755	1707	1786	1940	管理费用	44	53	64	76
固定资产	449	576	618	624	财务费用	19	(1)	(13)	(15)
无形资产及其他	33	32	32	32	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	15	15	15	15	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1255	2334	2454	2615	营业利润	73	101	139	177
短期借款及交易性金融负债	287	300	200	150	营业外净收支	20	0	0	0
应付款项	183	212	254	300	利润总额	93	101	139	177
其他流动负债	403	471	567	628	所得税费用	15	16	22	28
流动负债合计	873	982	1021	1078	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	78	85	117	149
其他长期负债	21	21	21	21					
长期负债合计	21	21	21	21					
负债合计	894	1004	1042	1099					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	361	1330	1412	1516					
负债和股东权益总计	1255	2334	2454	2615					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	78	85	117	149
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	41	50	59	65
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	19	(1)	(13)	(15)
营运资本变动	(7)	(14)	(8)	(51)
其它	0	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	113	121	168	162
资本开支	(59)	(177)	(101)	(71)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(61)	(177)	(101)	(71)
权益性融资	0	910	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(31)	(25)	(35)	(45)
其它融资现金流	33	13	(100)	(50)
融资活动现金流	(29)	897	(135)	(95)
现金净变动	24	841	(68)	(3)
货币资金的期初余额	123	146	987	919
货币资金的期末余额	146	987	919	916
企业自由现金流	52	(57)	56	79
权益自由现金流	85	(44)	(33)	41

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.51	0.41	0.57	0.72
每股红利	0.20	0.12	0.17	0.22
每股净资产	2.35	6.47	6.86	7.37
ROIC	13%	9%	10%	13%
ROE	22%	6%	8%	10%
毛利率	26%	24%	25%	26%
EBIT Margin	15%	14%	14%	15%
EBITDA Margin	22%	20%	21%	21%
收入增长	7%	24%	21%	19%
净利润增长率	26%	8%	38%	27%
资产负债率	71%	43%	42%	42%
息率	1.1%	0.9%	1.3%	1.7%
P/E	34.3	42.5	30.8	24.2
P/B	7.5	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	26.9	30.6	25.0	20.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	