

设备出口强劲，油田服务蓄势待发

杰瑞股份公司调研报告

报告关键点:

- 油田设备出口超预期上调盈利预测。
- 公司油田服务业务蓄势待发有望成为明日之星。
- 合理价格为88.2元，维持“买入-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司油田设备业务发展势头较好。由于北美页岩气市场方兴未艾，压裂车出口大幅增加。连续油管作业车也取得6台订单，固井车平稳发展。根据公司订单情况，我们将2011年油田专用设备的销售收入预测值从7.5亿元提高到8.5亿元，上调幅度为13%。
- 油田服务业务是未来的“金牛”业务。公司对此寄予厚望，设置了环保部门（岩屑回注、固液分离、污泥处理等），环保科技公司（水处理业务），增产事业部（压裂酸化、连续油管等）。采取股权激励的方式引进高端人才，最终有60-70人的总规模。我们预计今年服务业务收入增长50%，有望达到2.5亿元左右。
- 由于全球油价基本维持在100美元/桶的高位，配件及售后服务市场目前的态势比预计要好。公司从通用市场推广代理品牌考虑，把艾里逊变速箱和铁姆肯轴承这2个品种推向江淮、北奔等客户。我们将2011年公司这块业务的增速从15%上调到20%。
- 杰瑞股份对德州联合增资后，公司发展有地利人和之优势。我们估计公司承诺德州联合2011-2013净利润复合增长率保持不低于20%应是比较谨慎的底线。
- 2010年公司国外业务收入约2亿元，预计2011年公司的国外收入将大幅增加到4-5亿元，在销售收入中的占比将从2010年的21%提高到30%以上。
- “十二五”期间我国页岩气开采将迎来新的发展机遇，公司作为压裂设备供应商将从中受益。
- 目前公司订单已经排到2012年下半年，这将为明年业绩打下基础。
- 我们预测2011-2013年公司主营业务收入分别为15.1、22.1、31.3亿元，净利润分别为4.6、6.6、9.3亿元，每股收益分别为1.96、2.86、4.07元，上调幅度分别为7.1%、8.7%、11%。6月2日收盘价为58.4元，公司未来三年业绩复合增速为48%，我们按照2011年45倍PE估值，合理价格为88.2元，维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示：下游市场增长低于预期、人民币升值加速。

石油天然气设备与服务/石油与天然气

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 88.20 元

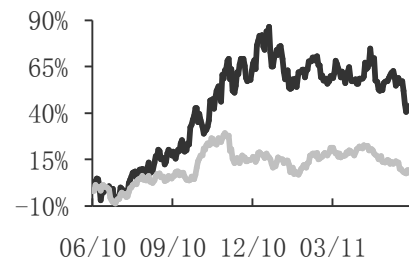
期限: 6个月 上次预测: 81.55 元

现价(2011年06月03日): 59.40 元

报告日期: 2011-06-07

总市值(百万元)	13,640.38
流通市值(百万元)	4,573.17
总股本(百万股)	229.64
流通股本(百万股)	76.99
12个月最低/最高	56.12/155.15 元
十大流通股股东(%)	12.78%
股东户数	9,959

12个月股价表现



06/10 09/10 12/10 03/11

— 杰瑞股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.01	1.25	36.88
绝对收益	(4.55)	(7.44)	45.70

 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	680.5	944.0	1,521.8	2,217.7	3,123.8
Growth(%)	54.9%	38.7%	61.2%	45.7%	40.9%
净利润	179.6	281.9	450.9	656.3	934.7
Growth(%)	104.4%	57.0%	59.9%	45.6%	42.4%
毛利率(%)	37.8%	41.6%	43.0%	43.3%	43.2%
净利润率(%)	26.4%	29.9%	29.6%	29.6%	29.9%
每股收益(元)	0.78	1.23	1.96	2.86	4.07
每股净资产(元)	1.51	9.80	11.29	13.46	16.56
市盈率	74.7	47.6	29.7	20.4	14.3
市净率	38.7	6.0	5.2	4.3	3.5
净资产收益率(%)	52.7%	12.6%	17.6%	21.4%	24.8%
ROIC(%)	117.7%	104.2%	70.7%	62.1%	59.6%
EV/EBITDA	22.6	16.8	22.6	15.1	10.5
股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%	1.7%

前期研究成果

 杰瑞股份: 油价看涨, 设备与服务双轮
 推高业绩

2011-03-28

 杰瑞股份: 业绩强势增长, 上调合理价位
 2010-10-24

 杰瑞股份: 回升趋势明显, 上调业绩预测
 2010-07-27

1. 油田专用设备业务：发展态势良好

1.1. 压裂设备：北美页岩气成为驱动因素

压裂是一种应用相当广泛的常规增产技术，几乎 80% 的油井需要压裂技术才能达到较好的开发效果。压裂作为目前提高油气井采收率的有效措施之一，广泛应用于油气井增产和注水井的增注，已经成为改造低渗透油气藏和开发深部油气藏的主要手段。

压裂设备是实施压裂施工改造的核心设备，其技术性能的高低，直接关系到压裂施工的成败与改造的效果。压裂施工中最主要的设备是压裂车，它的作用是向井内注入高压、大排量的压裂液，将地层压开，把支撑剂挤入裂缝。

页岩气藏的储层一般呈低孔、低渗透率的物性特征，气流的阻力比常规天然气大，所有的井都需要储层压裂改造才能够开采出来。而页岩气开采技术，主要有水平井 + 多段压裂技术、清水压裂技术和近期出现的最新压裂技术-同步压裂技术，这些先进的技术不断提高着页岩气井的产量，也正是这些先进技术的成功应用，促进了美国页岩气开发的快速发展。

随着对页岩气认识和勘探开发技术的成熟，在全球处于领先地位的美国石油工业将进入开发页岩油致密油的新领域。有报道说，不久的将来，美国页岩油致密油的日产量将超过 200 万桶，可能到达美国总消费量的四分之一，

公司前期公告的油田专用设备合同额 4.2 亿元人民币，其中三分之二是压裂车，其余是混砂车、连续油管等。公司自主研发的新一代压裂车最高压力已经达到 140 兆帕。采用公司自主研发的智能泵控系统，可以同时控制 24 台压裂车。公司压裂车呈快速发展态势，另有 2 亿元的订单来自北美和委内瑞拉，出口前景很好。

1.2. 连续油管：有望成为后起之秀

连续油管钻井技术是近 10 年来迅速发展起来的新型钻井技术。连续油管具有无接头、无变径、弯曲大、能连续起下、能动态密封和强度大、承压高、体积小等特点，为进行短半径、大位移、多侧向的水平钻井和欠平衡、小井眼钻井提供了安全、先进、有效的技术手段。利用连续油管钻井技术实施老井加深钻井、老井开窗侧钻、钻水平井、稠油层浅钻、小井眼钻井等开发工艺，能大幅度提高老油田、老井的生产能力和采收率，低成本的连续油管钻井技术面临着极好的前景。

连续油管作业是目前石油行业最受瞩目的作业方式之一，同常规作业方式和技术相比，连续管作业有着明显的优势，一是作业成本低，连续管作业车占地小、移动方便、操作人员少、作业速度快、附属部件少，直接降低了成本；二是对环境的污染少，不仅对地面环境污染少，而且对于油层的污染也少；三是可以完成常规作业所不能完成的作业，例如过油管作业，钻定向井、水平井等作业；四是可以增加产量，通过对原本没有经济效益的老井进行重钻或钻水平井，从而提高产量和收益。连续油管作业车的用途很广泛，而且使用、维护便捷，被称为万能作业机。

目前连续油管国内每年需求在 3000 万元左右(20 万米)，广泛应用于吐哈、四川、辽河、大庆、胜利等油田。国外有作业车 1590 台，每年需求量在 15—20 亿元左右(800 万米)。连续油管的制造企业均集中在美国休斯顿的优质油管公司的精密管技术公司，用量每年以 20% 的速度递增，而且供货周期在 12—18 个月，市场潜力很大。

目前国内使用的连续管作业车大多为国外购买，管径较小、注入头载荷较低。2009 年 3 月，杰瑞成功研制出国内第一台大型拖车式连续油管作业设备(LGT360 型)。2010 年 7 月，公司的 LGT450 型大管径连续油管作业车成功完成了在塔里木油田新垦 7 井下深 6010 米的拖动替酸作业，创造了大管径连续油管下深的世界纪录。

连续油管作业车市场发展很好。公司 2011 年已经取得 6 台订单，并在今年交付 3 台，从国内油田采购国外产品的价格看，一台大约 1500 万元。从相关技术和工艺领域趋势分析，我们认为连续油管作业车有可能成为公司设备业务板块的另一个后起之秀。

1.3. 研发动力十足，新产品陆续推出

2010 年公司推出热油车、不压井设备、抓管器、连续油管注入头等新产品。

公司的热油车单位时间热效率远超过国内同类产品，可应用于不同温度和压力组合的四种工况，目前已经有一台销往大庆油田。

不压井作业一方面可以为油公司省去用于压井作业的压井液及其处理费用；另一方面，由于油气层得到了很好的保护，油气层的产能会得到相应的提高，从而可以最大限度的利用地下的油气资源。

国内各个油田无论是对钻井过程、修井过程中的油气层保护还是从施工安全、保护环境上考虑，无论是陆上油田还是滩海、浅海油田，对不压井作业均有很大的需求。公司参股一家专业制造不压井设备的公司，今后将以设备制造为主。

公司连续油管注入头的研制成功是在现有产品基础上的有效超越。

依托公司成立的山东省油田固压设备工程技术研究中心下设固井设备、压裂设备、流体控制、自动控制、液氮设备、联系油管设备及工业设计与标准化等七个专业研究室，研发人员有 80 多个，公司还在不断引进高层次人才，积极推动油田固压设备工程领域的持续技术进步，研究成果在国内外同行业企业中保持先进水平。

1.4. 德州联合：提升质量、利用地利、扩大规模

德州联合石油机械有限公司的前身是中国石化新星公司德州石油机械厂，始建于 1961 年，专业生产石油钻井和采油设备、工具及配件，企业于 2004 年 6 月 30 日成功改制。2010 年主营业务收入 21611 万元、净利润 3450 万元。

本次杰瑞对德州联合增资 2144 万元，占扩股后 35.738% 的股权。注入德州联合的资金将部分用于传统产品技术升级和技术改造，部分用于其他钻采工具、井下工具的研发和开拓。双方约定在此基础上，杰瑞可继续增持 20%，实现绝对控股。

根据经营形势、行业状况及目标要求，公司预测德州联合 2011 年净利润约为 4000 万元，据此预测公司 2011 年度归属于母公司净利润的增加约为 1400 万元。

德州联合的发展也有其地利条件：德州地区石化设备行业有一定规模，从事石化设备业务的企业约有几十家，中国石化石油勘探开发研究院德州石油钻井研究所，其下属的大陆架高科技有限公司尾管悬挂器颇具盛名。有杰瑞股份做后盾，德州联合应有较大的运营空间。

德州联合受限于原来的股东结构，发展不快，此次引入杰瑞股份增资后，公司资本实力增加的同时也会逐步融入杰瑞的运营风格，考虑到同类产品国外的价格是国内的 4-6 倍，只要德州联合致力于提升产品质量，未来发展潜力还是比较大的，我们估计公司承诺德州联合今后三年（2011-2013）净利润复合增长率保持不低于 20% 应是比较谨慎的底线。

1.5. 设备业务收入预测上调 13%

2010 年油田专用设备制造板块收入 4.18 亿元, 同比增长 63.15%, 已经成为公司的第一大产业。就四大产品发展态势来看: 固井设备销量稳步提高; 压裂设备销量快速提高; 液氮泵设备、连续油管设备快速系列化。

在快速开拓相关市场的同时, 公司对核心部件不断系列化、自主化, 同时大力加大研发投入力度, 我们认为公司设备业务的增长有着坚实的基础。

2010 年该板块业务的毛利率为 39.2%, 目前全球油价高企在 100 美元/桶以上, 行业景气度继续提高, 我们预计 2011 年设备业务毛利率应该比 2010 年的毛利率要高一些, 估计在 42%左右, 根据公司订单情况, 我们将油田专用设备的销售收入预测值从 7.5 亿元提高到 8.5 亿元, 上调幅度为 13%。

2. 油田服务业务: 未来的金牛

2010 年油田工程技术服务板块收入 1.7 亿元, 同期比增长 139%, 是公司三大业务板块增速最高的, 公司战略上对油服业务的发展寄予厚望, 在服务业务格局和部门设置上做了如下安排:

环保部门: 主要从事岩屑回注、固液分离、污泥处理等业务。2011 年岩屑回注作业工作量增大, 估计收入增长 60%, 现在是 6 个整装平台, 一个平台的收入 2 千多万, 平台业务也正在参加海外项目投标。

环保科技公司: 吸收有技术背景的人作为股东, 主要从事水处理业务。

增产事业部: 压裂酸化、连续油管等增产业务。压裂酸化服务负责人有着丰富的重大项目现场管理经验。

油田服务业务的快速发展取决于核心团队的建设, 公司一般采取 2-3 人牵头组建团队, 开发相关领域业务, 最终有 60-70 人的总规模。对于重要引进人才, 公司大股东采取了股权激励的发式, 以保证团队的稳定和业务的持续发展。

海外业务: 已在迪拜当地注册了公司, 总经理有中石油海外业务工作背景。现在伊拉克、伊朗、苏丹都有业务在开展。哈萨克斯坦去年 2200 万元收入, 今年估计会更多一些。

2010 年公司储备了压裂酸化、连续油管服务等业务, 拟于 2011 年推出更多的油田工程技术服务业务。考虑到团队建设有一个过程, 我们预计今年服务业务收入增长 50%, 有望达到 2.5 亿元左右。2010 年该项业务毛利率为 68.8%, 考虑价格与成本因素变化不大, 估计今年可维持在这一水平。

3. 设备维修改造与配件销售业务稳步增长

2010 年设备维修改造与配件销售板块收入 3.42 亿元, 略有增长, 该项业务的收入占比 2008-2010 年分别为 64%、50%、36%, 呈逐步下降之势。

油价已经从 2011 年 1 月份的 95 美元/桶涨到 5 月份的 110 美元/桶, 涨幅也有 16%, 尽管最近有所波动, 估计油价可能还将维持在 100 美元/桶的高位。有鉴于此, 公司这块业务的增速估计比我们年初预测的 15%高一些, 2011 年大致在 20%左右。

由于艾里逊变速箱销量增加, 不过铁姆肯轴承毛利率还不错。总体这一业务的毛利率在 30%基本不变。

艾里逊变速箱和铁姆肯轴承这 2 个品种以前只是在油田系统, 其实在其他的市场都可以销售, 如江淮、北奔, 包括客车市场, 通用市场推广代理品牌主要侧重于此。

4. 海外市场发展

2010 年公司国外业务收入约 2 亿元，随着油价回升，国外市场询价及需求量大增及年初存量国外订单比例较高，预计公司的国外收入比例将在 2011 年大幅增长。

3 月 24 日公告的油田专用设备合同 4.2 亿元人民币，三分之二是压裂车，其余是混砂车、连续油管等。公司又陆续接获来自委内瑞拉和北美订单。

海外整机这块我们估计今年销售规模将做到 4-5 亿元（不含配件）。这意味着翻番增长，主要还是美国页岩气市场持续旺盛，美国页岩气市场多是中小公司，收入也就是 20-30 亿美元，主要需求就是压裂设备。

最近公司决定使用超募资金 5868 万元（约合 900 万美元）向美国杰瑞国际有限公司增加投资，美国杰瑞国际有限公司是公司开拓北美市场而设立的全资子公司，在美国德克萨斯州休斯敦市，那里聚集了全球绝大多数的知名油公司和油服公司。以后在美、加找到合适收购目标，就以之为运营平台。

5. 我国“十二五”页岩气将大发展

全世界页岩气资源量约为 456 万亿立方米，我国页岩气可采资源量约为 26 万亿立方米，与美国大致相当。页岩气除分布在四川、鄂尔多斯、渤海湾、松辽、江汉、吐哈、塔里木和准噶尔等含油气盆地外，在我国广泛分布的海相页岩地层、海陆交互相页岩地层及陆相煤系地层也都有分布。

国土资源部提出的战略目标：2020 年前在全国优选出 50 个至 80 个页岩气有利目标区和 20 个至 30 个勘探开发区，使得中国页岩气可采储量从无到有，稳定增长到 1 万亿立方米，产量达到常规天然气产量的 8% 至 12%。

中石油“十二五”期间在四川地区规划页岩气的产量是 30 亿立方米，中石化的整体计划是在“十二五”建成 25 亿立方米的生产能力。国家规划是力争 2020 年实现页岩气年产能 150 亿~300 亿立方米。

据悉，美国依靠其规模化技术，开发页岩气成熟区的 1 亿立方米产能建设投资，约折合人民币 2.5 亿至 3 亿元，与中国常规天然气的开采成本不相上下。

中国石油和石油化工设备工业协会常务副理事长赵志明表示，“十二五”期间国家有关部门将出台鼓励页岩油气开采的扶持政策，通过采取财税补贴等方式大力支持企业开发这一非常规资源。

2011 年 4 月，国内第一口页岩气水平井在四川威远县完井，这标志着中国页岩气开采进入实质性的实验生产阶段。杰瑞股份有 3 台压裂车参与了施工，总体表现优异。这将有利于巩固公司作为压裂设备供应商的地位。

截至目前，中石油、中石化、中海油等大企业先后开展了页岩气的勘查工作，已经施工页岩气探井 7 口并压裂，利用老井复查若干口，浅井 20 余口，正在施工的水平井 2 口。页岩气勘查工作在四川威远、湖北等地取得了良好的勘查效果，已有 4 口探井获得了工业气流。

页岩气一旦突破形成产能，必将对缓解中国油气资源紧张的压力产生重大而深远的影响。相关上市公司也将从中充分受益。

表 1: 分项业务预测表

	历史年份				预测年份			
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产品总收入	302.7	432.2	673.4	937.0	1,521.8	2,217.7	3,123.8	4,332.0
产品总成本	208.5	284.5	422.0	550.7	867.2	1,258.4	1,774.8	2,452.1
综合毛利率	31.1%	34.2%	37.3%	41.2%	43.0%	43.3%	43.2%	43.4%
油田专用设备收入	94.5	114.2	256.3	418.2	857.3	1,371.7	2,057.6	2,983.5
收入增速		20.8%	124.5%	63.2%	105.0%	60.0%	50.0%	45.0%
收入占比	31.2%	26.4%	38.1%	44.6%	56.3%	61.9%	65.9%	68.9%
成本	56.6	67.4	147.7	254.2	497.3	795.6	1,193.4	1,730.4
成本增速		19.1%	119.2%	72.1%	95.6%	60.0%	50.0%	45.0%
成本占比	27.1%	23.7%	35.0%	46.2%	57.3%	63.2%	67.2%	70.6%
产品毛利率	40.1%	41.0%	42.4%	39.2%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
油田矿山设备维修改造及配件	199.0	275.3	339.7	342.1	410.5	492.7	591.2	709.4
收入增速		38.4%	23.4%	0.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	65.7%	63.7%	50.5%	36.5%	27.0%	22.2%	18.9%	16.4%
成本	149.0	201.9	248.9	241.2	287.4	344.9	413.8	496.6
成本增速		35.5%	23.3%	-3.1%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
成本占比	71.5%	71.0%	59.0%	43.8%	33.1%	27.4%	23.3%	20.3%
产品毛利率	25.1%	26.7%	26.8%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
油田工程作业服务收入	8.9	38.8	71.1	170.2	246.7	345.4	466.4	629.6
收入增速		337.3%	83.3%	139.3%	45.0%	40.0%	35.0%	35.0%
收入占比	2.9%	9.0%	10.6%	18.2%	16.2%	15.6%	14.9%	14.5%
成本	3.0	13.3	21.9	53.0	79.0	114.0	163.2	220.4
成本增速		350.8%	64.8%	141.8%	48.9%	44.4%	43.2%	35.0%
成本占比	1.4%	4.7%	5.2%	9.6%	9.1%	9.1%	9.2%	9.0%
产品毛利率	66.7%	65.7%	69.2%	68.8%	68.0%	67.0%	65.0%	65.0%
其他收入	0.4	3.9	6.2	6.5	7.1	7.9	8.6	9.5
收入增速		805.4%	58.0%	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	0.1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
成本	-	1.9	3.5	2.3	3.6	3.9	4.3	4.8
成本增速			82.1%	-34.6%	57.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本占比	0.0%	0.7%	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
产品毛利率	100.0%	51.6%	44.2%	65.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

6. 收入预测与估值

我们预测 2011-2013 年公司主营业务收入分别为 15.1、22.1、31.3 亿元, 净利润分别为 4.6、6.6、9.3 亿元, 每股收益分别为 1.96、2.86、4.07 元, 较之先前上调幅度分别为 7.1%、8.7%、11%。

6 月 2 日收盘价为 58.4 元, 公司未来三年业绩复合增速为 48%, 我们按照 2011 年 45 倍 PE 估值, 合理价格为 88.2 元, 维持“买入-A”的投资评级。

7. 风险提示

□ 下游需求波动的风险: 我们预计全球经济将进入复苏阶段, 油价逐步上升, 但国际市场可能会受到各种不利因素的影响。

人民币升值的风险: 公司采取国外贷款和采购部件抵消部分升值因素, 但不能全部消除人民币汇率升值的影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-2		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	680.5	944.0	1,521.8	2,217.7	3,123.8	成长性					
减: 营业成本	423.0	551.5	867.2	1,258.4	1,774.8	营业收入增长率	54.9%	38.7%	61.2%	45.7%	40.9%
营业税费	6.9	9.4	15.2	22.2	31.2	营业利润增长率	91.8%	54.7%	63.8%	46.9%	43.2%
销售费用	23.7	40.1	60.9	84.3	112.5	净利润增长率	104.4%	57.0%	59.9%	45.6%	42.4%
管理费用	17.1	46.3	68.5	88.7	109.3	EBITDA 增长率	85.2%	39.6%	73.1%	49.7%	43.1%
财务费用	4.2	-25.7	-7.0	4.0	6.0	EBIT 增长率	86.1%	39.4%	75.8%	49.6%	43.3%
资产减值损失	1.6	4.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	95.3%	38.2%	73.9%	48.2%	42.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	56.3%	156.3%	68.6%	48.5%	41.3%
投资和汇兑收益	1.5	0.5	4.0	5.0	6.0	净资产增长率	74.9%	548.8%	15.2%	19.2%	23.0%
营业利润	205.6	318.1	521.0	765.1	1,096.0	利润率					
加: 营业外净收支	9.1	17.8	14.8	14.8	14.8	毛利率	37.8%	41.6%	43.0%	43.3%	43.2%
利润总额	214.7	335.9	535.8	779.9	1,110.8	营业利润率	30.2%	33.7%	34.2%	34.5%	35.1%
减: 所得税	31.8	51.6	80.4	117.0	166.6	净利润率	26.4%	29.9%	29.6%	29.6%	29.9%
净利润	179.6	281.9	450.9	656.3	934.7	EBITDA/营业收入	32.0%	32.2%	34.6%	35.5%	36.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	30.8%	31.0%	33.8%	34.7%	35.3%
货币资金	145.7	1,622.0	1,530.1	1,509.1	1,561.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	35	35	39	37
应收账款	108.8	243.6	387.7	565.1	795.9	流动营业资本周转天数	61	124	160	173	182
应收票据	15.3	48.2	83.4	121.5	171.2	流动资产周转天数	209	512	570	453	388
预付账款	29.3	69.6	130.3	218.4	342.7	应收账款周转天数	51	60	66	68	69
存货	122.7	260.9	403.9	586.1	826.6	存货周转天数	66	73	79	80	81
其他流动资产	-0.0	20.4	20.4	20.4	20.4	总资产周转天数	256	557	612	496	428
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	108	169	202	216	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5.1	4.5	5.0	5.0	5.0	ROE	52.7%	12.6%	17.6%	21.4%	24.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	34.8%	11.9%	16.4%	19.9%	23.0%
固定资产	82.3	102.2	194.7	280.3	359.1	ROIC	117.7%	104.2%	70.7%	62.1%	59.6%
在建工程	2.7	7.0	6.0	5.4	5.0	费用率					
无形资产	10.4	13.2	12.4	11.7	11.0	销售费用率	3.5%	4.2%	4.0%	3.8%	3.6%
其他非流动资产	3.7	4.9	4.9	4.9	4.9	管理费用率	2.5%	4.9%	4.5%	4.0%	3.5%
资产总额	526.0	2,396.4	2,778.9	3,327.8	4,103.6	财务费用率	0.6%	-2.7%	-0.5%	0.2%	0.2%
短期债务	47.2	8.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	6.6%	6.4%	8.0%	8.0%	7.3%
应付账款	65.6	83.7	130.7	189.6	267.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	34.1%	6.1%	6.7%	7.1%	7.3%
其他流动负债	66.4	54.4	56.3	47.4	34.9	负债权益比	51.7%	6.5%	7.2%	7.6%	7.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.35	15.49	13.74	12.80	12.34
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.67	13.71	11.57	10.31	9.60
负债总额	179.2	146.2	186.0	236.1	301.4	利息保障倍数	49.87	-11.37	-73.43	192.29	183.66
少数股东权益	6.7	4.5	9.1	15.7	25.1	分红指标					
股本	85.8	114.8	229.6	229.6	229.6	DPS(元)	0.15	0.30	0.49	0.71	1.02
留存收益	254.4	2,130.8	2,354.2	2,846.5	3,547.5	分红比率	19.1%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	346.8	2,250.2	2,592.9	3,091.8	3,802.2	股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%	1.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	182.8	284.2	450.9	656.3	934.7	EPS(元)	0.78	1.23	1.96	2.86	4.07
加: 折旧和摊销	9.2	12.0	12.3	18.8	25.3	BVPS(元)	1.51	9.80	11.29	13.46	16.56
资产减值准备	1.6	4.9	-	-	-	PE(X)	74.7	47.6	29.7	20.4	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	38.7	6.0	5.2	4.3	3.5
财务费用	7.9	3.4	0.9	-7.0	4.0	P/FCF	190.1	-92.4	820.8	98.3	48.4
投资收益	-1.5	-0.5	-4.0	-5.0	-6.0	P/S	19.7	14.2	8.8	6.0	4.3
少数股东损益	3.2	2.3	4.6	6.6	9.4	EV/EBITDA	22.6	16.8	22.6	15.1	10.5
营运资金的变动	-50.0	-366.8	-334.3	-435.7	-579.9	CAGR(%)	53.6%	49.2%	43.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	145.5	-44.8	122.5	245.1	389.5	PEG	1.4	1.0	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-32.3	-62.1	-99.6	-98.1	-97.1	ROIC/WACC	11.8	10.4	7.1	6.2	6.0
融资活动产生现金流量	-89.9	1,591.6	-103.8	-168.1	-239.7	REP	1.7	0.8	1.6	1.2	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034