

潍柴重机 (000880.SZ)

内燃机行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

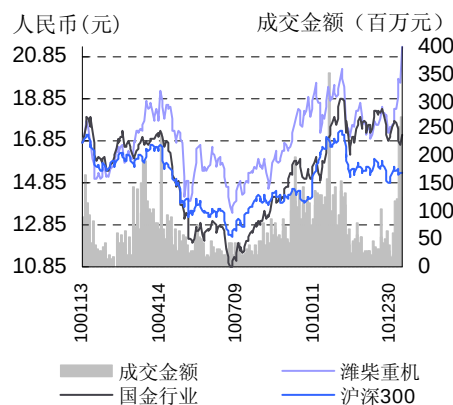
市价(人民币): 21.35元

目标(人民币): 26.55-29.73元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	135.13
总市值(百万元)	5,894.75
年内股价最高最低(元)	21.35/13.44
沪深300指数	3142.34
深证成指	12409.98



相关报告

1.《中速柴油机龙头舍我其谁?》, 2010.5.21

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波 联系人
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

受益于内河航运大发展的柴油机龙头企业

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.251	0.648	0.803	1.062	1.384
每股净资产(元)	1.87	2.52	3.28	4.29	5.62
每股经营性现金流(元)	0.59	2.80	0.69	2.47	2.50
市盈率(倍)	19.91	25.89	21.98	17.82	13.67
行业优化市盈率(倍)	18.87	52.59	52.59	52.59	52.59
净利润增长率(%)	27.78%	158.48%	23.89%	32.32%	30.34%
净资产收益率(%)	13.37%	25.68%	24.51%	24.77%	24.62%
总股本(百万股)	276.10	276.10	276.10	276.10	276.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 我们很看好公司现有船舶柴油机业务受益于内河航运的大发展和内河船舶的大型化、大功率中速机产品的发展潜力以及强大的综合竞争力:

- ◆ **内河航运处于黄金发展期:** 10年9月的国务院常务会议, 研究部署了推进长江等内河水运的发展工作, 力争用10年左右时间, 建成畅通、高效、平安、绿色的现代化内河水运体系, 内河航运尤其是长江运输将迎来黄金的发展十年。
- ◆ **内河船舶趋向大型化:** 09年底我国内河船舶平均净载重吨位仅为363吨, 相比之下, 02年美国密西西比河从事内河航运的船舶平均载重吨位已达到1,400吨。政府正通过制定各种政策鼓励内河船舶大型化、标准化发展。
- ◆ **大功率中速机业务投产:** 大功率中速机主要用于沿海船舶, 其国内市场容量超过200亿元, 给公司提供了广阔的成长空间。目前, 公司的大功率中速机项目已经开始投入生产, 12年底将达到300台/年的产能, 达产后产值可接近30亿元。

盈利预测和估值

- 我们预测公司10-12年营业收入分别为2,664, 3,311和4,076百万元; 净利润分别为222, 293和382百万元; EPS为0.803、1.062和1.384元。
- 基于内河航运投资的高景气和公司稳健成长的特点, 我们给予公司11年25~28倍PE的估值, 目标价为26.55~29.73元, 给予“买入”投资评级。

风险

- 公司面临的主要风险包括内河航运的景气程度下滑、大功率中速机承接订单和量产速度低于预期。

内容目录

看好公司的理由:	3
现有业务受益于内河航运大发展:	3
大功率中速机产品蓄势待发.....	3
盈利预测、估值和投资建议.....	3
内河航运处于黄金发展期	4
内河航运船舶趋向大型化、标准化	5
受益的中速船舶柴油机龙头企业.....	6
大功率中速机产品蓄势待发.....	7
盈利预测、估值和定价	9
风险提示	9
附录: 三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1: “十一五”期间内河航运投资巨大	4
图表 2: 内河港口万吨级泊位数量增加明显.....	4
图表 3: 内河水系通航里程及货运量占比 (2009 年)	4
图表 4: 内河货运量和内河港口集装箱港吞量	5
图表 5: 内河运输船舶数量及净载重量.....	5
图表 6: 内河船舶总功率及平均功率	5
图表 7: 内河船舶平均载重量持续增长.....	5
图表 8: 国内中速机主要生产厂商	6
图表 9: 公司各项业务销售收入 (百万元)	7
图表 10: 公司各季度的销售收入和毛利率	7
图表 11: 船舶价值构成.....	8
图表 12: 船用配件价值构成.....	8
图表 13: 国内大功率中速机厂商历年产量 (台)	8
图表 14: 分项业务预测	10

看好公司的理由:

- 公司是潍柴集团的中速柴油机制造平台,产品主要面向内河船舶、沿海船舶、工业发电市场等领域。公司与两大造船集团旗下的柴油机厂相比,其优势来自成本控制力、灵活的机制;与非两大集团的柴油机厂相比,其优势来自雄厚的资金实力、良好的品牌形象、优秀的管理团队。

现有业务受益于内河航运大发展:

- 内河航运的优势和潜力决定其长期投资增长态势,可与高铁建设相媲美:
 - “十一五”期间,我国内河水运建设总投资达到 1,000 亿元,超过建国以来至“十五”期末的投资总额。
 - 10 年 9 月的国务院常务会议,研究部署了推进长江等内河水运的发展工作,力争用 10 年左右时间,建成畅通、高效、平安、绿色的现代化内河水运体系,内河航运尤其是长江运输将迎来黄金的发展十年。
 - 除了内河航运自身优势以外,西部大开发、制造业向内地转移也带来巨大的需求,因此我们认为“十二五”期间中国内河航运的快速发展具有可持续性。
- 内河船舶趋向大型化、标准化:
 - 我国现有内河船舶普遍吨位小、机型杂、能耗高,现代大型船舶比重较低。09 年底我国内河船舶平均净载重吨位仅为 363 吨,相比之下,02 年美国密西西比河从事内河航运的船舶平均载重吨位已达到 1,400 吨。
 - 目前,政府通过制定各种政策鼓励内河船舶大型化、标准化发展。其中,最典型的是 09 年 6 月交通部联合长江沿岸省份制定的《推进长江干线船舶标准化方案》,对于通过船闸的商船吨位下限做出强制性规定,并通过补贴鼓励小吨位、老旧船舶提前退出市场。
 - 因此我国内河航运船舶的大型化、标准化方面有很大空间,公司的拳头产品—CW200 必将受益于此。

大功率中速机产品蓄势待发

- 大功率中速机主要作为沿海船舶主机、远洋船舶辅机,其国内市场容量可超过 200 亿元。公司通过与 MAN 合作,于 08 年进入大功率中速机市场:
 - 经过两年多的建设,公司大功率中速机项目的加工、试车生产线已经建设完成,开始投入生产。根据规划,该项目设计产能 300 台/年,将于 12 年末达产,其对应的产值接近 30 亿元。
 - 项目达产后,公司柴油发动机的功率范围延伸至 2040~5000KW,进一步提高公司产品覆盖面。目前,公司已开始承接此类产品订单,市场反应和初步需求意向良好。

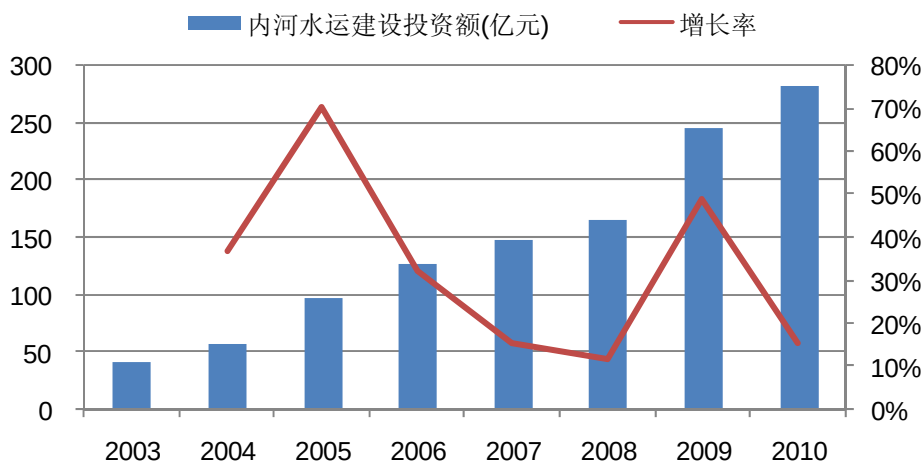
盈利预测、估值和投资建议

- 我们预测公司 10-12 年营业收入分别为 2,664, 3,311 和 4,076 百万元;净利润分别为 222, 293 和 382 百万元;EPS 为 0.803、1.062 和 1.384 元,10-12 年业绩复合增长率达到 30%。
- 基于内河航运投资的高景气和公司稳健成长的特点,我们给予公司 11 年 25~28 倍 PE 的估值,目标价为 26.55~29.73 元,给予公司“买入”的投资评级。

内河航运处于黄金发展期

- “十一五”期间，我国内河水运建设总投资为 1,000 亿元，来自中央的内河水运建设投资达 165 亿元，投资总额超过建国以来至“十五”期末的总和。

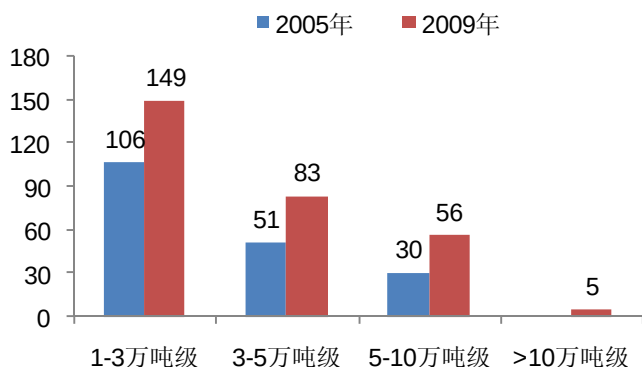
图表1：“十一五”期间内河航运投资巨大



来源：国金证券研究所（注：以上均为每年前 11 个月的投资额）

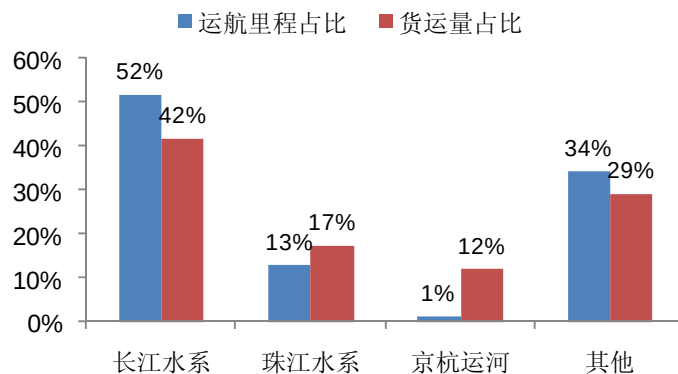
- 通航条件进一步提升。**截至 10 年末，我国基本达到规划等级的高等级航道约占总里程的 54%，较 05 年提高约 10 个百分点。对长江、西江、京杭大运河的重点河段航运整治，以及松花江、湘江、汉江等河流航电枢纽建设，取得了明显的成效。
- 港口泊位及配套物流条件改善明显。**在长江干线、西江干线和京杭运河等沿线相继建成了一批规模化、专业化港区；内河万吨级以上泊位数量从 05 年的 187 个增加至 09 年底的 293 个；“十一五”期间，集装箱通过能力增加了约 700 万 TEU。
- 内河货运量增长迅速。**09 年我国内河货运量达到 15.7 亿吨，04-09 年内河货运量的复合增长率达到 11.3%，高于同期国内货运量 10.6% 的增速。09 年内河港口集装箱吞吐量达到 1,220 万 TEU，04-09 年的复合增长率达到 19.6%。
- 运输装备进一步优化。**09 年底全国拥有内河运输船舶 16.48 万艘，数量持续减少，净载重量达到 5,989 万吨，集装箱箱位达到 10.1 万 TEU，分别相当于 04 年底的 1.57 倍和 3.09 倍。

图表2：内河港口万吨级泊位数量增加明显

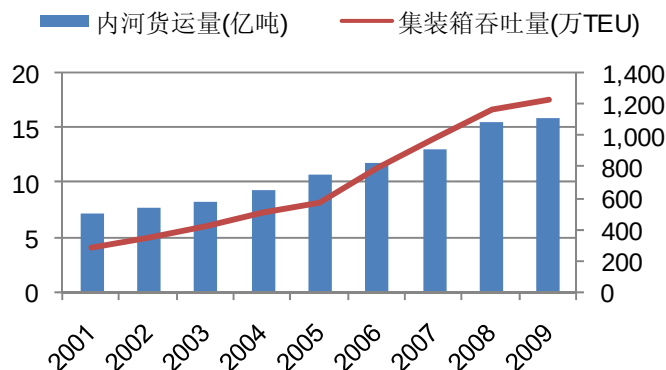


来源：交通部，国金证券研究所

图表3：内河水系通航里程及货运量占比（2009 年）

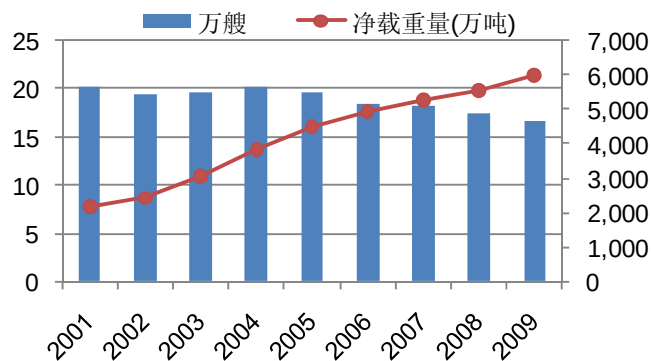


图表4：内河货运量和内河港口集装箱吞吐



来源：交通部，国金证券研究所

图表5：内河运输船舶数量及净载重量

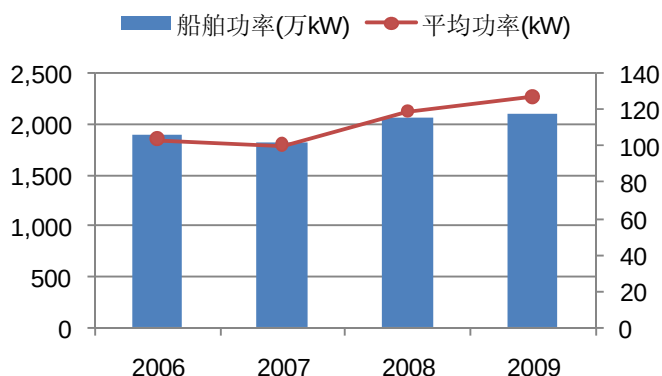


- 内河航运具有“占地少、成本低、能耗小、污染轻、运能大、效益高”的比较优势，其对于沿江经济社会发展的贡献巨大，同时潜力也很大。以珠江为例，珠江水路货运量为京广铁路货运量的 5 倍，通过提升和优化，将来有可能超过 10 条京广铁路的货运能力。
- 10 年 9 月的国务院常务会议，研究部署了推进长江等内河水运的发展工作，力争用 10 年左右时间，建成畅通、高效、平安、绿色的现代化内河水运体系，内河航运尤其是长江运输将迎来黄金的发展十年。
- 除了内河航运自身优势以外，西部大开发、制造业向内地转移也带来巨大的需求，因此我们认为“十二五”期间中国内河航运的快速发展具有可持续性，对船用中速柴油机行业形成利好。

内河航运船舶趋向大型化、标准化

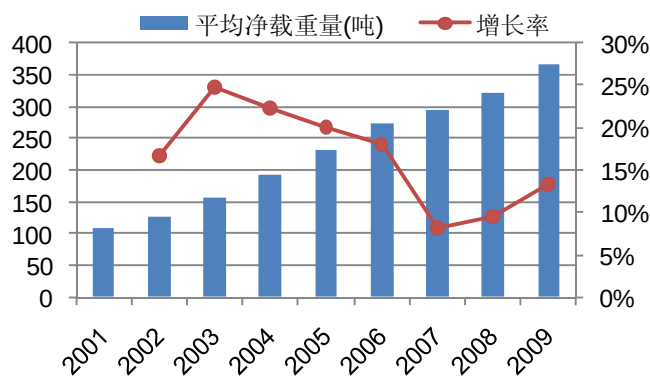
- 目前我国内河船舶普遍吨位小、机型杂、能耗高、技术经济性较差，大型化、标准化的船舶所占比重不高。09 年我国内河船舶平均净载重吨位仅为 363 吨，平均功率仅为 127 千瓦；对比美国，早在 2002 年时，密西西比河从事内河航运船舶共 32,495 艘，平均载重吨位达到 1,400 吨。

图表6：内河船舶总功率及平均功率



来源：交通部，国金证券研究所

图表7：内河船舶平均载重量持续增长



- 目前，政府正通过制定各种政策鼓励内河船舶大型化、标准化发展，其中最典型的是交通部联合长江沿岸省份制定的长江干线船舶标准化方案。
- 09 年 6 月交通部公布了《推进长江干线船舶标准化实施方案》，其主要目标为：利用五年左右时间，通过推进长江干线船型标准化，使川

江及三峡库区船型标准化率达到 75%以上，三峡船闸的通过能力提高 10%以上，长江干线货运船舶的平均吨位达到 1000 载重吨以上，船舶安全技术性能明显提高。

- 方案规定，从 2013 年起，禁止 600 总吨以下商船通过三峡船闸，而目前仅禁止 200 总吨以下的商船通闸；从 2013 年起，禁止生活污水排放达不到规范要求的客船、单壳油轮、单壳化学品船进入三峡库区航运市场；鼓励小吨位、老旧船舶提前退出市场，给予一定的补贴。
- 按照方案实施要求，09 年底到 13 年底，中央财政和地方财政按照 1:1 的比例共拿出配套资金 20 亿元用于推进长江干线船型标准化工作。以安徽省为例，10 年底举行了长江干线船舶标准化船舶拆解启动仪式，将用三年时间淘汰老旧船舶 4,500 艘，中央及省财政将各按 50%的比例，共筹集资金 7 亿元，用于拆解船舶的补贴。

受益的中速船舶柴油机龙头企业

- 船用柴油机按其压缩模式可以分为二冲程和四冲程两种，按转速可分为低速（<250 转/分钟）、中速（250-1000 转/分钟）、高速柴油机（>1000 转/分钟）3 种。其中，二冲程柴油机因其热效率高、输出功率大，在大型船舶中常作为主机，同时其转速较低，也被称为低速柴油机。中速柴油机多为四冲程柴油机，常作为中小型、内河、近海船舶的主机，或者大型船舶的辅机。高速柴油机一般作为大型船舶的应急电站或者小型船舶的主机，四冲程和二冲程这两种压缩模式的都有。

图表8：国内中速机主要生产厂商

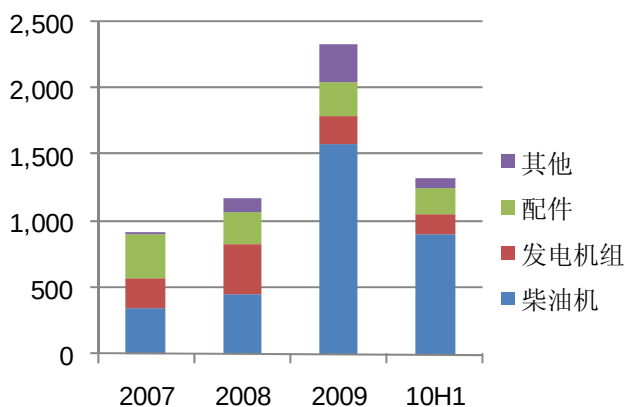
	生产厂商	型号	功率范围(KW)	技术合作对象	备注
内河航运	潍柴	160、170、200、L21/31、L27/38、L32/40、L40/54	164-5000	MAN	09年12月完成第一台CKD大功率中速机样机，20缸L32/40最大功率可达10000KW。09年收入23亿元。
	上柴	128、135			
	广柴	230、320	294-2425		08年产值4.38亿元
	石油济柴	140、190、260			09年收入15.88亿元
	淄柴	150、170、210、250、300、330	150-3310	洋马	08年收入10亿元左右
	宁波中策	160、300、320	235-3310		
	河柴重工	234、604、620、L16/24、L21/31	90-2364	Deutz、MAN	主营高速大功率柴油机
沿海船舶主机、远洋船舶辅助动力	南车资阳	L27/38、L32/40	1500-9000	MAN	
	安泰动力	L27/38、L32/40		MAN	
	上海新中动力	L16/24、L21/31、L27/38、250		MAN	隶属711所，以军工产品为主
	杭州中高	L+V32/40、L21/31、L16/24以及L27/38等	400-10000	MAN	首批产品于09年6月开始交付，目前已有数十台交货记录。
	镇江中船设备	L16/24、L21/31、L23/30、L27/38、L28/32、L32/40、S35、S42、S46、S50、RT-flex35、RT-flex40、RT-flex50	475-10000	MAN、瓦锡兰	2009年生产431台中速机、销售收入近10亿元
	安庆柴油机	DK-20、DK-26、DK-28、DS-18A、DL-20		大发	08年收入7~8亿元
	陕柴	L16/24、L21/31、L32/40、DK-20、DK-28、PA6V-280	552-8800	MAN、大发	09年收入16.62亿元，生产331台中速机

来源：国金证券研究所

- 受益于我国内河航运投资和货运量增长、航道整治推动造船大型化，近年来内河船舶所用的中速柴油机市场需求形势火爆。

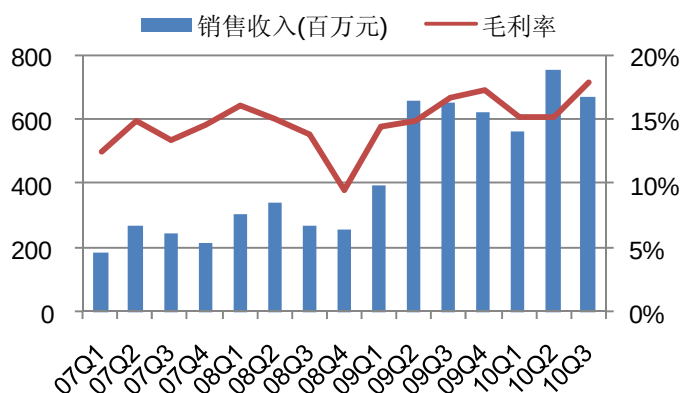
- 根据交通部统计数字，国内内河航运船舶总功率为 2,085 万 KW，按 500 元/KW 计算，整个内河航运船用柴油机市场容量大致为 100 亿元。考虑到统计数字的不完全性，假设 50% 的市场尚未计入统计，则全部存量市场规模在 150 亿元左右。
- 通常内河航运柴油机每 5 年更换一次，则现有存量市场的替换需求平均每年为 30 亿元。目前我国内河航运正处于增长阶段，假设未来 2 年内河船舶的年交付量增长率为 10~15%，考虑新增需求，我们预计目前内河航运船用柴油机市场容量约为 40 亿元。
- 需要说明的是，09 年内河船舶需求增长迅速，我们认为有三个方面的原因：（1）钢价下跌带来的船价下跌，导致船东大量订船，加速更新淘汰；（2）经济复苏推动的大宗原材料运输需求扩张；（3）内河船舶大型化、标准化的趋势。原因 1 相对不可持续，而原因 2、3 属于推动行业需求的长期因素。谨慎起见，
- 公司是潍柴集团的中速柴油机制造平台，产品主要面向内河船舶、沿海船舶、工业发电市场等领域。公司 10 年柴油机销售额接近 18 亿元，是国内最大的内河船舶柴油机供应商，主要产品包括 160、170 和 CW200。
- CW200 在内河船舶大型化的发展中最为受益，处于供不应求的状态。估计 09 年 CW200 销量达到 1300~1400 台，10 年扩产后可能接近 2000 台，11 年技改项目完成后还将有一个较大的提升。160、170 系列产品属于老款发动机，市场竞争相对激烈，主要竞争对手为淄柴。
- 11 年公司在营销方面做了较大的改革，对代理商引入了一定的考核和内部竞争机制，刺激代理商努力扩大公司产品的销售 and 市场份额。考虑到 CW200 今年产能扩张的贡献、营销改革的推动，我们预计公司柴油机业务 11 年将实现快于行业的增长速度。

图表9：公司各项业务销售收入（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：公司各季度的销售收入和毛利率

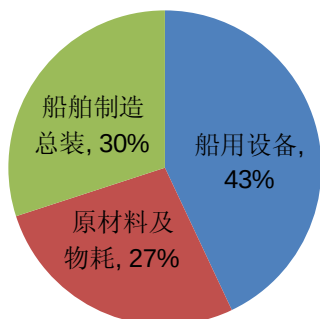


大功率中速机产品蓄势待发

- 公司目前新投产的大功率中速柴油机主要用于沿海船舶主机、远洋船舶辅机，考虑中国造船业格局，可发掘的市场容量也达到 100 多亿元。
- 根据 Clarksons 统计，2009 年全国民船销售收入达到 1,108 亿美元，其中推进系统、辅助动力系统占价值量的 17~18%，则整体市场容量为 188~200 亿美元。其中，全球大功率中速机市场容量约为 60~70 亿美元。（详细测算过程可参见 2010 年 5 月 20 日发表的《潍柴重机研究报告》）
- 如果我们假设 40% 的中速机需求来自中国（考虑到中国在近海船舶制造的优势），则国内市场容量为 30 亿美元，约合 200 亿元人民币。

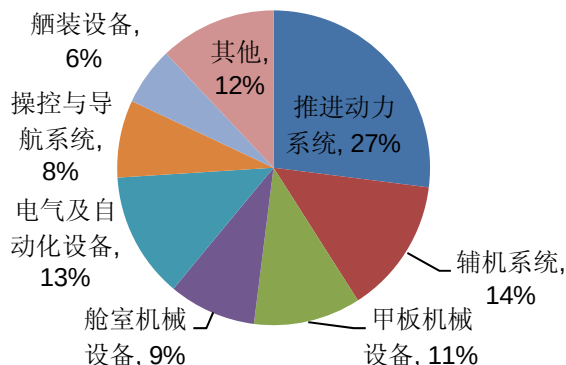
考虑两大造船集团分别有陕柴重工、中船镇江两大中速船用柴油机制造基地，潍柴重机未来发掘的客户应主要来自两大造船集团以外的其他造船企业，因此我们预计其可发掘的市场容量约为 100 亿元。

图表11：船舶价值构成



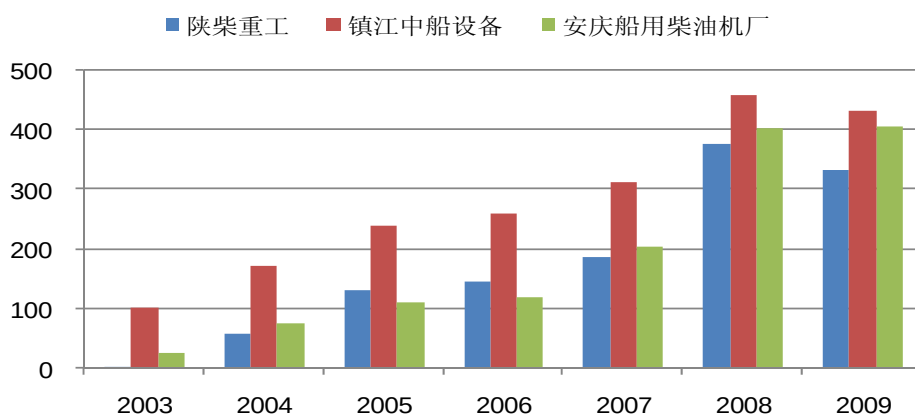
来源：欧洲造船协会，国金证券研究所

图表12：船用配件价值构成



- 公司 08 年 4 月份通过向 MAN 购买生产许可证进入大功率中速机领域，经过两年多的建设，公司大功率中速机项目的加工、试车生产线已经建设完成，开始投入生产。根据规划，该项目设计产能 300 台/年，将于 12 年末达产，其对应的产值可达 20 多亿元。项目达产后，公司柴油发动机的功率范围延伸至 2,040~5,000KW，进一步提高公司产品覆盖面。
- 需要强调的是，虽然 MAN 公司在国内授权中速机生产的厂家多达 8 家，但在大功率中速机领域真正具有竞争力的企业屈指可数。两大集团以外的大功率中速机市场争夺主要依靠两个方面：
 - 产品推出时间。当前国内大功率中速柴油机市场尚处于成长期，随着进入企业的逐步增多，谁先推出产品，打开市场，谁就占尽优势，时间是各个企业面临的重要挑战。
 - 成本控制与资金。由于行业绝大部分参与者采用相同的购买许可证的方式生产大功率中速柴油机，技术来源大多由来自 MAN，因此未来国内大功率中速机产品的同质化程度较高，成本控制决定利润水平。同时，在市场开拓初期，需要有一个用户的培养和导入时期，产品售价相对偏低而费用较高，对于企业资金实力也是很大的考验。

图表13：国内大功率中速机厂商历年产量（台）



来源：国金证券研究所

- 从上述两方面考虑，有力的竞争者主要包括杭州中高和潍柴重机：

- 杭州中高是国内第一家生产大功率柴油机的民营企业，06 年 10 月与 MAN 签订合作协议，主要产品有 L16/24、L21/31、L27/38、L + V32/40 等型号柴油机、发电机组。首批产品于 09 年 6 月开始交付，目前已有数十台交货记录，公司计划 2015 年达到 1000 台的产能。
- 而潍柴重机是国内 CKD 组装历时最短的企业，公司 08 年 4 月份向 MAN 公司购买生产许可证，09 年 12 月份就推出了 CKD 组装产品，目前已具备了按工艺流程进行生产、批量接订单的能力。
- 我们认为，与杭州中高相比，潍柴重机具有自己独特的优势：
 - 潍柴集团在整个产业链调配、整合资源的能力为市场熟知，同时集团又确定了很高的发展目标，并对其柴油机产品布局做了详细的布署。到 2012 年潍柴集团要实现 500 亿销售收入，2015 和 2020 年分别要达到 800 和 1000 亿收入，潍柴发动机板块要形成覆盖 45-10000 马力的产品格局（即最大达到 7355KW）。
 - 对于潍柴重机，其未来增长点主要着力于大功率中速机产品，**成败在此，势必全力以赴**；而潍柴集团也势必对公司的大功率中速机项目全力支持，包括共享的研发平台、技术支持、购销系统等。
 - 潍柴重机现有（中小功率）柴油机业务市场地位稳固，客户积累深厚；公司财务也非常稳健，账面现金高达 13 亿元，10 年还实施了固定资产加速折旧的处理办法；公司选配了优秀的技术人员和销售团队，可谓好钢用在刀刃上。总之，**公司在各方面都做好了充分准备。**
- 目前，公司已开始承接大功率中速机产品订单，市场反应和需求意向良好。基于上述分析，公司大功率中速机产品具备快速成长的条件，我们预测 11-12 年该类产品销量分别为 20、70 台，大机项目将成为公司业绩增长的重要来源。

盈利预测、估值和定价

- 我们预测公司 10-12 年营业收入分别为 2,664, 3,311 和 4,076 百万元；净利润分别为 222, 293 和 382 百万元；EPS 为 0.803、1.062 和 1.384 元；10-12 年利润复合增长率为 30%。
- 基于内河航运投资的高景气和公司稳健成长的特点，我们给予公司 11 年 25~28 倍 PE 的估值，目标价为 26.55~29.73 元，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

- 内河航运的景气程度下滑的风险。内河船舶柴油发动机占公司现有柴油机销售比例较大，如果内河航运景气程度下滑，将对内河船舶柴油机的需求产生不利影响。我们假设未来 2 年内河船舶的交付量增长率为 10~15%，考虑到内河投资、航道整治力度，我们认为上述假设达到的可能性较大。
- 大功率中速机承接订单和量产速度低于预期的风险。目前公司大功率中速机尚未有正式的销售记录，我们的销量假设基于对公司在内河船舶中速柴油机的良好品牌积累、公司对大机项目的资金投入和人员配备力度，但其销售形势取决于市场接受程度和公司产能提升速度。
- 以上业绩预测基于 10-12 年公司适用 15% 的所得税率。公司在 10 年 11 月底公示拟被认定为高新技术企业，目前已顺利通过公示，但尚未得到认定结果和适用税率的正式通知。

图表14：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
柴油机						
销售收入（百万元）	344.83	456.85	1,585.89	1,792.06	2,240.07	2,755.29
增长率（YOY）		32.49%	247.14%	13.00%	25.00%	23.00%
毛利率	14.60%	12.54%	15.44%	17.10%	17.50%	18.00%
销售成本（百万元）	294.50	399.57	1,341.02	1,485.61	1,848.06	2,259.33
增长率（YOY）		35.68%	235.62%	10.78%	24.40%	22.25%
毛利（百万元）	50.33	57.28	244.87	306.44	392.01	495.95
增长率（YOY）		13.81%	327.50%	25.14%	27.92%	26.51%
占总销售额比重	37.59%	38.68%	67.85%	67.28%	67.66%	67.60%
占主营业务利润比重	39.20%	34.88%	65.05%	69.99%	70.00%	70.27%
发电机组						
销售收入（百万元）	228.42	378.42	204.74	348.06	435.07	522.09
增长率（YOY）		65.67%	-45.90%	70.00%	25.00%	20.00%
毛利率	10.86%	14.83%	11.89%	10.00%	11.00%	11.50%
销售成本（百万元）	203.62	322.29	180.40	313.25	387.21	462.05
增长率（YOY）		58.28%	-44.03%	73.64%	23.61%	19.33%
毛利（百万元）	24.80	56.13	24.34	34.81	47.86	60.04
增长率（YOY）		126.33%	-56.64%	43.00%	37.50%	25.45%
占总销售额比重	24.90%	32.04%	8.76%	13.07%	13.14%	12.81%
占主营业务利润比重	19.32%	34.18%	6.47%	7.95%	8.55%	8.51%
配件						
销售收入（百万元）	329.23	236.17	250.21	375.32	457.88	549.46
增长率（YOY）		-28.27%	5.94%	50.00%	22.00%	20.00%
毛利率	15.64%	15.70%	25.75%	19.50%	20.10%	20.10%
销售成本（百万元）	277.73	199.08	185.77	302.13	365.85	439.02
增长率（YOY）		-28.32%	-6.69%	62.64%	21.09%	20.00%
毛利（百万元）	51.50	37.09	64.44	73.19	92.03	110.44
增长率（YOY）		-27.98%	73.74%	13.57%	25.75%	20.00%
占总销售额比重	35.89%	20.00%	10.71%	14.09%	13.83%	13.48%
占主营业务利润比重	40.11%	22.59%	17.12%	16.72%	16.43%	15.65%
材料及其他						
销售收入（百万元）	14.83	109.63	296.38	148.19	177.83	248.96
增长率（YOY）		639.24%	170.35%	-50.00%	20.00%	40.00%
毛利率	11.87%	12.51%	14.43%	15.80%	15.80%	15.80%
销售成本（百万元）	13.07	95.91	253.62	124.78	149.73	209.62
增长率（YOY）		633.82%	164.44%	-50.80%	20.00%	40.00%
毛利（百万元）	1.76	13.72	42.76	23.41	28.10	39.34
增长率（YOY）		679.55%	211.66%	-45.24%	20.00%	40.00%
占总销售额比重	1.62%	9.28%	12.68%	5.56%	5.37%	6.11%
占主营业务利润比重	1.37%	8.35%	11.36%	5.35%	5.02%	5.57%
销售总收入（百万元）	917.31	1181.07	2337.22	2663.62	3310.85	4075.79
销售总成本（百万元）	788.92	1016.85	1960.81	2225.77	2750.85	3370.02
毛利（百万元）	128.39	164.22	376.41	437.85	560.00	705.77
平均毛利率	14.00%	13.90%	16.11%	16.44%	16.91%	17.32%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	917	1,181	2,337	2,664	3,311	4,076
增长率		28.8%	97.9%	14.0%	24.3%	23.1%
主营业务成本	-789	-1,017	-1,961	-2,226	-2,751	-3,370
%销售收入	86.0%	86.1%	83.9%	83.6%	83.1%	82.7%
毛利	128	164	376	438	560	706
%销售收入	14.0%	13.9%	16.1%	16.4%	16.9%	17.3%
营业税金及附加	-3	-4	-11	-12	-15	-18
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-10	-14	-20	-29	-36	-45
%销售收入	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-39	-61	-121	-149	-185	-228
%销售收入	4.3%	5.1%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润（EBIT）	76	85	225	247	323	414
%销售收入	8.3%	7.2%	9.6%	9.3%	9.8%	10.2%
财务费用	1	4	8	12	13	19
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	8	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	3.6%
营业利润	77	89	230	260	344	449
营业利润率	8.4%	7.6%	9.9%	9.8%	10.4%	11.0%
营业外收支	0	1	0	1	1	1
税前利润	78	90	231	261	345	450
利润率	8.5%	7.6%	9.9%	9.8%	10.4%	11.0%
所得税	-23	-21	-52	-39	-52	-67
所得税率	30.3%	23.0%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	54	69	179	222	293	382
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	69	179	222	293	382
净利率	5.9%	5.9%	7.7%	8.3%	8.9%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	54	69	179	222	293	382
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	23	33	53	52	52
非经营收益	23	21	34	31	7	4
营运资金变动	119	172	527	-115	329	253
经营活动现金净流	220	286	773	192	681	691
资本开支	-1	-193	-219	-62	52	-90
投资	0	0	0	-109	-172	-100
其他	0	0	0	0	8	16
投资活动现金净流	-1	-193	-219	-171	-113	-174
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-10	-29	-34
筹资活动现金净流	0	0	0	-10	-29	-34
现金净流量	219	92	554	11	539	484

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	253	293	1,082	1,092	1,632	2,115
应收款项	26	27	2	7	8	10
存货	122	183	113	171	211	259
其他流动资产	7	1	11	15	19	22
流动资产	408	504	1,207	1,285	1,869	2,406
%总资产	56.7%	50.3%	63.3%	61.8%	68.4%	70.6%
长期投资	0	0	0	109	280	380
固定资产	170	346	582	595	498	540
%总资产	23.6%	34.5%	30.5%	28.6%	18.2%	15.9%
无形资产	64	96	94	88	83	79
非流动资产	312	499	699	794	863	1,001
%总资产	43.3%	49.7%	36.7%	38.2%	31.6%	29.4%
资产总计	720	1,003	1,906	2,079	2,732	3,407
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	246	476	1,170	1,123	1,488	1,783
其他流动负债	25	10	39	52	61	71
流动负债	271	486	1,209	1,175	1,549	1,855
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	271	486	1,209	1,175	1,549	1,855
普通股股东权益	448	518	696	904	1,184	1,552
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	720	1,003	1,906	2,079	2,732	3,407

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.196	0.251	0.648	0.803	1.062	1.384
每股净资产	1.624	1.875	2.523	3.275	4.287	5.621
每股经营现金净流	0.796	0.591	2.799	0.694	2.465	2.502
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	12.08%	13.37%	25.68%	24.51%	24.77%	24.62%
总资产收益率	7.52%	6.90%	9.39%	10.66%	10.73%	11.22%
投入资本收益率	11.79%	12.64%	25.00%	23.26%	23.21%	22.69%
增长率						
主营业务收入增长率	5013.22%	28.75%	97.89%	13.97%	24.30%	23.10%
EBIT增长率	N/A	12.13%	164.23%	10.18%	30.67%	28.17%
净利润增长率	1226.73%	27.78%	158.48%	23.89%	32.32%	30.34%
总资产增长率	72.52%	39.41%	89.92%	9.09%	31.43%	24.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.2	0.9	0.1	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	49.3	54.8	27.6	28.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	53.7	68.6	66.1	68.0	68.0	68.0
固定资产周转天数	63.5	86.7	50.6	53.0	47.4	42.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.37%	-56.62%	-155.29%	-120.77%	-137.83%	-136.28%
EBIT利息保障倍数	-55.4	-20.5	-27.4	-19.8	-24.5	-22.1
资产负债率	37.70%	48.42%	63.45%	56.50%	56.68%	54.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	1
买入	0	0	0	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.20	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-21	买入	15.31	20.00 ~ 20.00

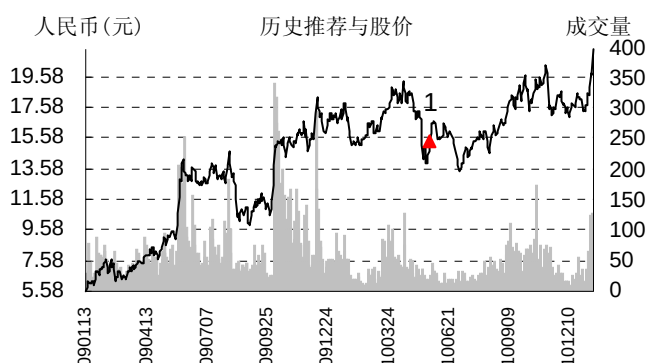
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室