

努力成为全球轮胎模具主导产商之一

报告关键点:

- 我国轮胎模具市场仍处于增长期，公司竞争优势明显，未来市场份额将进一步上升
- 未来三年净利润复合增长率33%左右，建议的询价价格为30.1-32.8元，对应的2011年动态市盈率大约为23-25倍

报告摘要:

- 轮胎模具市场仍处于增长期。**轮胎产能向发展中国家转移仍在进行中，2006年-2010年，我国汽车产量复合增长率达到25.86%，汽车产量和保有量大幅提高。汽车行业供需两旺，汽车工业得到高速发展，轮胎市场需求量不断扩大，为轮胎模具行业的发展提供了广阔的市场空间。未来我国轮胎子午化率仍有提升空间，加上汽车存量的上升以及工程巨胎的需求释放，预计轮胎模具市场仍处于增长期。
- 公司竞争优势明显，未来市场份额将进一步上升，增速将快于行业。**由于公司产品质量高、性能稳定，产品定位于中、高端市场，并且有强大的技术支撑，相比国内其他企业部分同类产品价格高约2%-5%。而相比外资轮胎模具企业，公司的劳动力成本优势和专用设备优势突出，设计和制造成本较低，同类、同质量的产品成本较国外低30%-40%，具有较高的国际市场竞争力。
- 公司未来增长将主要来自:**(1)我国子午线轮胎占比继续上升;(2)工程巨胎市场的复苏，进口替代开始;(3)市场份额的进一步上升(公司计划3-5年占国内35%、占世界的15%);(4)硫化机收入上升(争取3年内巨胎硫化机国内市场占有率达到60%，计划5年内进入国内硫化机行业三甲，产值达到4亿元);(5)公司将逐渐加大出口市场的开拓，计划2013年出口占比能提升到40%;(6)募投项目将产业链延伸到上游铸锻件，投产后提高产品综合毛利率约1-3个百分点。(7)募投项目中精铸铝项目已达产，明年下半年其他项目也将陆续投产。
- 未来三年净利润复合增长率33%左右，建议的询价价格为30.1-32.8元。**我们预计2011-2013年公司收入增长率分别为32%、24%和29%，净利润分别增长39%、29%和30%，EPS分别为1.31元、1.69元和2.20元，未来三年净利润复合增长率33%左右。我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在26-28倍之间，按此计算预计上市合理价格在34.1-36.7元。建议的询价价格为30.1-32.8元，对应的2011年动态市盈率大约为23-25倍。
- 风险提示:**对下游轮胎行业依赖较大;竞争加剧;汇率风险;发达国家对轮胎行业进行贸易保护，可能会对公司乘用车模具的销售产生不利的影响。

建议询价区间:

30.10 - 32.80 元

上市首日定价区间:

34.10 - 36.70 元

报告日期: 2011-06-10

发行数据

总股本(万股)	15,000
发行数量(万股)	5,000
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	4,000
保荐机构	齐鲁证券有限公司
发行日期	2011-06-16
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

张恭运	39.86%
柳胜军	17.93%
冯民堂	17.93%
武城金光空调设备有限公司	8.39%
徐文和	5.39%
张光磊	2.14%
单既强	.54%
宫耀宇	.54%
王钦峰	.45%
邱宪路	.43%

林晟

0755-82558022
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

linsheng@essence.com.cn
S1450511020006

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	452.7	600.3	794.1	986.6	1,276.2
Growth(%)	7.9%	32.6%	32.3%	24.2%	29.4%
净利润	151.1	188.1	262.1	337.7	440.1
Growth(%)	10.4%	24.5%	39.3%	28.8%	30.3%
毛利率(%)	47.9%	48.3%	48.1%	48.4%	48.6%
净利润率(%)	33.4%	31.3%	33.0%	34.2%	34.5%
每股收益(元)	1.01	1.25	1.31	1.69	2.20
每股净资产(元)	2.78	4.03	12.27	13.62	15.38
净资产收益率(%)	36.2%	31.1%	10.7%	12.4%	14.3%
ROIC(%)	35.2%	36.9%	37.5%	24.5%	25.3%

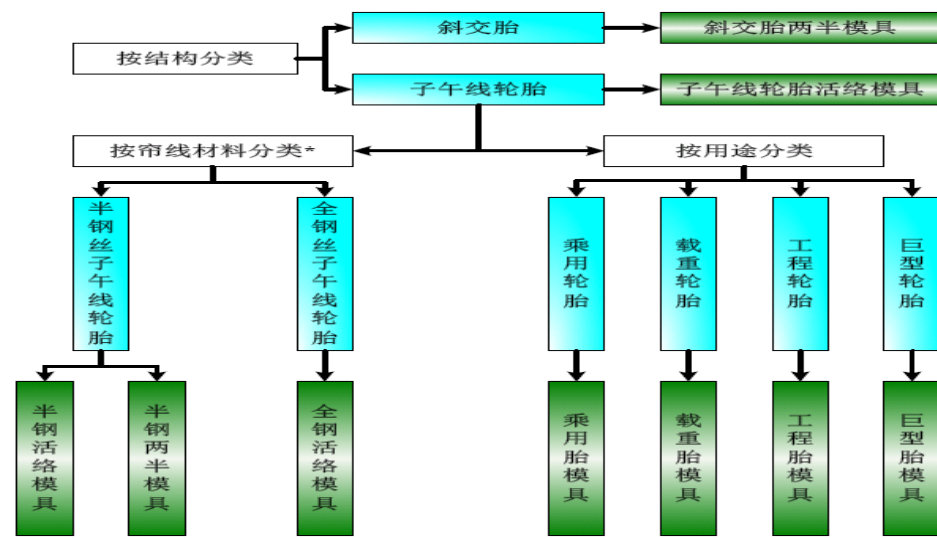
敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 公司产品主要集中于轮胎模具及其相关设备

- 公司主要从事汽车子午线轮胎模具、轮胎制造设备的生产、销售及相关技术开发。
- 公司主导产品子午线轮胎模具以电火花加工工艺为核心技术,采用锻钢、锻铝、铸钢材质进行复杂花纹加工,产品覆盖乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具等
- 公司是目前国内产品种类齐全、规模最大的专业轮胎模具制造企业

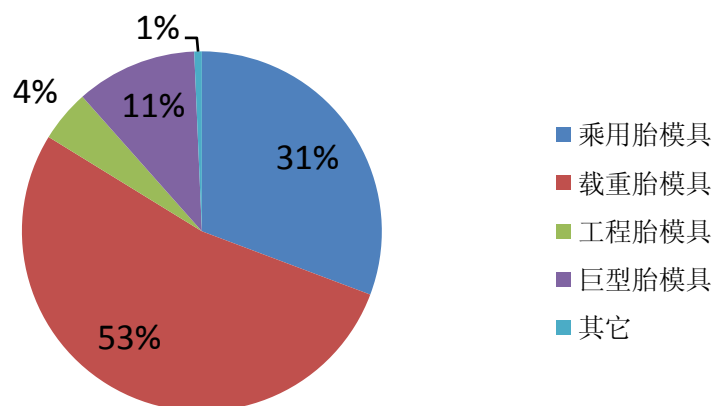
图 1 公司主要产品



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司营业收入在全球金融危机后恢复较快增长。2008-2010 年营业收入分别为 419.4、452.7、600.3 百万元，2009 年受全球金融危机影响，收入增幅不明显，2010 年增速上升至 33%；归属于母公司所有者的净利润分别为 136.9、151.1、188.1 百万元，年复合增长率 29%。
- 公司产品集中于各类模具，2010 年轮胎模具收入占比接近 99%。

图 2 公司 2010 年分项业务收入情况



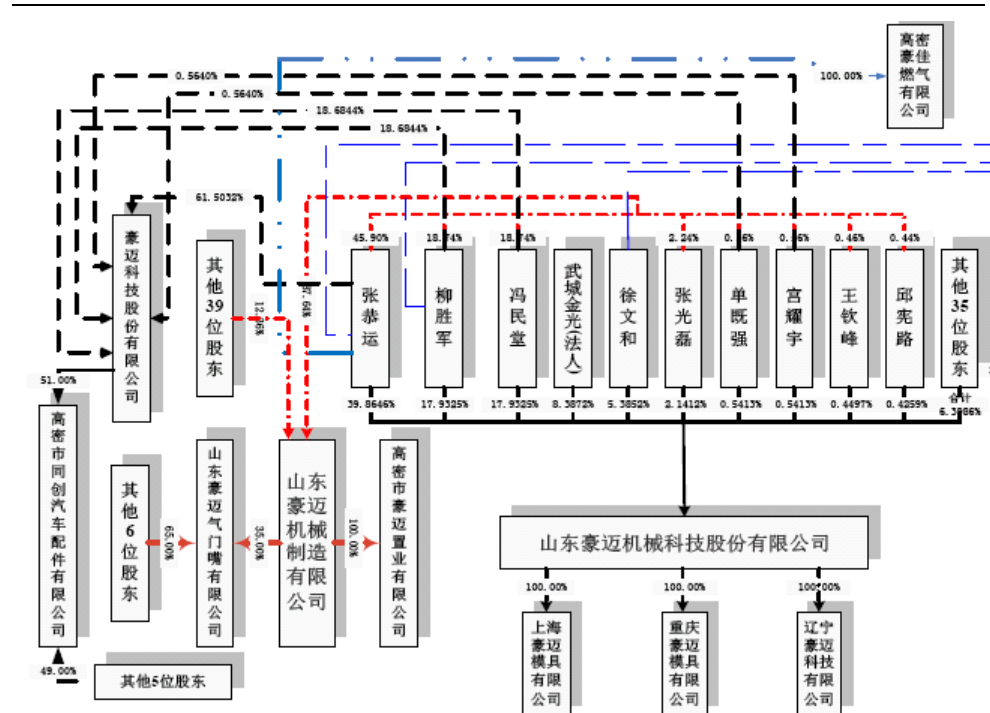
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 未来 2-3 年公司发展仍以模具为主,其他轮胎设备中的硫化机占比会逐步上升。

1.2. 公司股权结构

- 公司控股股东及实际控制人张恭运先生,持有公司股份 5,979.69 万股,占发行前公司总股本的 39.86%。
- 张恭运现为中国橡胶工业协会机头模具分会理事长、中国模具工业协会理事。
- 集团资产中有部分盈利能力较强。其控制的其他企业为山东豪迈机械制造有限公司、山东豪迈重型机械有限公司、高密市豪迈置业有限公司、豪迈科技股份有限公司、高密豪佳燃气有限公司、高密市同创汽车配件有限公司及豪迈科技职业学校。

图 3 公司发行前股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业情况介绍

2.1. 轮胎产能向发展中国家转移仍在进行中

- 我们认为一方面是我国较低的劳动力成本,另一方面是我国日益增长的汽车产量,正是这两因素导致发达国家的轮胎产能向以我国为代表的发展中国家转移,目前来看,这一过程仍在进行中。
- 轮胎行业属于劳动密集型和技术密集型传统产业,在欧美及日本等发达国家中,工资在成本中所占比例很高,特别是美国,德国(美国为 33%,德国为 45%)。高工资带来的高成本影响了产品的竞争能力。良好的投资环境和巨大的市场前景,极大地吸引了世界跨国轮胎制造商到中国投资建厂。目前,来华投资的外资轮胎企业已达 20 余家,约占国内轮胎企业的 1/10,并且世界排行前十位的外资企业在中国内地基本上都拥有二至三家合资或合作企业。

表 1 海外轮胎企业继续加大在华投资

公司名称	项目概况
米其林	2010 年 1 月初, 米其林公司宣布将在沈阳投资 10 亿美元建设乘用车及载重汽车轮胎厂, 预计 2012 年投产
普利司通	计划扩大惠州年产 50 万套全钢子午线轮胎、沈阳年产 20 万套全钢子午线轮胎及无锡年产 200 万套半钢子午线轮胎生产线产能, 除无锡在今年下半年投产多, 其余在 2012 年投产。此外公司在武汉、江西等地开建轮胎翻新厂, 预计未来 5 年内普利司通在华翻新轮胎的销售量将增长 10 倍左右。
固特异	位于大连的项目总投资约 13 亿美元, 用地约 150 万 m ² , 主要生产轿车轮胎、卡车轮胎及航空轮胎, 一期投资 7.47 亿美元, 至 2012 年建成后, 可年产轿车轮胎 640 万条, 卡车轮胎 100 万条; 二期投资 5.53 亿美元, 达产后可年产轿车轮胎 1080 万条, 卡车轮胎 260 万条。目前项目一期进展顺利
东洋轮胎	在中国张家港投资 1.05 亿美元新建年生产能力为 200 万套的乘用车及轻卡轮胎厂, 预计 2011 年底投产
德国大陆	合肥项目总投资 1.85 亿欧元。一期项目建筑面积 6.95 万 m ² , 达产后可实现年销售收入约 18.7 亿元。该公司将在一期项目达产且销售良好的基础上续建二、三期项目, 总建筑面积为 19.82 万 m ² , 全部投资将达 6 亿欧元, 可年产 1600 万条乘用车轮胎和 200 万条商用车轮胎。该项目已于 2009 年 9 月底正式开工。
韩泰轮胎	在华轮胎年产能已达 3000 万套, 2010 年该公司又宣布在嘉兴扩产乘用车和轻卡轮胎 210 万套;
韩国耐克森	在青岛投资 5.35 亿美元, 分 5 期建立半钢子午线轮胎生产基地, 工厂全部建成后可年产 2100 万条半钢子午线轮胎,

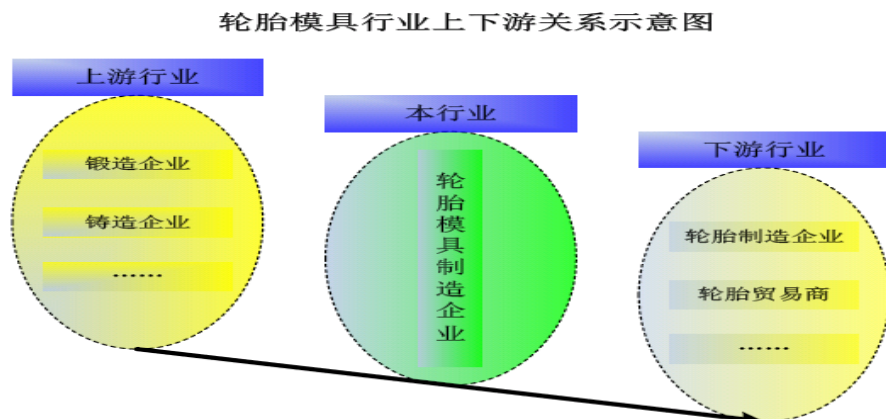
数据来源: 各公司网站; 安信证券研究中心

2.2. 轮胎模具行业

2.2.1. 基本特征

- 2006 年-2010 年, 我国汽车产量复合增长率达到 25.86%, 汽车产量和保有量大幅提高。汽车行业供需两旺, 汽车工业得到高速发展, 轮胎市场需求量不断扩大, 为轮胎模具行业的发展提供了广阔的市场空间。
- 轮胎模具是高技术含量、高精密度和高附加值的产品, 在模具产品中亦属于个性化最强的类别。
- 行业内普遍采取按订单采购、生产的经营模式, 根据用户的技术要求进行设计、加工、装配, 产品销售也主要采用“点对点”的直接销售模式。
- 轮胎行业受宏观经济发展、基础建设投资、汽车工业增长等多因素的影响, 周期性波动性较强。作为上游的轮胎模具行业, 其周期性与轮胎行业密切相关, 但季节性不明显。

图 4 行业上下游产业链图示

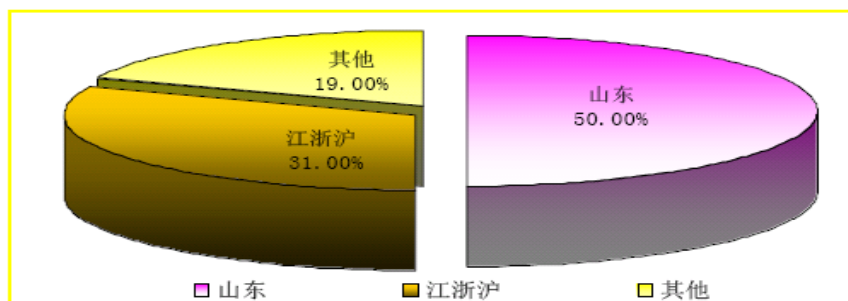


数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

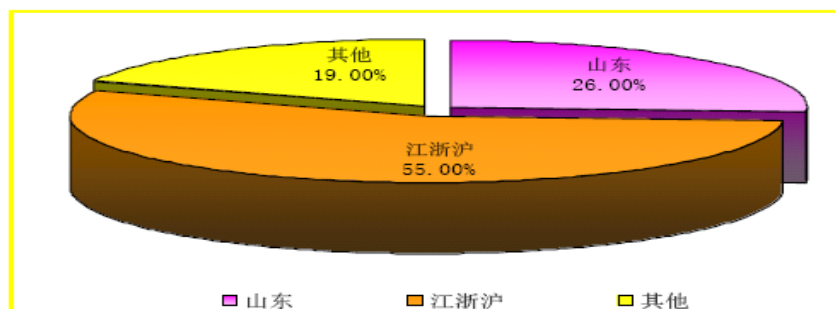
- 从下游轮胎行业的区域分布情况看，主要集中于山东及江浙一带，是载重胎产地一半在山东

图 5 我国轮胎生产分布图

2009年我国载重子午胎生产主要地区



2009年我国轻载和轿车子午胎生产主要地区



注：数据来源于《中国橡胶工业年鉴2009~2010年》。

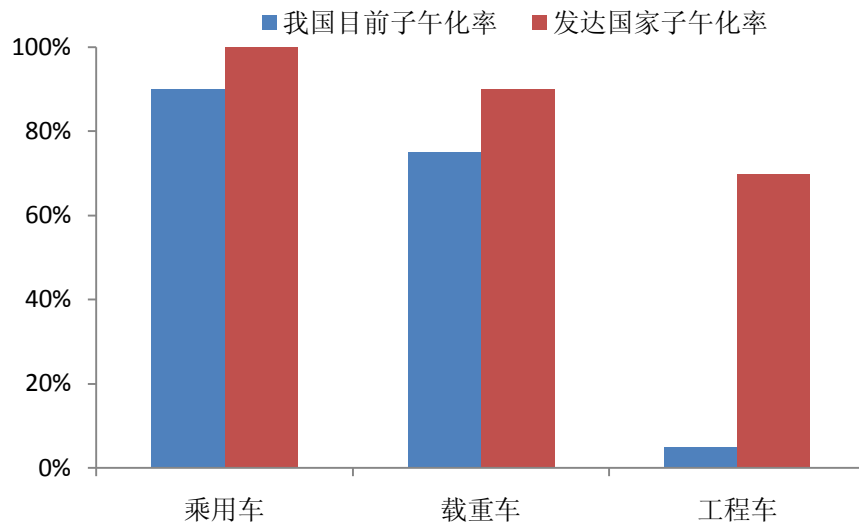
数据来源：中国橡胶工业协会，安信证券研究中心

- 我国的轮胎模具工业已跨入世界新兴生产大国的行列，具备向先进国家轮胎模具制造业挑战的能力，但目前我国进口轮胎模具的市场占有率约为三分之一，主要集中在高档轮胎模具产品
- 规模居前的几家企业 2009 年度合计模具销售数量占市场的 35%左右，但当期合计销售收入却占到行业总体收入的 70%左右，市场集中度较高
- 轮胎模具占轮胎成本的比例为 1-2%；模具的使用寿命约 1.3-2 万条轮胎；

2.2.2. 发展前景

- 欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达 100%，载重轮胎的子午化率已达 90%以上，工程轮胎的子午化率约达 70%。据统计，我国市场轿车轮胎子午化率已接近 90%，卡客车轮胎子午化率约为 70%—80%，而在工程轮胎领域，子午化率仅为 5%左右，相比于欧美国家 50%—70%的工程轮胎子午化率，中国工程子午轮胎市场有着广阔的前景。
- 工信部 2010 年 10 月公布的《轮胎产业政策》，要求 2015 年，乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%。因此未来我国轮胎行业的发展趋势也将是：子午胎占主导地位，斜交胎逐步被替代，并且将无内胎化、扁平化、高性能化作为子午化基础上的改进方向。

图 6 我国轮胎子午化率还有提升空间



数据来源: 中国橡胶工业协会, 安信证券研究中心

- 工程胎主要用于矿用和工程用自卸车、装载机、起重机等工程车辆。工程胎原来主要由国际轮胎制造商生产, 尤其是超大胎和巨胎 90%由普利司通、米其林和固特异垄断。近年来随着国内工程胎需求量的快速攀升, 国内越来越多的轮胎制造企业开始加入这一市场的争夺。目前, 包括风神股份在内的国内外主要生产企业已满负荷生产, 其工程轮胎供应量仍不能满足工程机械企业和轮胎经销商的要求, 我国工程子午胎的生产能力远不能满足国内外快速增长的要求。
- 轮胎制造商之间为扩大市场份额的竞争将日趋剧烈, 迫使各轮胎公司加速推出新品种以争夺市场, 轮胎花纹品种更新时间将进一步缩短, 轮胎模具的更换频率较以往会有所加快, 推动轮胎模具需求量上升
- 受到本次金融危机冲击的跨国轮胎企业开始更多的关注采购成本控制, 从而对轮胎模具的采购来源进行结构调整, 减少从成本较高的发达国家模具生产企业的采购量

表 3 轮胎模具市场预测

单位: 套

项 目	2010 年	2015 年		2020 年	
	套数	套数	增长率	套数	增长率
子午活络模	21,934	37,187	69.54%	50,624	36.14%
其中: 钢质模具	9,970	18,599	86.55%	27,614	48.47%
锻铝、精铸铝模具	11,964	18,588	55.37%	23,010	23.79%

数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

3. 公司竞争优势明显, 市场占有率有望不断上升

3.1. 行业竞争格局

- 由于公司产品质量高、性能稳定, 产品定位于中、高端市场, 并且有强大的技术支撑, 相比国内其他企业部分同类产品价格高约 2%-5%。而相比外资轮胎模具企业, 公司的劳动力成本优势和专用设备优势突出, 设计和制造成本较低, 同类、同质量的产品成本较国外低 30%-40%, 具有较高的国际市场竞争力。

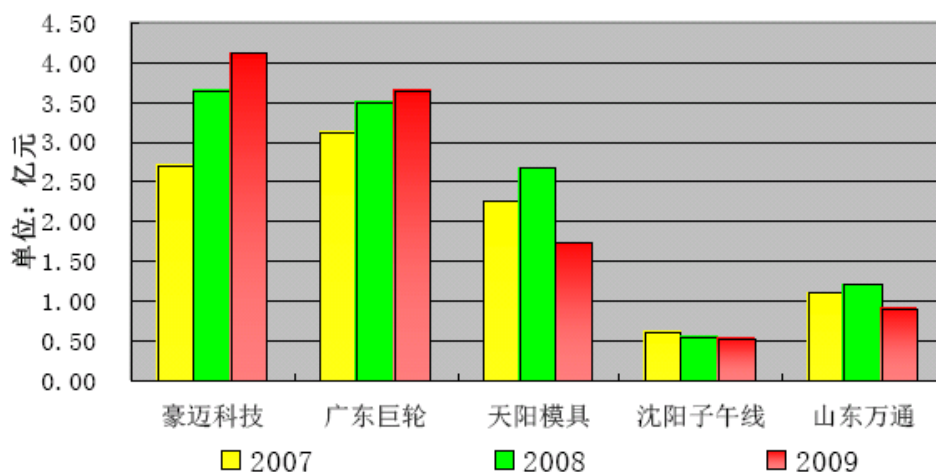
表 3 公司主要竞争对手

	企业名称	主要产品
国内企业	本公司	钢质、铝质载重胎模具、乘用车模具、工程胎及巨型胎模具等
	巨轮股份	铸铝乘用车模具，钢质载重胎、工程胎模具等
	天阳模具	钢质载重胎模具、铸铝乘用车模具、钢质工程胎模具等
	山东万通	铸铝乘用车，钢质载重胎等
	沈阳子午线	铸铝乘用车，钢质载重胎等
国外企业	美国 Quality 公司	乘用车、载重胎、工程胎模具，材质主要为精铸铝
	德国 AZ 公司	乘用车、载重胎模具，材质主要为精铸铝
	德国赫伯特（HEBERT）公司	乘用车、载重胎、工程胎模具，材质主要为精铸铝；轮胎硫化机
	韩国世和模具公司	乘用车模具，材质主要为精铸铝

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

- 2007 年-2009 年轮胎模具销售收入国内市场占有率分别为 22.58%、28.17%和 26.58%，位居行业前列。

图 7 主要轮胎模具企业销售收入情况



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

- 目前公司在全球的市场份额大约在 3-4%之间。

3.2. 公司竞争优势

- 技术优势：2007 年-2009 年轮胎模具销售收入国内市场占有率分别为 22.58%、28.17%和 26.58%，位居行业前列。参与起草了《轮胎外胎模具》行业标准
- 服务优势：产品线齐全；公司在计算机辅助设计、自动化控制、加工装备等方面在国内同行业中处于前列，公司所接的每个订单严格按照工期要求完成，工期履约保证率得到客户的高度评价；公司对客户的需求在 24 小时内做出反应，是国内售后服务质量最好的公司之一
- 广泛的客户资源：公司的国内客户涵盖了包括佳通、固铂成山、双钱、三角轮胎、河南风神、杭州中策、玲珑轮胎、广州万力等国内十大品牌轮胎制造商在内的大中型轮胎企业；公司陆续进入亚洲、欧洲、美洲等地区的国际主流轮胎

制造商的全球采购系统,相继赢得了日本普利司通、美国固特异、法国米其林、德国大陆、美国固铂、意大利倍耐力等世界轮胎巨头的供应商能力认可;2009年和2010年,公司在美国固特异的全球模具供应商系统中在质量、工期、服务、价格等方面综合排名第一,成为固特异全球最大的轮胎模具外部供应商;2010年获得米其林“2009年供应商杰出表现奖”、被德国大陆评为A级供应商。

- 成本优势:公司自主研发和生产的专用设备(电火花专用设备),其成本比通用设备大大降低,由设备折旧带来的模具生产成本明显低于主要竞争对手(由此影响毛利率差异约8个百分点)。

4. 主要的增长点

- 从未来的增长点来看,公司的增长将主要来自:(1)我国子午线轮胎占比继续上升;(2)工程巨胎市场的复苏,进口替代开始;(3)市场份额的进一步上升(公司计划3-5年占国内35%、占世界的15%);(4)硫化机占比的上升(争取3年内巨胎硫化机国内市场占有率达到60%,未来有可能介入中、小型液压式硫化机项目。计划5年内进入国内硫化机行业三甲,产值达到4亿元);(5)公司将逐渐加大出口市场的开拓,计划2013年出口占比能提升到40%;(6)募投项目将产业链延伸到上游铸锻件,目前供应商的毛利率水平一般在15%-25%之间。预计铸锻中心投产后,公司将通过铸锻件的自产自用,提高产品综合毛利率约1-3个百分点。(7)募投项目中精铸铝项目已达产,预计今年就能新增1亿元收入。明年下半年其他项目也将陆续投产。

表4 此次募集资金项目

项目名称	投资金额(万元)
精密子午线轮胎模具项目	34,912
高档精密锻铸中心项目	21,651
巨型子午线轮胎硫化机项目	11,197
轮胎模具工程研究开发中心项目	4,022

数据来源:公司招股说明书,安信证券研究中心

- 募集资金投资项目全部达产后,新增营业收入72,288万元,新增利润总额24,828万元

5. 财务分析

5.1. 主营业务收入

- 2009年受经济危机影响,公司收入增长不到10%,但凭借品牌影响力和良好的产品品质将不利影响降到最低。
- 2010年,随着下游需求增长,公司加大投资提升产能,并进一步加强市场开拓力度,在内销收入增长的同时,外销收入大幅提高,营业收入较2009年增长32.62%。
- 过往几年公司主营业务收入中轮胎模具产品的比例分别为90.76%、93.80%及99.32%,呈上升趋势;
- 其中,轮胎模具产品中乘用车模具与载重胎模具销售收入占比呈上升趋势,工程胎模具、巨型胎模具合计比例呈现一定波动。
- 近三年,公司对国外轮胎制造商的销售收入保持快速增长态势,占主营业务收入比重从2008年度的15.03%提高到27.81%。

表 5 公司分项业务收入构成

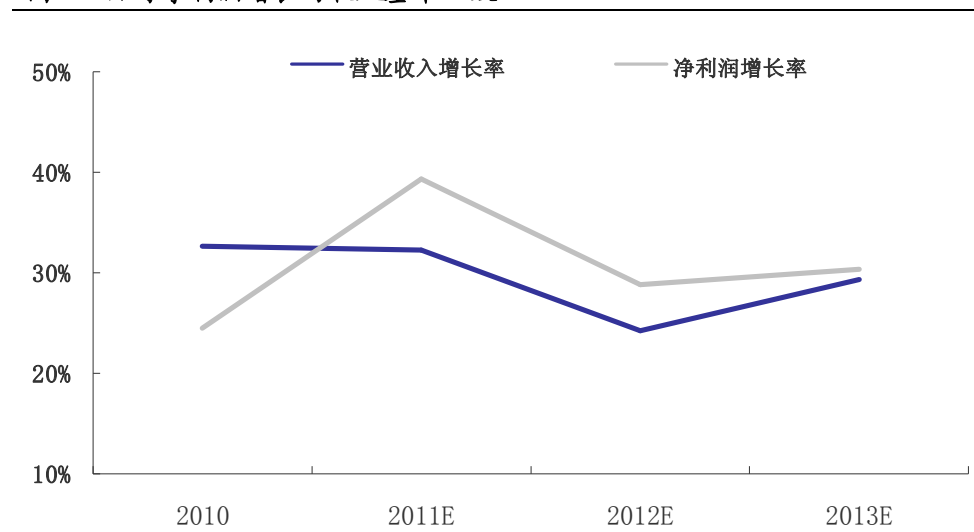
单位: 百万元	2008 年		2009 年		2010 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
乘用车模具	100.97	46.67%	111.44	47.84%	178.42	47.91%
载重胎模具	176.64	48.06%	249.23	47.55%	308.07	47.51%
工程胎模具	54.97	48.07%	21.34	45.77%	27.11	45.24%
巨型胎模具	33.66	52.32%	30.41	51.80%	63.14	50.62%
巨胎硫化机	24.90	43.56%	20.75	39.66%	-	-
机床等其他产品	12.37	40.07%	6.49	48.92%	3.95	42.24%
合计	403.5	47.5%	439.7	47.5%	580.7	47.8%

数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

5.2. 公司毛利率和净利润分析

- 公司部分加工设备自制, 比外购便宜很多, 加上采用的加工技术较为先进, 原材料消耗相对较少。因此毛利率整体高于同行近 10 个百分点, 这是其产品的核心竞争力的体现。
- 大部分产品均有较高的毛利率, 且差异不大, 这使得结构变化对毛利率的影响也不大。
- 公司原材料占比虽较高, 但公司产品议价能力强, 加上较高的毛利率以及不断的成本优化, 使得公司毛利率波动较小。
- 公司产品外销平均单价较内销高 20%-30%, 盈利能力较强。出口占比提升有利于在竞争加大的环境中保持毛利率稳定
- 由于公司毛利率相对稳定, 这使得公司的收入变化决定了利润的变化, 二者之间的差距主要来自期间费用的变化以及营业外收入的影响。
- 2009 年, 公司净利润的增长明显快于收入, 主要是规模效应使得公司期间费用率下降明显, 其中费用率下降最明显的是管理费用。
- 2010 年虽然期间费用率仍然小幅下降, 但公司净利润增长略低于收入, 主要是营业外收入减少 1 千万左右。

图 8 公司净利润增长与收入基本一致



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

6. 主要风险点

- 行业风险：对下游轮胎行业依赖较大；竞争加剧
- 汇率风险：2008 年、2009 年和 2010 年，公司出口占当期营业收入的比例分别为 14.46%、20.47%及 26.90%，未来还将进一步上升。
- 政策风险：发达国家对轮胎行业进行贸易保护，其传导作用短期内可能会对公司乘用车模具的销售产生不利的影响

7. 盈利预测与估值

- 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率分别为 32%、24%和 29%，净利润分别增长 39%、29%和 30%，EPS 分别为 1.31 元、1.69 元和 2.20 元，未来三年净利润复合增长率 33%左右。

表 6 公司分项收入及毛利率预测

	2010	2011E	2012E	2013E
产品总收入	580.7	794.1	986.6	1,276.2
产品总成本	302.9	412.5	509.2	656.1
综合毛利率	48.3%	48.1%	48.4%	48.6%
乘用车模具	178.4	267.6	347.9	487.1
收入增速	60.1%	50.0%	30.0%	40.0%
产品毛利率	47.9%	47.9%	48.4%	48.4%
载重胎模具	308.1	338.9	372.8	410.0
收入增速	23.6%	10.0%	10.0%	10.0%
产品毛利率	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%
工程胎模具	27.1	35.2	45.8	59.6
收入增速	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%
产品毛利率	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
巨型胎模具	63.1	88.4	123.8	173.3
收入增速	107.6%	40.0%	40.0%	40.0%
产品毛利率	50.6%	50.6%	50.6%	50.6%
巨胎硫化机	-	60.0	92.4	142.3
收入增速	-100.0%		54.0%	54.0%
产品毛利率		50.0%	50.8%	51.4%
机床等其他产品	4.0	4.0	4.0	4.0
收入增速	-39.1%	0.0%	0.0%	0.0%
产品毛利率	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 上市公司中与公司相近的只有巨轮股份，其业务相似度高，按 6 月 9 日的价格计算，其 2011 年的动态市盈率为 20 倍。我们认为巨轮股份今年将发行可转债，有利于未来产业发展，股价存在一定低估，而公司与巨轮相比，盈利能力相对较强，预计未来在出口上增长会更快些，可以给予一定溢价。
- 我们认为公司估值适用的 2011 年动态市盈率在 26-28 倍之间，按此计算预计上市合理价格在 34.1-36.7 元。建议的询价价格为 30.1-32.8 元，对应的 2011 年动态市盈率大约为 23-25 倍。

表 7 可比公司估值表 (2011-6-9)

代码	名称	股价 (元)	毛利润率	净利润率	PE 11E	PE 12E	PS	PB
002031	巨轮股份	7.90	36.5%	18.6%	20	15	5.5	3.1

数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-9		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	452.7	600.3	794.1	986.6	1,276.2	成长性					
减: 营业成本	235.9	310.2	412.5	509.2	656.1	营业收入增长率	7.9%	32.6%	32.3%	24.2%	29.4%
营业税费	5.2	5.8	7.5	9.4	12.1	营业利润增长率	15.4%	38.1%	38.6%	29.3%	30.7%
销售费用	9.2	15.2	19.9	23.7	30.6	净利润增长率	10.4%	24.5%	39.3%	28.8%	30.3%
管理费用	35.7	40.2	54.8	64.1	79.1	EBITDA 增长率	14.3%	34.7%	40.2%	28.7%	27.7%
财务费用	7.3	8.5	-4.0	-12.0	-14.5	EBIT 增长率	13.3%	37.2%	31.6%	27.0%	31.0%
资产减值损失	0.9	1.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	8.6%	24.2%	31.6%	26.6%	30.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	29.3%	94.1%	26.1%	12.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.1%	45.1%	305.7%	11.0%	12.9%
营业利润	158.5	219.0	303.4	392.3	512.7	利润率					
加: 营业外净收支	13.4	1.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	47.9%	48.3%	48.1%	48.4%	48.6%
利润总额	171.9	220.7	308.4	397.3	517.7	营业利润率	35.0%	36.5%	38.2%	39.8%	40.2%
减: 所得税	20.8	32.6	46.3	59.6	77.7	净利润率	33.4%	31.3%	33.0%	34.2%	34.5%
净利润	151.1	188.1	262.1	337.7	440.1	EBITDA/营业收入	40.8%	41.5%	44.0%	45.6%	45.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	36.6%	37.9%	37.7%	38.5%	39.0%
货币资金	25.1	37.7	1,276.8	1,212.6	1,377.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	126	113	206	299	272
应收账款	164.7	186.5	241.5	300.0	388.1	流动营业资本周转天数	214	185	191	211	205
应收票据	105.7	101.8	130.5	162.2	209.8	流动资产周转天数	315	255	509	668	572
预付账款	46.6	41.3	41.3	41.3	41.3	应收账款周转天数	131	104	96	98	96
存货	67.8	72.9	113.0	139.5	179.8	存货周转天数	65	42	42	46	45
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	493	438	779	1,009	872
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	391	367	460	552	505
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	36.2%	31.1%	10.7%	12.4%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.2%	23.2%	10.0%	11.6%	13.4%
固定资产	164.8	213.6	693.9	944.8	983.3	ROIC	35.2%	36.9%	37.5%	24.5%	25.3%
在建工程	22.8	59.0	35.4	21.2	12.7	费用率					
无形资产	51.8	96.2	89.8	84.0	78.4	销售费用率	2.0%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	管理费用率	7.9%	6.7%	6.9%	6.5%	6.2%
资产总额	651.3	811.0	2,624.3	2,907.7	3,273.3	财务费用率	1.6%	1.4%	-0.5%	-1.2%	-1.1%
短期债务	116.6	77.2	77.2	77.2	70.6	三费/营业收入	11.5%	10.7%	8.9%	7.7%	7.5%
应付账款	41.2	39.3	56.5	69.7	89.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	36.0%	25.4%	6.5%	6.3%	6.0%
其他流动负债	49.3	41.9	38.3	38.3	38.3	负债权益比	56.2%	34.0%	6.9%	6.7%	6.4%
长期借款	25.0	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	1.98	2.40	12.27	11.58	12.64
其他非流动负债	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	速动比率	1.65	2.00	11.50	10.71	11.61
负债总额	234.3	205.9	169.5	182.8	196.3	利息保障倍数	22.85	26.75	-74.85	-31.69	-34.28
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	150.0	150.0	200.0	200.0	200.0	DPS(元)	-	-	0.26	0.34	0.44
留存收益	267.0	455.1	2,254.8	2,524.9	2,877.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	417.0	605.1	2,454.8	2,724.9	3,077.0	股息收益率					
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	151.1	188.1	262.1	337.7	440.1	EPS(元)	1.01	1.25	1.31	1.69	2.20
加: 折旧和摊销	20.1	23.5	49.7	69.2	75.7	BVPS(元)	2.78	4.03	12.27	13.62	15.38
资产减值准备	0.9	1.3	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	8.7	5.6	7.5	-4.0	-12.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-40.2	-32.2	-110.2	-103.4	-155.8	CAGR(%)	30.7%	32.7%	29.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	137.6	185.6	197.7	291.4	345.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-68.3	-160.5	-500.1	-300.1	-100.1	ROIC/WACC	8.0	8.3	8.5	5.5	5.7
融资活动产生现金流量	-69.2	-10.6	1,566.6	-55.5	-80.1	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

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

林晟、张仲杰分别声明，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: 200123

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