

湘财证券研究所

汽车研究小组

刘杰

Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: lj3158@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: lj2861@xcsc.com

基本情况

总股本 (万股)	18748
已流通股 (万股)	18748
总市值 (亿元)	46.9
流通市值 (亿元)	46.9
BPS (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	33.3
资产负债率	68.0%

股价表现



相关报告

《星马汽车 (600375): 罐装车龙头, 估值仍有向上修复空间》2010/11/02

《星马汽车 (600375): 业绩超预期, 关注华菱资产整合进展》2010/10/18

投资要点

□ 星马汽车-罐式专用汽车龙头

公司是目前国内最大的罐式专用汽车生产企业, 主要产品包括混凝土搅拌车、散装水泥车、混凝土泵车和自卸车等。其中公司在混凝土搅拌车和散装水泥车市场占有率排名第一, 目前公司 90% 的利润来自于这两种产品。

□ 华菱汽车-重卡后起之秀

华菱汽车主营业务为重型汽车、汽车底盘及汽车零部件的研发生产、销售。自 2003 年成立以来, 目前已形成了以星凯马为代表的高端产品系列、以华菱重卡为代表的中高端产品系列和以华菱之星为代表的轻量化产品系列, 能够满足国内外不同层次用户的需求。其中华菱之星主要面向个体用户、规模较小的物流企业及运输企业, 是公司销售量的保证, 华菱重卡和星凯马主要面向大型物流、运输、工程等的组织用户及海外市场, 是华菱汽车的主要利润来源及利润增长点。

□ 工程专用车和重卡的整合效应值得期待, 再融资之门打开

目前公司工程专用车使用的底盘中, 约 70% 采购自华菱。公司整合华菱汽车后将减少关联交易并产生一定的协同效应, 共享整车生产资源, 使重卡生产和专用车生产能够有机结合, 充分发挥产业互补优势。此外, 公司还可以优化整合华菱汽车 150 多家经销商网络, 统一布局, 提高服务效率。

公司此次增发没有进行再融资, 目前公司资产负债率偏高, 预计公司未来将通过资本市场进行融资扩大公司规模保障公司持续快速发展, 提高公司盈利水平。

□ 维持公司“买入”评级

维持公司“买入”评级。预计公司 2010 年、2011 年分别实现净利润 3.01 亿元、3.75 亿元, 对应每股收益 1.60 元、2.00 元; 预计同期华菱汽车实现净利润为 4.65 亿元和 5.58 亿元, 如年底公司能够与华菱汽车成功完成重组, 按重组后总股本 40574 万股计算, 公司重组后每股收益分别 1.89 元、2.30 元, 对应目前股价, PE 分别为 13.03 倍、10.68 倍, 目前工程机械行业为 20.53 倍 PE、重卡行业为 13.38 倍 PE, 公司估值低于行业平均水平, 仍有向上修复空间, 维持公司“买入”评级, 目标价 33-35 元。

□ 风险提示

固定资产投资增速下滑将影响公司产品需求, 钢材等原材料价格上涨对公司盈利水平的影响。

目录

1、星马汽车-国内罐式专用汽车龙头	4
2、定向增发注入华菱汽车资产	5
3、华菱汽车-重卡市场后起之秀	6
4、2010 年重卡行业表现及 2011 年展望	7
4.1、2010 年回顾：重卡销量远超市场预期	7
4.2、2011 年展望：高基数效应下面临有限调整，仍有超预期因素存在	8
5、未来展望	13
5.1、工程专用车和重卡的整合效应值得期待	13
5.2、未来有望通过资本市场再融资扩大公司规模	13
6、盈利预测	13
7、估值及评级	15
8、风险提示	13
湘财证券投资评级体系	18
重要声明	18

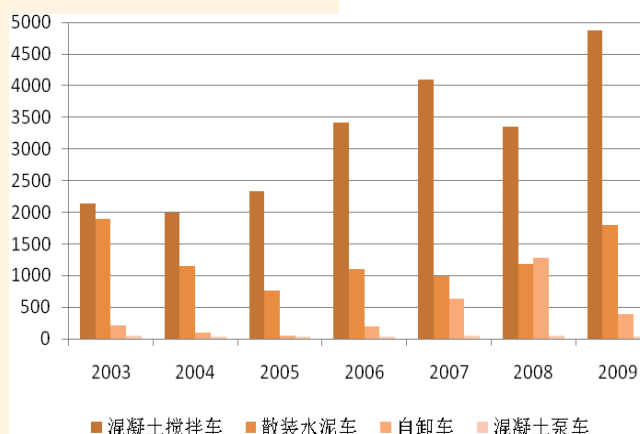
图表目录

图表 1: 公司分产品销量.....	4
图表 2: 公司分产品利润构成和收入构成 (2010 年中报)	4
图表 3: 星马汽车分产品营业收入及成本	4
图表 4: 星马汽车重组前股权结构图	5
图表 5: 星马汽车重组后股权结构图	6
图表 6: 华菱汽车销量预测表	6
图表 7: 华菱汽车近两年盈利情况	7
图表 8: 华菱汽车历年重卡销量及增速	7
图表 9: 重卡月度销量统计 (万辆)	8
图表 10: 汽车子行业 1-11 月销量同比增速比较	8
图表 11: 重卡行业销量前十 (含非完整车辆和半挂牵引车)	8
图表 12: 重卡销量份额变化	8
图表 13: 固定资产投资额及增速	9
图表 14: 国内公路货运量及增速	9
图表 15: 房地产开发投资额及增速	9
图表 16: 商品房新开工面积及增速	9
图表 17: 中卡需求重型化趋势明显	10
图表 18: 保障房建设加快	10
图表 19: 国内高速铁路已建成情况	11
图表 20: 国内高速铁路目前正在建设的情况	11
图表 21: 星马汽车盈利预测表	13
图表 22: 华菱汽车盈利预测表	14
图表 23: 公司盈利预测表	14
图表 24: 同行业可比公司估值比较	15
图表 25: 重组后估值 (单位: 元)	15
图表 26: 星马汽车盈利预测表 (未重组)	16

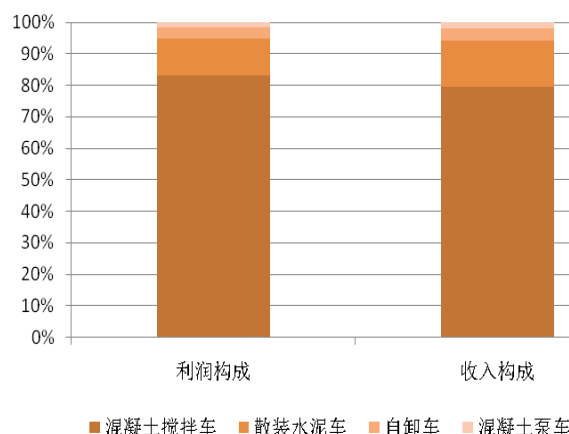
1、星马汽车-国内罐式专用汽车龙头

公司是目前国内最大的罐式专用汽车生产企业，拥有国内先进技术水平的专用汽车生产线，是我国工程类专用车行业的重点骨干企业，具备年产各类专用汽车近 5000 辆的生产能力。公司目前主要产品包括混凝土搅拌车、散装水泥车、混凝土泵车和自卸车等 8 大系列 100 多个品种规格。公司在混凝土搅拌车和散装水泥车市场占有率排名第一，其中散装水泥车更是占据了全国市场 50% 以上份额，连续六年夺得全国产销第一。目前公司 90% 的利润来自于这两种产品。

图表 1：公司分产品销量



图表 2：公司分产品利润构成和收入构成（2010 年中报）



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 3：星马汽车分产品营业收入及成本

分产品	2007		2008		2009	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
混凝土搅拌车	159,044	145,431	127,899	114,481	188,790	166,285
散装水泥车	27,887	26,076	35,191	32,900	56,675	51,925
混凝土泵车	8,980	8,328	8,913	6,932	5,662	4,580
自卸车	9,047	8,383	4,897	4,602	7,739	8,003

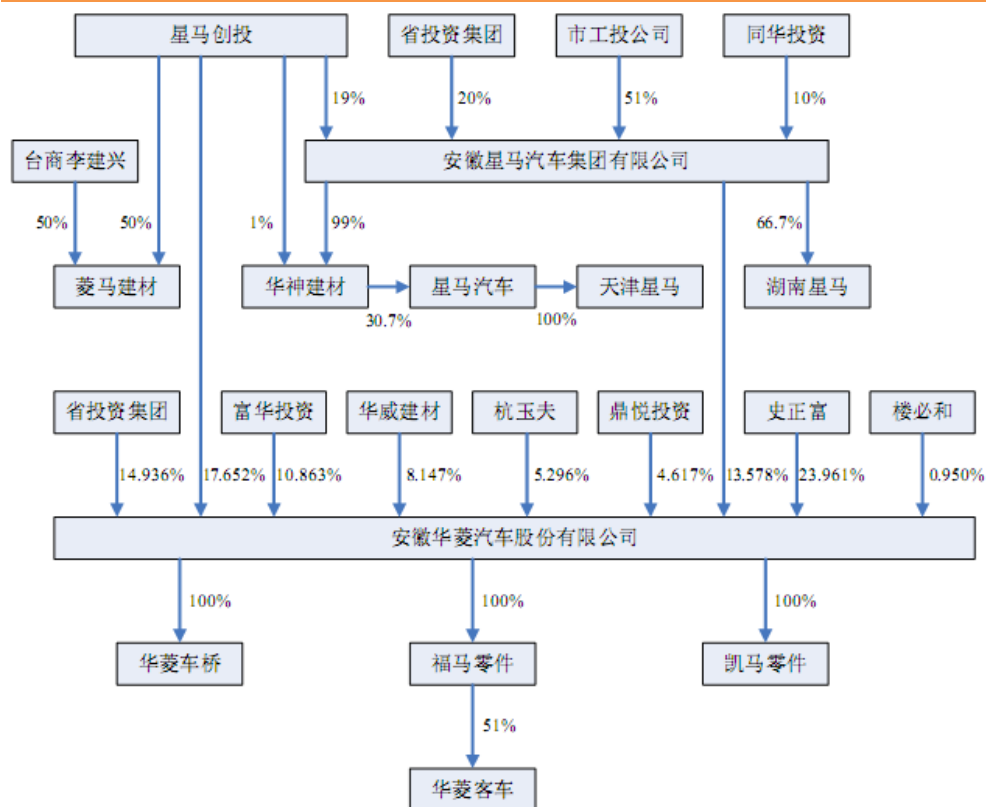
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

罐式专用汽车主要应用于基础设施与房地产建设领域，其销量主要取决于预拌混凝土的市场规模。受国家四万亿投资需求和城镇化建设的拉动，预拌混凝土市场保持快速增长，从而也带动公司前三季度销售收入同比增长 72%。虽然目前国家对房地产行业的调控措施日趋严厉，但是我们认为保障性住房建设将能在一定程度上弥补商品房投资下滑形成的缺口，因此我们依然看好公司工程专用车未来的发展前景。目前，由于下游需求持续旺盛公司面临较为严峻的产能瓶颈问题。公司将在现有产能基础上进行技术改造和扩建，形成年产 1 万辆专用汽车的生产能力，进一步扩大生产规模，巩固和强化公司在行业中的优势地位。

2、定向增发注入华菱汽车资产

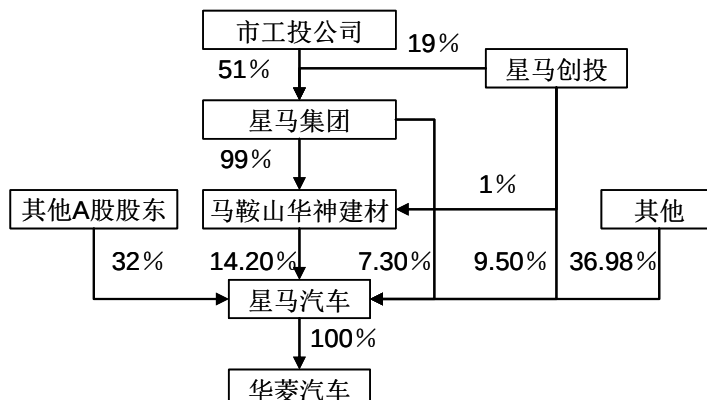
公司通过向星马集团、省投资集团、星马创投、富华投资、华威建材、鼎悦投资、史正富先生、杭玉夫先生及楼必和先生等 9 个对象非公开增发 2.18 亿股股份购买其合计持有的华菱汽车 100% 股权。发行价格为每股 8.18 元。

图表 4：星马汽车重组前股权结构图



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图表 5：星马汽车重组后股权结构图



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2009年3月，国务院办公厅公布了《汽车产业调整和振兴规划》，制定了中国汽车产业2009年-2011年的基本规划。提出了稳定汽车消费，加快结构调整，增强自主创新能力，推动产业升级，促进我国汽车产业持续、健康、稳定发展等要求。同时，也提出了“通过兼并重组，形成2-3家产销规模超过200万辆的大型汽车企业集团，4-5家产销规模超过100万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额90%以上的汽车企业集团数量由目前的14家减少到10家以内”的兼并规划目标。公司此次拟收购华菱汽车项目将是证监会支持的并购项目，并已于7月16日被正式受理，预计近期获批的可能性较大。

3、华菱汽车-重卡市场后起之秀

华菱汽车主营业务为重型汽车、汽车底盘及汽车零部件的研发生产、销售，其重卡技术来源于三菱汽车，相对于较老的斯太尔重卡平台有一定优势。自2003年成立以来，目前已形成了以星凯马为代表的高端产品系列、以华菱重卡为代表的中高端产品系列和以华菱之星为代表的轻量化产品系列，能够满足国内外不同层次用户的需求。其中华菱之星主要面向个体用户、规模较小的物流企业及运输企业，是公司销售量的保证，华菱重卡和星凯马主要面向大型物流、运输、工程等的组织用户及海外市场，是华菱汽车的主要利润来源及利润增长点。

图表 6：华菱汽车销量预测表

	2006	2007	2008	2009	2010Q1-Q3	2010E	2011E
销量	5,426	11,233	12,828	18,271	24,202	32,000	34,100
同比增速	68.2%	107.0%	14.2%	42.4%	86.1%	64.2%	13.7%
行业同比增速	29.9%	58.6%	10.9%	17.7%	74.8%	57.5%	5%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

华菱汽车前三季度累计销售重型卡车（含非完整车辆和半挂牵引车）2.42万辆，

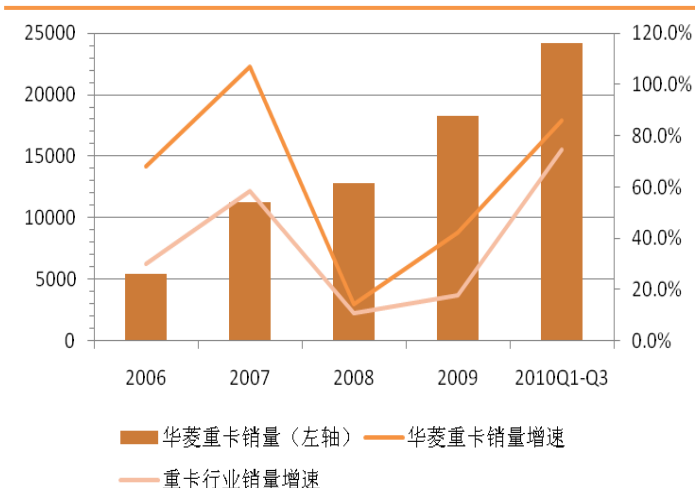
同比去年同期增长 86.1%，增速居重卡行业第四位，1-9 月华菱汽车重卡市场份额达到 3.1%，与去年同期增加 0.2 个百分点。预计华菱汽车全年重卡销量将达到 3 万辆左右，实现净利润 4.65 亿元。

图表 7：华菱汽车近两年盈利情况

	2006	2007	2008	2009
营业收入	131,605	285,257	278,274	394,678
营业利润	1,251	9,409	5,887	19,818
利润总额	1,537	9,794	10,459	32,502
净利润	1,537	8,207	9,198	24,609
毛利率	8.29%	10.70%	9.52%	11.56%
净利润率	1.17%	2.88%	3.31%	6.24%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图表 8：华菱汽车历年重卡销量及增速



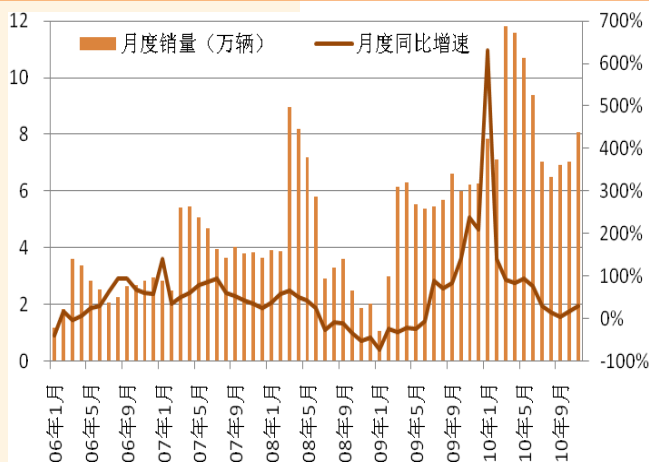
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

4、2010 年重卡行业表现及 2011 年展望

4.1、2010 年回顾：重卡销量远超市场预期

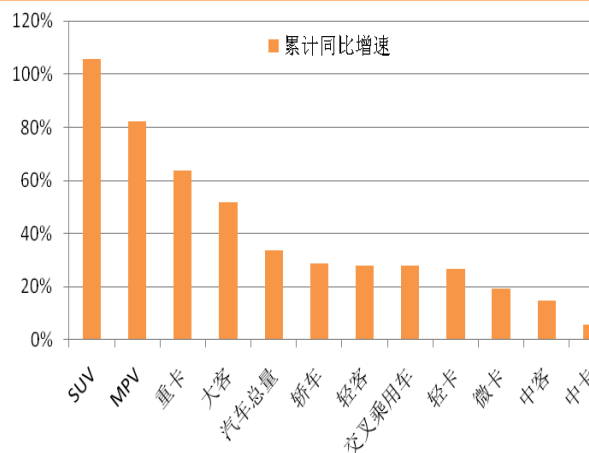
由于 09 年销量基数较低，并且受益于今年固定资产投资高增速以及全球经济复苏带动的国内外贸易物流需求增长，2010 年重卡市场实现超预期高增长。1-11 月重卡累计销量达到 94 万辆，同比增长 64%，增速仅次于 SUV 和 MPV。预计 2010 年重卡销量将突破 100 万辆，全年增速超过 58%。

图表 9：重卡月度销量统计(万辆)



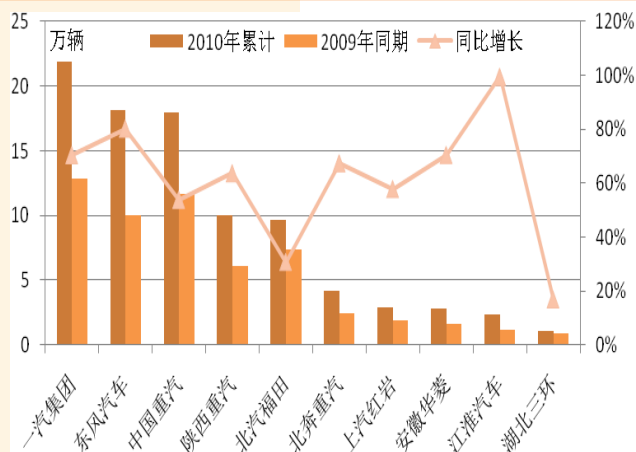
数据来源：CAAM，湘财证券研究所

图表 10：汽车子行业 1-11 月销量同比增速比较

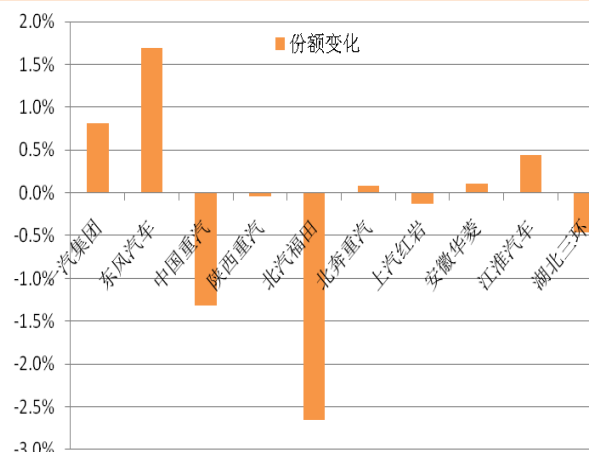


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

图表 11：重卡行业销量前十（含非完整车辆和半挂牵引车）图表 12：重卡销量份额变化



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

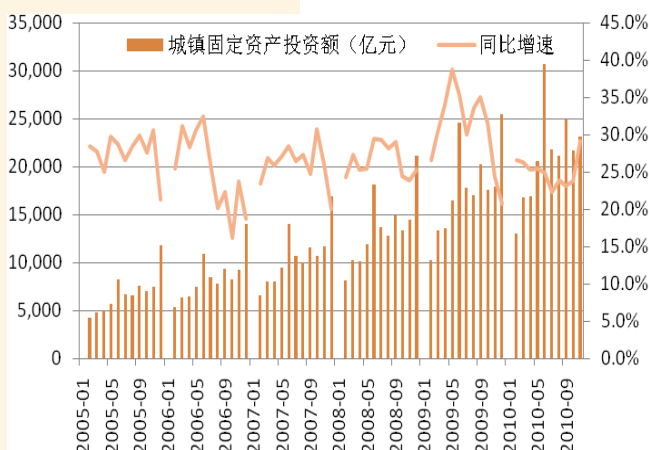


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

4.2、2011 年展望：高基数效应下面临有限调整，仍有超预期因素存在

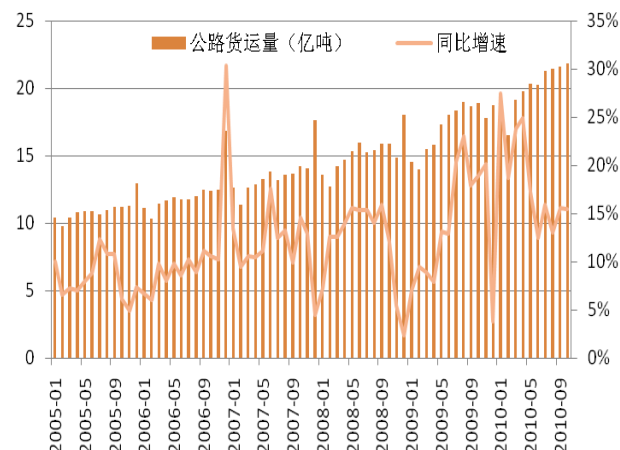
虽然我们认为由于明年固定资产投资增速将放缓且房地产调控政策日趋严厉，同时考虑到 2010 年的透支效应和高基数效应，预计短期尤其是明年上半年重卡市场将面临一定程度调整，但同时仍然有以下超预期因素存在。

图表 13: 固定资产投资额及增速



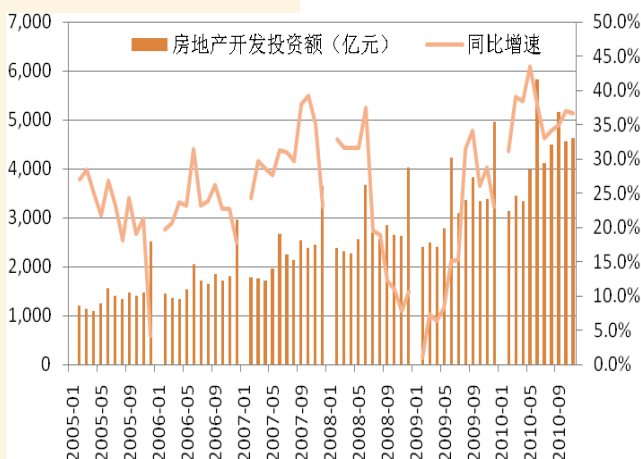
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图表 14: 国内公路货运量及增速



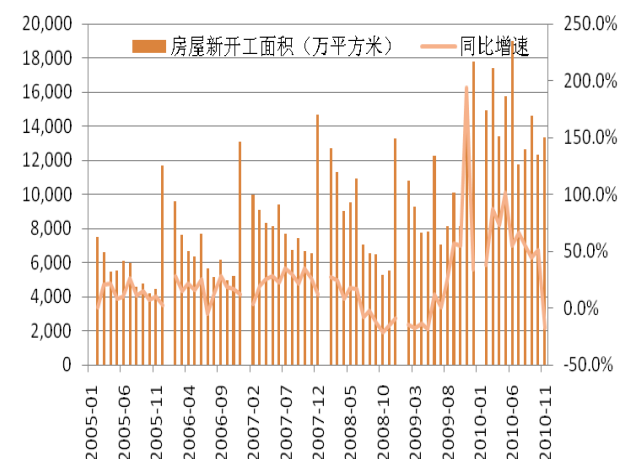
数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图表 15: 房地产开发投资额及增速



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

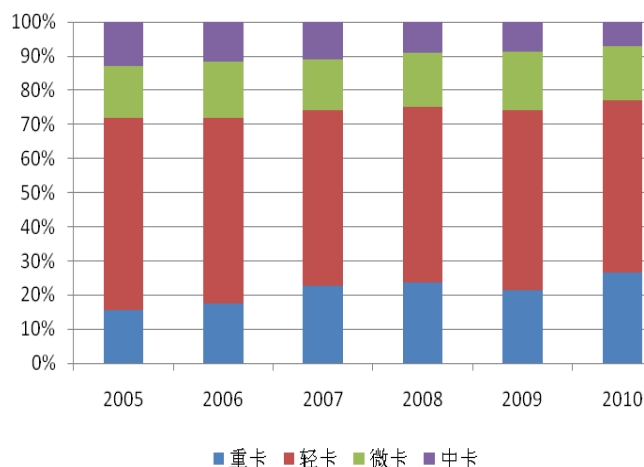
图表 16: 商品房新开工面积及增速



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

2011 年重卡市场可能的超预期因素之一是卡车行业结构性需求的改变即卡车重型化的趋势加快, 重卡相对于中轻卡适合大吨位较长距离运输, 与其他车型有着较为明确的分工。近年来, 随着计重收费政策的深入实施, 重卡对中卡的替代趋势较为明显, 在卡车市场中的比例逐渐提高。

图表 17：中卡需求重型化趋势明显

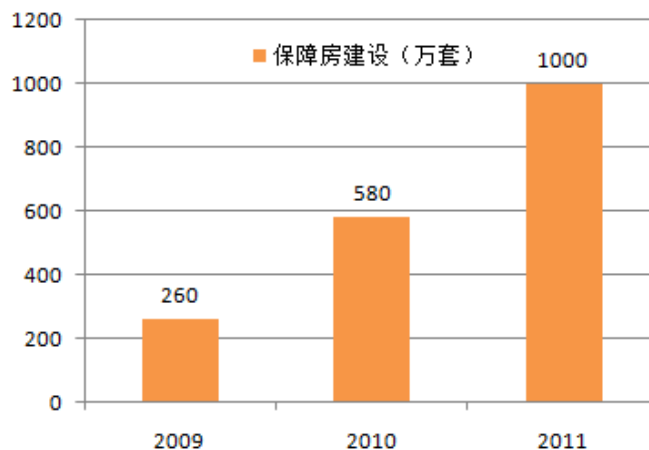


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

注：2010 年数据截至 11 月底

此外，明年保障房的建设也有可能成为行业潜在超越市场预期的因素之一。我国住建部日前向各地发出的《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》中明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，这相比 2010 年新增 420 万套，增长 72.4%，以此计算，2011 年保障性安居工程投资或将达 1.4 万亿元人民币。但我们也需注意到保障房建设投资仅占到房地产总投资额的 10%左右。

图表 18：保障房建设加快



数据来源：湘财证券研究所

另外，根据调整后的铁路中长期规划，至 2020 年国内要实现铁路运营里程 12 万公里（预计 2012 年达 11 万公里），客运专线达 1.5 万公里（预计 2012 年达 1.3 万公里），这意味着未来 3 年中年均新建成铁路至少 9000 公里，客运专线 3500 公里，我们预计未来三年中铁路建设投资都将保持高位。重卡运输与铁路运输有一定的替代关系，两者的不同主要在于一方面铁路运输效率较高，价格较低，而重卡运输则具有点对点的直达优势，比铁路运输更具灵活性和适应性；另一方面，

长途远距离运输主要通过铁路完成，而包括铁路站点与始发地或目的地间中转在内的短途运输则主要依靠重卡。

图表 19：国内高速铁路已建成情况

竣工时间	项目名称	铁路里程(公里)	建设时间
2008 年	京津城际铁路	115	2005. 7-2008. 7
	合宁铁路	166	2005. 6-2008. 4
	胶济铁路	363	2007. 1-2008. 12
2009 年	郑西客运专线	455	2005. 9-2009. 12
	武广客运专线	989	2005. 6-2009. 12
	甬台温铁路	268	2004. 12-2009. 9
	达成铁路扩能改造	386	2005. 5-2009. 9
	石太客运专线	190	2005. 6-2009. 4
	合武铁路	351	2005. 8-2009. 4
	福厦铁路	298	2005. 9-2009. 12
	温福铁路	273	2005. 10-2009. 9
	京沪高速铁路	1318	2008. 4-2010
	沪宁城际铁路	296	2008. 7-2010. 7
2010 年	广深港铁路	145	2008. 8-2010
	沪杭客运专线	158	2009. 2-2010. 5
	宜万铁路	377	2003. 12-2010. 4
	广珠城际铁路	144	2005. 12-2010. 10
	龙厦铁路	171	2006. 12-2010
	长吉城际铁路	96	2007. 5-2010
	昌九城际铁路	131	2007. 6-2010. 6
	成灌城际铁路	57	2008. 11-2010. 5

数据来源：行业资料，湘财证券研究所

图表 20：国内高速铁路目前正在建设的情况

竣工时间	项目名称	铁路里程(公里)	建设时间
2011 年	哈大客运专线	904	2007. 8-2011. 12
	津秦客运专线	258	2008-2011
	京石客运专线	280	2008. 10-2011. 12
	石武客运专线	840	2008. 10-2011. 6
	宁杭客运专线	249	2008. 12-2011. 12
	杭甬客运专线	150	2009. 4-2011. 12
	盘营客运专线	90	2009. 5-2011
	津滨城际铁路	45	2009. 10-2011

2012 年	海南东环铁路	308	2007. 9-2011. 3
	厦深铁路	502	2007. 11-2011
	向莆铁路	604	2007. 11-2011
	汉宜铁路	292	2008. 9-2011. 12
	遂渝铁路二线	132	2009. 1-2011. 12
	武汉城市圈城际铁路*	248	2009. 3-2011
	京沈客运专线	676	2009-2012
	合蚌客运专线	131	2009. 1-2012. 6
	京唐城际铁路	160	2009. 9-2012
	西宝客运专线	148	2009. 11-2012
	南广铁路	559	2008. 11-2012
	渝利铁路	260	2008. 12-2012
	成绵乐城际铁路	319	2008. 12-2012. 12
	宁安城际铁路	258	2008. 12-2012
	柳南城际铁路	227	2008. 12-2012
	莞惠城际轨道交通	98	2009. 5-2012. 12
	青烟威荣城际铁路	299	2009. 7-2012
	广清城际轨道交通	68	2009. 9-2012
	西宝客运专线	138	2009. 9-2012
	津保城际铁路	148	2009. 11-2012
2013 年	石济客运专线	319	2009. 12-2012
	郑徐客运专线	357	2009-2013
	宝兰客运专线	403	2009-2013
	哈齐城际铁路	286	2009. 5-2013
	沈丹城际铁路	208	2009. 7-2013. 9
	渝万城际铁路	240	2009. 9-2013
	西成客运专线*	519	2009. 12-2013
	杭长客运专线	933	2009. 12-2013
	成渝城际铁路	305	2009. 12-2013
	西汉成客运专线	509	2009. 12-2013. 6
	赣龙铁路复线电气化改造	274	2009-2013
	京张城际铁路	174	2009. 8-2013
	广佛肇城际轨道交通	87	2009. 9-2013
	丹大城际铁路*	158	2010-2013
2014 年	贵广客运专线	857	2008. 10-2014
	兰新客运专线	1776	2010-2014
	成贵客运专线	520	2009. 12-2014
	长昆客运专线	1168	2009. 12-2014
	广深港高速铁路*	26	2009-2014

长株潭 3+5 城际铁路	1200	2009. 9-2014. 12
大西铁路	845	2009. 12-2014
合福客运专线	806	2009. 12-2014
沪通铁路	225	2010-2014
渝贵客运专线	345	2010-2014

数据来源：行业资料，湘财证券研究所

注：注“*”为其中部分线路

5、未来展望

5.1、工程专用车和重卡的整合效应值得期待

目前公司工程专用车使用的底盘中，约 70% 采购自华菱。公司整合华菱汽车后将减少关联交易并产生一定的协同效应，共享整车生产资源，使重卡生产和专用车生产能够有机结合，充分发挥产业互补优势。此外，公司还可以优化整合华菱汽车 150 多家经销商网络，统一布局，提高服务效率。

5.2、未来有望通过资本市场再融资扩大公司规模

公司此次增发没有进行再融资，目前公司资产负债率偏高，预计公司未来将通过资本市场进行融资扩大公司规模保障公司持续快速发展，提高公司盈利水平。

6、风险提示

固定资产投资增速下滑风险。公司产品销量与固定资产投资关系较为密切，固定资产投资增速显著下滑将影响公司产品下游需求。

钢材等原材料价格上涨的风险。由于公司产品用钢量较大，钢材等原材料价格大幅上涨将对公司盈利水平造成显著影响。

7、盈利预测

预计今年星马汽车归属母公司净利润同比增幅将超过 250%，2011 年受益于国家 1000 万套保障房建设计划，预计增速仍然能达到 25% 以上。

图表 21：星马汽车盈利预测表

重要财务指标	单位：百万元			
主要财务指标	2009	20100930	2010E	2011E
营业收入	2650	3253	4346	5650

收入同比 (%)	0%	72%	64%	30%
归属母公司净利润	83	230	300	375
净利润同比 (%)	265%	334%	262%	25%
毛利率 (%)	10.3%	12.8%	12.6%	11.9%
ROE (%)	15.1%	29.5%	35.3%	30.6%
每股收益 (元)	0.44	1.23	1.60	2.00
P/E	57.34	20.59	15.85	12.65
P/B	8.63	0.00	5.59	3.88
EV/EBITDA	29	0	11	9

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

预计今年华菱汽车净利润同比增幅将达到 90%，虽然我们认为明年重卡行业将面临有限程度调整，但华菱汽车历年的表现一直好于行业平均水平，在行业仍然存在超市场预期因素条件下，预计盈利增速仍然能达到 10% 左右。

图表 22：华菱汽车盈利预测表

重要财务指标	单位：百万元					
主要财务指标	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1,316.1	2,852.6	2,782.7	3,946.8	6,450.0	7,263.3
收入同比		116.8%	-2.4%	41.8%	63.4%	12.6%
归属母公司净利润	15.4	97.9	92.1	246.1	465.0	558.0
净利润同比		537.2%	-6.0%	167.2%	89.0%	20.0%
净利润率	1.17%	2.88%	3.31%	6.24%	7.21%	7.68%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图表 23：公司盈利预测表

	2009A	2010E	2011E
星马汽车净利润(万元)	8283	30000	37500
华菱汽车净利润(万元)	24609	46500	55800
净利润合计(万元)	32892	76500	93300
EPS(重组前)	0.44	1.60	2.00
EPS(重组后星马部分)	0.20	0.74	0.92
EPS(重组后华菱部分)	0.61	1.15	1.38
EPS(重组后)	0.81	1.89	2.30
PE(重组前)	60.62	15.35	12.28
PE(重组后)	33.03	13.03	10.68

注：根据公司公告，重组后总股本为 405740597 股。

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

8、估值及评级

星马目前主要为工程车业务，华菱为重卡业务，结合目前二级市场对工程机械和重卡这两个行业的估值水平：工程机械为 20.53 倍 PE、重卡为 13.38 倍 PE，考虑到星马汽车重组华菱汽车之后的协同效应，分别给予星马和华菱 22 倍 PE 和 15 倍 PE，估值结果目标区间 33-35 元。

图表 24：同行业可比公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009	2010	2011
600031.SH	三一重工	22.43	0.39	0.99	1.28	57.85	22.63	17.57
000157.SZ	中联重科	14.88	0.50	0.76	0.93	29.97	19.62	16.01
000425.SZ	徐工机械	54.41	1.69	2.64	3.23	32.23	20.61	16.84
000528.SZ	柳工	38.19	1.33	2.32	2.77	28.68	16.48	13.80
600815.SH	厦工股份	13.95	0.14	0.76	0.93	102.50	18.45	15.04
工程机械行业 平均（整体法）						39.13	20.53	16.49
000951.SZ	中国重汽	28.93	1.02	2.18	2.51	28.36	13.28	11.53
600166.SH	福田汽车	25.49	0.98	1.90	2.12	25.92	13.43	12.03
重卡行业 平均（整体法）						26.63	13.38	11.87

数据来源：WIND、湘财证券研究所

维持公司“买入”评级。预计公司 2010 年、2011 年分别实现净利润 3.01 亿元、3.75 亿元，对应每股收益 1.60 元、2.00 元；预计同期华菱汽车实现净利润为 4.65 亿元和 5.58 亿元，如年底公司能够与华菱汽车成功完成重组，按重组后总股本 40574 万股计算，公司重组后每股收益分别 1.89 元、2.30 元，对应目前股价，PE 分别为 13.03 倍、10.68 倍，公司估值低于行业平均水平，仍有向上修复空间，维持公司“买入”评级，目标价 33-35 元。

图表 25：重组后估值（单位：元）

	2010 净利润（亿元）	2010EPS（元）	PE（倍）	P（元）
星马	3.01	0.74	22.00	16.32
华菱	4.65	1.15	15.00	17.19
合计	7.66	1.89		33.51

数据来源：公司公告、WIND、湘财证券研究所

图表 26：星马汽车盈利预测表（未重组）

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	20100930	2010E	2011E	会计年度	2009	20100930	2010E	2011E
流动资产	1290	1988	2089	2924	营业收入	2650	3253	4346	5650
现金	492	716	897	1607	营业成本	2378	2836	3798	4977
应收账款	265	563	451	590	营业税金及附加	7	5	8	10
其他应收款	2	3	7	7	营业费用	52	45	60	79
预付账款	28	49	57	69	管理费用	63	46	62	80
存货	423	577	568	499	财务费用	29	13	14	9
其他流动资产	81	81	110	152	资产减值损失	19	39	30	26
非流动资产	448	454	412	390	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	384	393	356	333	营业利润	104	267	375	469
无形资产	31	32	31	31	营业外收入	1	0	1	1
其他非流动资产	33	28	26	27	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1738	2441	2501	3314	利润总额	104	266	375	470
流动负债	1188	1661	1652	2089	所得税	21	36	75	94
短期借款	310	160	160	210	净利润	83	230	300	375
应付账款	261	323	418	530	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	617	1178	1074	1349	归属母公司净利润	83	230	300	375
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	157	280	412	502
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	1.23	1.60	2.00
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1188	1661	1652	2089	会计年度	2009	20100930	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	187	187	187	187	营业收入		71.6%	64.0%	30.0%
资本公积	152	152	152	152	营业利润	198.8%	305.1%	261.8%	25.3%
留存收益	211	441	510	886	归属于母公司净利润	265.3%	334.2%	261.8%	25.2%
归属母公司股东权益	550	780	850	1225	获利能力				
负债和股东权益	1738	2441	2501	3314	毛利率 (%)	10.3%	12.8%	12.6%	11.9%
现金流量表					净利率 (%)	3.1%	7.1%	6.9%	6.6%
单位: 百万元					ROE (%)	15.1%	29.5%	35.3%	30.6%
会计年度	2009	20100930	2010E	2011E	ROIC (%)	32.0%		388.2%	-185.2%
经营活动现金流	617	390	553	674	偿债能力				
净利润	83	230	300	375	资产负债率 (%)	68.4%	68.0%	66.0%	63.0%
折旧摊销	24	0	24	24	净负债比率 (%)	26.09%		9.69%	10.05%
财务费用	29	13	14	9	流动比率	1.09	1.20	1.26	1.40
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.71	0.85	0.90	1.15
营运资金变动	466	0	196	257	营运能力				
其他经营现金流	15	146	20	10	总资产周转率	1.60	1.56	2.05	1.94
投资活动现金流	-22	-4	16	-5					

资本支出	25	9	0	0	应收账款周转率	10	8	11	10
长期投资	-2	1	-16	5	应付账款周转率	11.53		11.19	10.50
其他投资现金流	1	6	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-425	-160	-164	41	每股收益(最新摊薄)	0.44	1.23	1.60	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	-336	-100	-150	50		3.29	2.08	2.95	3.60
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.93	4.16	4.53	6.53
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	57.34	20.59	15.85	12.65
其他筹资现金流	-89	-60	-14	-9	P/B	8.63		5.59	3.88
现金净增加额	169	224	405	710	EV/EBITDA	29		11	9

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。