

分析师：	刘元瑞	(8621)68751760	liuyr@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120022
联系人：	谭焜元	(8621)68751760	tanky@cjsc.com.cn		
	张乐	(8621)68751760	zhangle@cjsc.com.cn		

打入高端配套，开启成长空间

事件描述

- 南方轴承拟采用网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式，发行 2,200 万股。本次发行前公司总股本 6,500 万股，发行后为 8,700 万股。
- 本次募集资金将用于“精密滚针轴承及单向轴承总成项目”，建成后公司将新增年产精密滚针轴承 5,000 万套、超越离合器 300 万套、OAP 100 万套的生产能力。

我们预计，2011-2013 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.61，0.76，0.89 元，可以按照 2011 年业绩 25-30 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 15.25—18.30 元。

事件评论

公司概况

公司是一家专业设计、制造和销售滚针轴承、超越离合器的高新技术企业，是国内滚针轴承和超越离合器产量最大的生产企业之一，产品广泛应用于汽车、摩托车主机市场等领域。公司的前身是成立于 1998 年的武进市南方轴承有限公司，2007 年整体变更为江苏南方轴承股份有限公司。依靠在滚针轴承行业多年积累的先进制造工艺技术、经验和产品研发能力，公司在国内较早进入国际知名汽车零部件商的全球采购体系，产品广泛配套于国内外著名汽车商多款畅销车型。

图 1：公司部分主要产品



实体套圈滚针轴承



三圆柱式离合器



单向滑轮总成

资料来源：公司公告，长江证券研究部

具体来看，公司产品中的滚针轴承又可以分为冲压外圈滚针轴承、实体套圈滚针轴承、平面轴承和滚针与保持架组件四项产品，主用应用于汽车摩托车的起动电机、转向系统、ABS/ESP 等；超越离合器可分为三圆柱式离合器和楔块式离合器，主要应用于汽车液力变矩器及摩托车磁电机、高压开关等；汽车交流发电机单向滑轮总成（OAP）是本次募投的新产品，应用于汽车发电机。

表 1：公司产品及其应用

产品分类	具体产品细分	主要应用			
		汽车	摩托车	电动工具	其他
滚针轴承	冲压外圈滚针轴承	动电机、发动机、转向系统、ABS/ESP、空调压缩机	发动机、从动轮	电动工具	闭门器
	实体套圈滚针轴承	动力总成、转向系统	发动机		清洗机
	平面轴承	变速箱	曲轴连杆		清洗机
	滚针与保持架组件	转向系统、无级变速箱			缝纫机、清洗机
单向轴承总成	三圆柱式离合器		磁电机		
	楔块式离合器		液力变矩器	磁电机	高压开关
	OAP	发电机			

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司计划，未来 2-3 年内将继续以滚针轴承、单向轴承总成的生产和销售为主要经营方向；同时努力开发精密轴承新产品，扩大产能规模；并以 OAP（汽车交流发电机单向滑轮总成）产品为切入点，力争打破国外汽车零部件制造商的垄断局面，成为汽车零部件滚针轴承产品的重要供应商。

股权结构

本次发行前，公司董事长兼总经理史建伟持有公司 53% 股权，其配偶史娟华直接、间接持有公司 15.9% 股权，女儿史维持持有公司 10% 股权，三人合计持有发行前 78.9% 的股权。此外史建伟的弟弟和妹婿史建仲和许维南分别持有公司发行前 2% 股权，为公司目前第六、第七大股东，因此公司控制权非常集中。

除史建伟家族人员外，公司 5 位高管也持有公司的股份，从而与公司利益趋于一致。

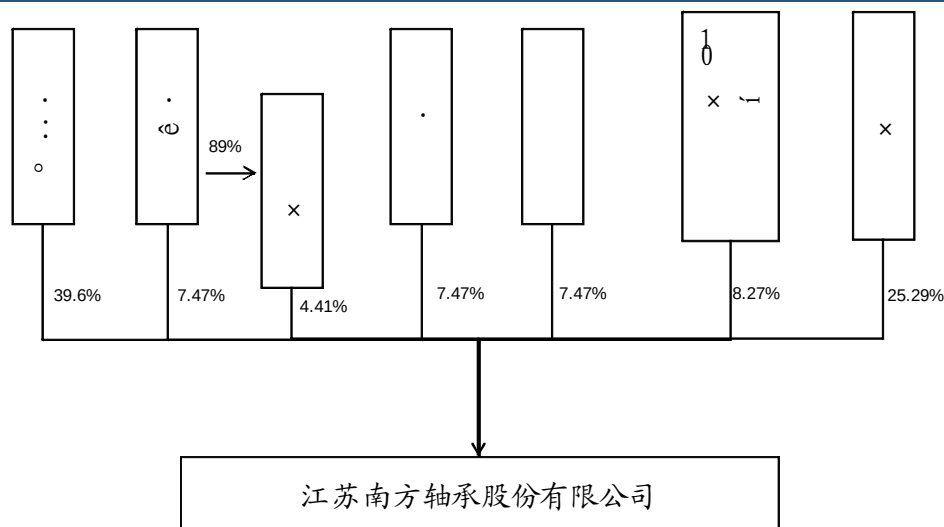
表 2：公司高管持股情况

高管	担任职位	持股数(万)	持股比例(%)
蒋旭峰	董事、副总经理	39	0.6
周雪刚	董事、副总经理、研究所所长	39	0.6
王星波	销售经理	19.5	0.3
史燕敏	财务总监、董事会秘书	19.5	0.3
魏东	董事、营销部部长	19.5	0.3

资料来源：公司公告，长江证券研究部

本次拟公开发行 2,200 万股，占发行后股本的 25.3%。发行后公司的股权结构如下图：

图 2：公司发行前股权结构



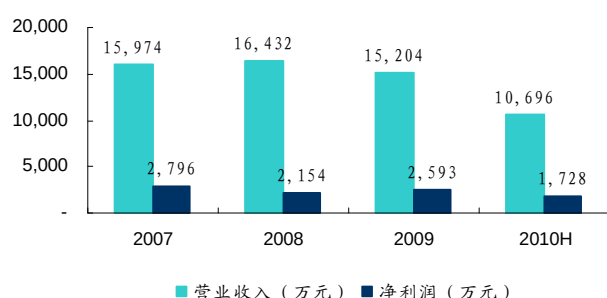
资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营业务分析

公司主营业务中接近 90% 来源于下游摩托车和汽车行业，因此摩托车和汽车产量情况对公司的业绩影响较大。2009 年公司主营业务收入比 2008 年下降了 7.47%，其原因是由于受到金融危机的影响，摩托车行业产量比起 2008 年有所下降。而另一方面，受益于我国汽车产量在 09 年的大幅增长，以及公司积极开拓汽车零部件业务取得进展，公司在主营收入下降的同时实现了净利润 20% 的增长。

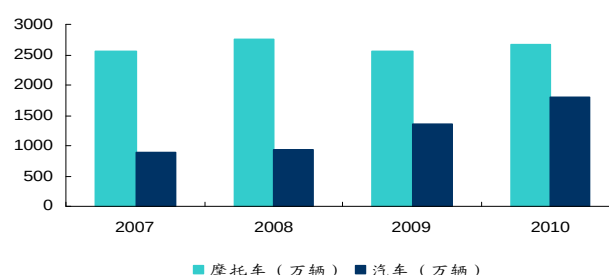
2010 年上半年公司业务迅速恢复，主营业务收入同比增长了 62.43%，环比增长也达到 23.88%，其中汽车相关业务收入同比增长 116.83%，摩托车相关业务收入同比增长 32.49%。

图 3：公司近期主营业务收入和净利润情况



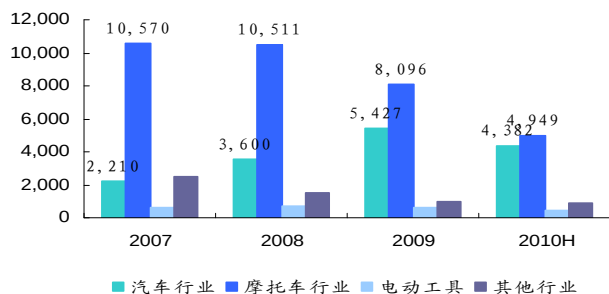
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：我国近年来汽车、摩托车产量

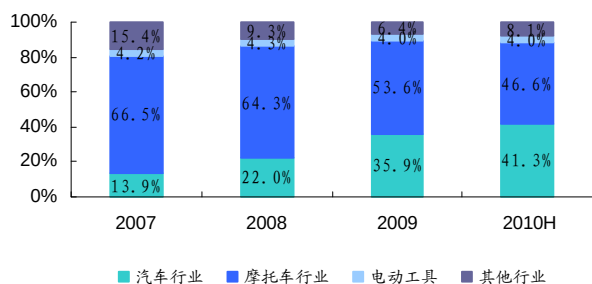


资料来源：公司公告，长江证券研究部

从下图也可以看出，汽车相关业务收入近年来增长迅速，目前在公司主营收入中的占比已经从 07 年的 13.9% 提升至 2010 年上半年的 41.3%，而摩托车相关业务收入占比随之从 07 年的 66.5% 下降到了 46.6%。我们认为随着下游汽车和摩托车行业发展的分化和公司产品销售结构的进一步调整，这一趋势还将延续。汽车相关业务收入很快将成为公司业务收入的第一大来源。

图 5：公司主营业务收入按下游行业分类


资料来源：公司公告，长江证券研究部

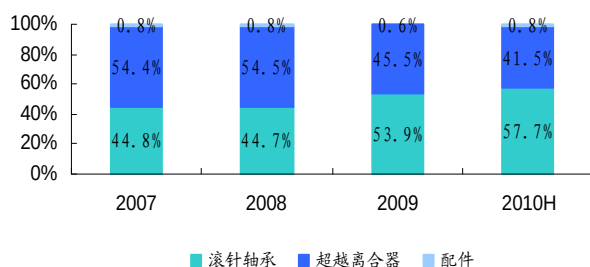
图 6：公司主营业务收入按下游行业分类占比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

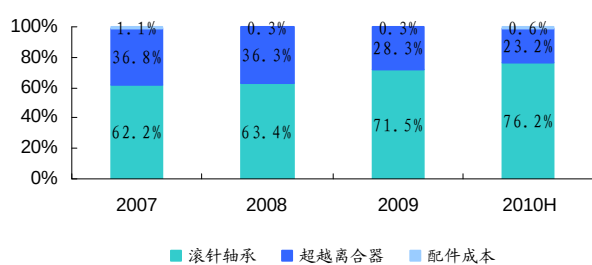
专注于滚针轴承和超越离合器细分市场

公司专注于滚针轴承、单向轴承总成（目前主要是超越离合器）两大块产品。**滚针轴承**径向结构紧凑，适用与径向安装尺寸受限制的支承结构，可以在很小的空间下获得高载荷能力和高的刚度，具有体积小、重量轻、精度高、承受负荷大等优势，因此广泛应用于汽车起动机、发动机、转向系统、ABS/ESP、汽车变速箱、摩托车发动机、从动轮，电动工具，闭门器等领域。**超越离合器**是单向轴承总成的一类，是一种仅能单方向传导动力的轴承；公司生产的超越离合器包含三圆柱式超越离合器和楔块式超越离合器两大系列，主要应用于摩托车的电起动装置及汽车传动系统中变速箱的液力变矩器。

下图显示了公司滚针轴承、超越离合器和配件产品在收入和毛利中的比重。可以看出，滚针轴承在收入中占比提升明显，09年和10年上半年占比分别从原先的44%左右提升至53.9%和57.7%；而在毛利方面，滚针轴承更是在09年和10年上半年贡献了71.5%和76.2%。

图 7：公司主营业务收入按产品分类


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：公司主营业务毛利按产品分类


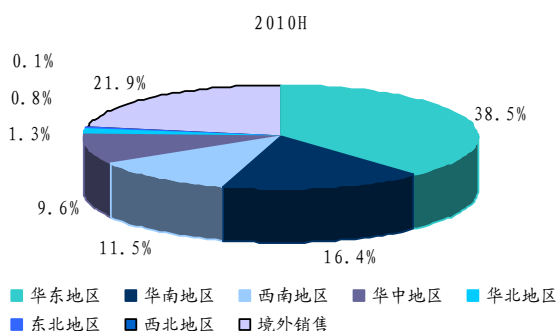
资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，这一变化趋势即是因为公司在产品生产及销售结构上做出的从低毛利向高毛利产品的合理调整，同时也符合上面提到的公司下游汽车、摩托车行业的发展状况。公司的超越离合器产品可以应用在摩托车的电起动装置及汽车传动系统中变速箱中，但是公司目前超越离合器的销售主要还是集中在摩托车行业方面；另一方面，公司的滚针轴承销售已经以汽车为主要市场。因此随着摩托车行业发展速度的放缓和汽车行业的稳步增长，公司的产品结构还将沿着现在的方向进一步调整。

在销售的区域分布上，公司的产品销售以华东和华南地区为主，这也是因为公司作为二级零部件供应商，其销售区域主要取决于下游一级零部件供应商和主机厂的分布。公司主要客户如法国雷诺（上海公司、南京公司等）、大长江、新大洲摩托（上海分公司）等集中在华东和华南地区，因此公司的销售收入也集中在此。我们认为，公司在某个区域

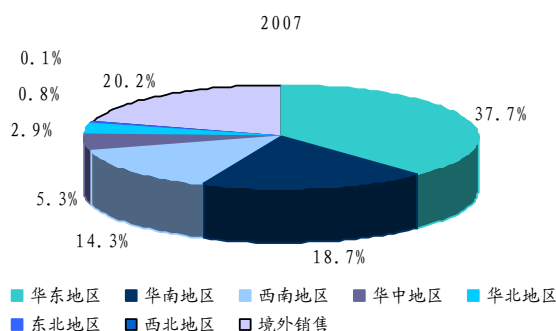
的销售取得突破可以认为反映了其成功进入了当地的配套供应体系。由下图可知，公司在华中地区的销售占比在3年间有了明显的提升。此外，公司近年来大约20%左右的销售收入来自于境外，这主要是来源于公司配套的一级零部件商的产品出口。

图 9：2010 年公司收入按区域划分



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：2007 年公司收入按区域划分



资料来源：公司公告，长江证券研究部

产能紧缺，毛利率维持较高水平

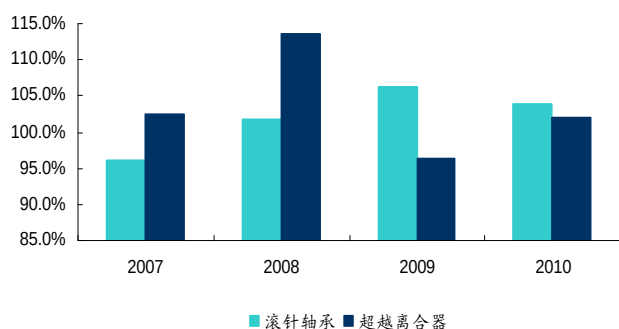
公司此前产能建设速度相对缓慢，滚针轴承 2007 年产能 3,890 万套，2008 年起扩产到 4,350 万套，2009 年底搬迁，公司对部分生产线进行了技改，产能有所提升，2010 年上半年产能达到 5450 万套。而超越离合器 07 年至 09 年始终为 470 万套。由此造成公司的产能利用率始终处于高位，出现产能紧张的局面。另一方面，这也反映了市场对公司产品的需求旺盛，供不应求，由此公司产品的毛利率始终维持在较高的水平。07-10 年 1H 的综合毛利率分别为 32.6%、31.8%、33.7%和 34.6%。

表 4：公司各项产品产能统计

单位：万套		2007	2008	2009	2010H
滚针轴承	冲压外圈滚针轴承	3000	3500	3500	4500
	实体套圈滚针轴承	210	250	250	350
	平面轴承	360	300	300	300
	滚针与保持架组件	320	300	300	300
	合计	3890	4350	4350	5450
超越离合器	三圆柱式离合器	400	400	400	400
	楔块式离合器	70	70	70	70
	合计	470	470	470	470

资料来源：公司公告，长江证券研究部

跟据公司给出的数据，2009 年公司滚针轴承和超越离合器的订单完成率分别为 87.28%和 87.89%，2010 年这一数据为 79.84%和 83.99%，产能紧张制约了公司的进一步发展。另一方面，2011 年已接订单总额达到了 2.64 亿元，是 2009 年营业收入的 1.7 倍以上。产能是影响公司未来发展的重大瓶颈。

图 11：公司主要产品产能利用率维持高位


资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：公司毛利率水平与 A 股相近上市公司比较

公司简称	2009 年度	2008 年度	2007 年度
龙溪股份	28.22%	34.13%	35.15%
天马股份	39.49%	40.96%	36.54%
西北轴承	6.94%	26.75%	25.03%
轴研科技	22.44%	27.17%	30.62%
襄阳轴承	18.71%	20.15%	30.53%
银轮股份	29.47%	23.92%	21.53%
万里扬	29.23%	25.07%	20.61%
特尔佳	41.23%	34.15%	36.45%
南方轴承	33.70%	31.76%	32.63%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

与 A 股上市的轴承公司和其他汽车零部件公司相比，公司的毛利率水平也处在较高水平，由此反映出作为细分行业内领先的二级供应商，公司的产品具备了相当的盈利能力。

所处行业分析

看好汽车行业发展，摩托车长期不可替代

作为公司产品最重要的下游领域，汽车和摩托车行业的发展对于轴承行业对于公司来说意义重大。汽车方面，近年来我国的汽车产销量都取得了惊人的发展，2010 年产销超过 1800 万辆，汽车保有量也接近 8000 万辆。我们认为，尽管近期北京和其他城市出台的治堵措施从侧面反映了汽车行业发展过程中的一些问题，但是从需求角度看由于刘易斯拐点和消费升级的到来，以及中西部地区汽车的普及，依然将带来广阔的增长空间，我们对汽车行业未来的发展仍然保持乐观。

摩托车行业在 08 年后金融危机之后受到了比较大的影响，10 年产销量仍然没有回复到 08 年高峰时期的水平。我们认为，随着消费水平提高，以及低价格汽车对于摩托车的替代，摩托车行业在我国的发展可能已经过了高峰期，但是其在三四线城市和农村地区仍然在相当一段时期内具有不可替代性，并且亚洲、非洲等出口市场仍然有望继续增长，因此行业整体有望平稳中成长，不必对其悲观。

国内轴承行业分散，公司市场占有率高

我国轴承行业整体特征是非常分散，市场集中度低。根据中国轴承工业协会的统计数据，2008 年我国前十大轴承生产企业销售份额仅为 30%。德国前三大公司轴承产量占其全国总产量的 96%，美国前四大公司占 56%，日本前五大公司占 99.2%，与这些发达国家相比，我国的轴承工业有进一步整合和集中的可能性。这一情况在滚针轴承细分行业同样存在。

我们认为，南方轴承作为目前细分行业内的龙头，前几年受制于产能限制市场占有率的提升有限。随着募投项目投产带来的产能释放，其市场占有率将由进一步的提升。并且如果行业发展的趋势是像上述发达国家市场那样趋向整合，那么作为细分行业龙头公司将进一步提升在行业中的影响力。

表 6：2006-2008 年国内滚针轴承主要生产企业的产量及份额

企业名称	2008年		2007年		2006年	
	产量	份额	产量	份额	产量	份额
南方轴承	4,340	7.91%	3,790	7.52%	3,063	7.70%
常州市光洋轴承有限公司	4,285	7.81%	—	—	—	—
苏州轴承厂有限公司	2,588	4.71%	1,737	3.45%	1,734	4.36%
江苏容天乐机械股份有限公司	851	1.55%	760	1.51%	642	1.61%
济宁精益轴承有限公司	593	1.08%	621	1.23%	—	—
常熟长城轴承有限公司	257	0.47%	341	0.68%	60	0.15%
襄阳汽车轴承股份有限公司	53	0.10%	91	0.18%	67	0.17%
上海振华轴承总厂	43	0.08%	42	0.08%	40	0.10%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

而在公司另一主要产品超越离合器市场，公司作为国内最早进入摩托车超越离合器领域的企业，在 2006-2008 年位居市场份额前三甲，并且和宁波丽达动力机械有限公司、宁波镇海邵氏超越离合器有限公司共同占据了摩托车超越离合器超过一半的份额。

公司竞争优势——技术研发和高端客户配套

既然市场集中度低，参与者众多，那么公司要保持产品的销量和高水平的毛利率，我们认为关键在于生产技术和研发水平以及进入下游高端客户的配套体系两个方面，而这也构成了公司目前最主要的竞争优势。并且，技术与客户配套又是相互正向促进的过程，即：高质量、高精度的产品帮助客户进入严格的国际、国内领先的一级零部件供应商和主机厂配套体系，而反过来进入配套体系后与领先下游厂商合作开发新产品又对公司的研发有巨大帮助。

技术水平领先，研发储备充分

公司始终注重技术研发与积累，取得了不菲的成果。公司目前拥有省级技术中心——江苏省高精密轴承工程技术研究中心，并设有博士后科研工作站；获得国家重点新产品 2 项、国家火炬计划项目 2 项、江苏省火炬计划项目 2 项、江苏省高新技术产品 4 项；参与制订了《滚动轴承 低碳钢轴承零件碳氮共渗热处理技术条件》行业标准；公司拥有与滚针轴承、超越离合器、汽车交流发电机整体式滑轮总成等产品相关的多项自主知识产权和核心技术，已获得发明专利 3 项、实用新型专利 6 项。

与此同时，公司注重研发储备，正在从事多项目国内领先、有望实现进口替代的产品和技术研发工作，为短期和中长期的发展打下基础。

表 7: 公司正在从事的主要产品研发项目

所处阶段	序号	研发项目名称
已研制成功, 正在或将要落实大批量生产	1	大功率摩托车用单向离合器
	2	高压共轨喷射系统用精密轴承套
	3	汽车交流发电机单向滑轮总成
	4	环保、节能型起动电机用滚针轴承
试制完成, 进行批量工艺或性能验证	5	汽车防抱死系统用滚针轴承
	6	汽车电子稳定系统用滚针轴承
	7	发动机摇臂轴承
设计阶段	8	自动变速箱用滚针轴承
	9	带调谐功能的汽车交流发电机用滑轮总成

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

进入高端配套, 打开增长空间

由于国际、国内大型一级零部件提供商、主机厂商对于次一级零部件的供应质量要求严格、认证时间长, 因此相对应的能够达到要求的企业少、竞争程度大幅下降, 利润水平有所保证。同时, 长时间的认证带来很高的转换成本, 使得一旦形成合作关系, 被替代的可能性将下降, 带来销量的保证和未来新产品的优先配套机会。同时, 上下游双方的合作开发既会带来双赢的结局, 也可以被视为对合作关系的保险。因此, 率先进入这样高端的配套关系对于南方轴承这样的零部件提供商而言具有重要意义。

公司**现有的核心客户**包括了国际知名汽车零部件商法雷奥、博世、麦格纳, 电动工具行业知名企业百得、牧田、喜利得, 国内主要摩托车厂商大长江、新大洲本田、五羊-本田、望江铃木、济南轻骑、铃木、建设雅马哈等, 都是相关领域内国际、国内的领先企业。目前**新进入的客户**包括日本电装、意大利马瑞利、天合、比亚迪等世界知名企业, 并且**将会进入**采埃孚、利纳马、德尔福、康明斯、现代摩比斯和德国大陆等公司的配套体系。与这些国际、国内巨头的合作不仅保证了公司产品的销售, 同时也使公司更早的了解下游需求的发展趋势, 并且可以与客户合作进行产品和技术的开发储备, 成为公司发展的长远保障。

表 8: 公司与下游企业合作情况

合作状态	知名零部件一级供应商/主机企业
现有客户	法雷奥、博世、麦格纳; 百得、牧田、喜利得; 大长江、新大洲本田、五羊-本田、望江铃木、济南轻骑、铃木、建设雅马哈
新进入客户	日本电装、意大利马瑞利、美国天合、比亚迪
将要进入客户	采埃孚、加拿大纳马、德尔福、康明斯、现代摩比斯和德国大陆

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2010 年公司汽车零部件市场销售收入的 73.45% 由法雷奥、博世、麦格纳三家构成, 摩托车主机市场销售收入的 48.01% 来自于国内前十大的摩托车厂商。

表 9: 公司近年来前五大销售客户情况

2010H			2009			2008		
客户	销售金额(万元)	收入占比	客户	销售金额(万元)	收入占比	客户	销售金额(万元)	收入占比
法雷奥全球采购	2,266.13	21.19%	法雷奥全球采购	2,864.07	18.84%	法雷奥全球采购	2,235.90	13.61%
大长江	871.38	8.15%	五羊-本田摩托(广州)有限公司	1,215.65	8.00%	新大洲本田摩托有限公司	1,659.83	10.10%
五羊-本田摩托(广州)有限公司	730.06	6.83%	大长江	1,070.26	7.04%	大长江	1,411.47	8.59%
新大洲本田摩托有限公司	652.3	6.10%	新大洲本田摩托有限公司	933.52	6.14%	五羊-本田摩托(广州)有限公司	1,369.89	8.34%
BOSCH 全球采购	464.01	4.34%	麦格纳动力总成(常州)有限公司	658.22	4.33%	印度 TVS	811.35	4.94%
合计	4,983.88	46.59%	合计	6,741.72	44.34%	合计	7,488.45	45.58%

资料来源:公司公告,长江证券研究部

增发项目——突破产能瓶颈，延伸产品系列

公司本次募投项目——“精密滚针轴承及单向轴承总成项目”总投资 24,466 万元，其中建设投资 15,330 万元，流动资金 9,136 万元（含铺底流动资金 2,735 万元）。其中，建设投资与铺底流动资金合计 18,065 万元为本次募集资金投资总额。

该项目是对公司现有产能进行扩建改造，并增加新的利润增长点。项目建设期为 24 个月，通过本次项目的实施，公司精密滚针轴承产品产能将增加 **5,000 万套**；超越离合器产品产能将增加 **300 万套**；**OAP（汽车交流发电机单向滑轮总成）**属于公司开发的新产品项目，达产后公司可年产 **100 万套**。

表 10: 公司募投项目产能扩张情况

产品	2009 产能(万套)	完全投产后产能(万套)	增加比例
滚针轴承	4350	9350	115%
超越离合器	470	770	64%
OAP	0	100	-

资料来源:公司公告,长江证券研究部

正如上文提到的，公司的现有产品精密滚针轴承和超越离合器在仅近几年都处在满产状态，产品供不应求，部分订单无法完成，阻碍了公司的业绩增长。在新客户开拓取得了一定进展，并且仍有大量潜在的高端优质客户的配套体系有可能进入的背景下，公司扩大相应产品的产能是有必要的。

公司新产品 OAP（汽车交流发电机单向滑轮总成）是单向轴承总成的一种，它在发电机转子速度超过拖动速度的瞬间降低了皮带的张紧和松弛力，使整个发动机轮系工作平稳，避免了轮系的颤振现象，从而使皮带、主从动部件的轴承的使用寿命得到延长。由此可见，OAP 的使用有助于提升整车性能并降低其成本，因此具备了在国内广泛应用的潜力。而根据其产品特性，OAP 自小排量大功率发动机上装配将更为普遍。

OAP 产品中，组合单向滚针轴承是关键部件，公司已经拥有了关键部件的自主知识产权。借助于公司现有的单向轴承研制经验，产品技术指标达到了国外同类产品水平。公司在与法雷奥进行 OAP 产品的积极配套工作的同时，也已

经开始与包括湖北神电、锦州汉拿、慈溪奥博、美国 WAI、上海迪克斯、无锡鼎泰、湖州德宏、常州天发、浙江大东吴、博世、一汽、上汽、奇瑞汽车、华泰汽车、长城汽车等十余家国内外汽车零部件制造商及整车制造商进行接洽合作工作。2010 年已经接到订单开始小批量生产，**目前已经接到订单和意向性订单 48 万套。**

作为在公司原有产品和技术基础上所做出的延伸，我们看好 OAP 产品的未来发展，并且强调该产品的推出正是公司技术实力+高端配套优势的体现。

关键假设

1. 公司产能扩张项目建设顺利，部分产能在 2011 年内释放，在 2012 年产能整体投产。同时，公司顺利进入新的下游配套体系，产品销售在产能扩大的情况下依然顺利；
2. 滚针轴承产品以汽车行业配套为主，结合公司产能扩张进度，假设 2011 年到 2013 年收入增长分别为 30%、25% 和 15%；同时，产品结构调整和高端客户配套保证该类产品毛利率保持稳定中略有上升；
3. 超越离合器以摩托车行业配套为主，小量配套汽车行业，结合产能扩张进度，假设 2011 年到 2013 年收入增长分别为 10%、10%和 7%；毛利率水平维持稳中略有下降；
4. OAP2011 年按已有订单可销售 50 万套，假设 2012 和 2013 年分别销售 80 万和 120 万套，每套价格约为 54 元，毛利率维持 40%水平；
5. 营业费用和管理费用随着收入规模增长而有所上升，但财务费用由于募集资金归还 8,700 万的短期债务而大幅度下降；
6. 所得税税率维持 15%。

基于以上假设，我们测算 2011-2013 年公司主营业务收入分别为 2.86 亿、3.54 亿和 4.15 亿元，同比增长 33%、24% 和 17%。预计实现净利润 5,349 万、6,633 万和 7,761 万。按发行后总股本 8,700 万计，2011-2013 年 EPS 分别为 0.61、0.76 和 0.89 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010E	2011E	2012E	2013E		2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	216	287	356	417	货币资金	42	130	119	107
营业成本	140	184	228	267	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	76	103	128	150	应收账款	46	62	75	80
% 营业收入	35.2%	36.0%	36.0%	36.0%	存货	45	59	70	83
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	6	10	12	14
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	11	15	13	15
销售费用	14	19	23	27	流动资产合计	150	276	289	299
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	15	20	25	29	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	0	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0%	0%	0%	固定资产合计	117	197	201	209
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	41	62	77	91	其他非流动资产	7	11	12	9
% 营业收入	19.1%	21.7%	21.7%	21.7%	资产总计	283	493	511	526
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	87	0	0	0
利润总额	42	62	77	91	应付款项	32	36	36	37
% 营业收入	19.5%	21.7%	21.7%	21.7%	预收账款	1	1	1	2
所得税费用	6	9	11	13	应付职工薪酬	5	5	5	6
净利润	36	53	66	78	应交税费	2	3	4	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	1	1
的净利润	36.1	53.5	66.3	77.6	流动负债合计	127	46	47	51
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.42	0.61	0.76	0.89	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010E	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	42	29	50	66	负债合计	127	46	47	51
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	156	447	464	475
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	156	447	464	475
固定资产投资	-26	-109	-60	-72	负债及股东权益	283	493	511	526
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-26	-109	-60	-72		2010E	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.42	0.61	0.76	0.89
股权融资	0	278	0	0	BVPS	1.79	5.14	5.33	5.45
银行贷款增加（减少）	29	-87	0	0	ROE	23.1%	11.9%	14.3%	16.3%
筹资成本	0	0	0	0					
其他	-10	0	-9	-11					
筹资活动现金流净额	19	191	-9	-11					
现金净流量	35	111	-19	-17					

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。