

# 豪迈科技(002595.sz)

## 后来者居上的轮胎模具龙头

黎韦清 分析师

电话: 020-87555888-8630

eMail: lwq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020007

### 盈利预测与风险提示

我们预计未来3年公司EPS为(发行后全面摊薄)1.16元、1.45元和1.79元。公司未来3年的复合增速达到了24%。在选择估值参照的时候,我们认为模具企业作为制造业的核心环节,既同于一般的制造业,又要高于一般的制造业,所以我们仅选择了一些市场的模具上市公司来做估值参考,在汽车行业,目前有巨轮股份和天汽模两家模具上市公司。巨轮股份2011年EPS一致预期对应的PE为19.4倍,天汽模为28倍。我们认为,总体而言公司资质及成长性要比巨轮股份更优,因此我们倾向于给予更高的估值水平。我们认为公司合理估值区间为22-28倍,按PEG=1的PE为24倍,因此股票合理价格约为27.84元。

公司的风险来源于原材料成本的上升、产品差异化引致的质量风险以及上市公司管理半径的提高所带来的挑战。

### 后来者居上的轮胎模具龙头

2002年才开始进入到模具制造,但是凭借多年研发和推广轮胎模具专用设备的过程中对子午线轮胎模具的深刻理解及积累的大量工艺技术,迅速成为轮胎模具生产行业的龙头企业之一,后来者居上,是全球前四名著名轮胎制造商法国米其林、日本普利司通、美国固特异和德国大陆的合格供应商,常年批量为其提供高品质子午线轮胎模具。公司还是固特异最大的外部轮胎模具供应商。

### 募投项目分析

公司拟募集约7.2亿资金投入到精密子午线轮胎模具等4个项目。公司力争未来3年产能环比增长28%以上,到2013年达到10,000套,同时,公司争取3年内巨胎硫化机国内市场占有率达到60%。

### 预测及评估

|             | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 452.66 | 600.31 | 695.73 | 861.56 | 1046.77 |
| 增长率(%)      | 7.94%  | 32.62% | 15.90% | 23.84% | 21.50%  |
| EBITDA(百万元) | 199.33 | 252.79 | 315.60 | 415.87 | 494.43  |
| 净利润(百万元)    | 151.12 | 188.12 | 231.22 | 289.65 | 358.46  |
| 增长率(%)      | 10.37% | 24.48% | 22.91% | 25.27% | 23.76%  |
| 每股收益(元)     | 1.01   | 1.25   | 1.16   | 1.45   | 1.79    |

数据来源:财务报表,广发证券发展研究中心

### 价格区间

|      |       |
|------|-------|
| 发行价格 | 27.8元 |
| 上市价格 | 27.8元 |

### 股票数据

总股本/流通A股(百万股):150

主要股东:张恭运

主要股东持股比例 39.86%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 31.09% |
| ROA      | 31.35% |
| 资产负债率    | 25.39% |
| 每股净资产(元) | 4.03   |

2010年报数据

### 发行信息:

|         |          |
|---------|----------|
| 发行价格(元) | 0.00     |
| 主承销商:   | 齐鲁证券有限公司 |
| 发行市盈率   | 0.00     |

## 目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、盈利预测与风险提示 .....           | 3  |
| 二、后来者居上的轮胎模具龙头 .....        | 4  |
| 三、公司的增长潜力分析 .....           | 5  |
| （一）模具工业是工业之母 .....          | 5  |
| （二）汽车工业驱动、轮胎行业稳步增长 .....    | 5  |
| （三）巨型轮胎模具进口替代空间广阔 .....     | 7  |
| 四、竞争优势分析 .....              | 8  |
| （一）地理优势：地处山东，轮胎半天下 .....    | 8  |
| （二）自制设备确保盈利，锻件自供添新推动力 ..... | 8  |
| （三）以品质拓展市场，后来者居上 .....      | 9  |
| 五、募投项目分析 .....              | 10 |

## 图表

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 1：盈利预测假设 .....              | 3  |
| 图表 2：公司部分产品示意图 .....           | 4  |
| 图表 3：公司收入与利润结构 .....           | 4  |
| 图表 4：模具工业收入及利润情况 .....         | 5  |
| 图表 5：中国汽车保有量及增速 .....          | 6  |
| 图表 6：世界轮胎行业格局 .....            | 6  |
| 图表 7：全球汽车轮胎需求预测 .....          | 6  |
| 图表 8：中国子午线轮胎产量及增速 .....        | 7  |
| 图表 9：巨型轮胎模具需求预测 .....          | 7  |
| 图表 10：2010 年全国各地区子午线轮胎产量 ..... | 8  |
| 图表 11：固定资产周转率和毛利率指标优势明显 .....  | 8  |
| 图表 12：公司收入规模后来者居上 .....        | 9  |
| 图表 13：2007 年世界轮胎业排名 .....      | 10 |
| 图表 14：募投项目具体情况 .....           | 10 |

## 一、盈利预测与风险提示

我们预计未来3年公司EPS为（发行后全面摊薄）1.16元、1.45元和1.79元。公司未来3年的复合增速达到了24%。在选择估值参照的时候，我们认为模具企业作为制造工业的核心环节，既同于一般的制造业，又要高于一般的制造业，因为模具的制造环节重要，但是研发和设计环节比一般制造业又更重要。所以我们仅选择了一些市场的模具上市公司来做估值参考，而将一些属于汽车行业但无模具业务的公司排除在外。在汽车行业，目前有巨轮股份和天汽模两家模具上市公司。巨轮股份2011年EPS一致预期对应的PE为19.4倍，天汽模为28倍。我们认为，总体而言公司资质及成长性要比巨轮股份更优，因此我们倾向于给予更高的估值水平。我们认为公司合理估值区间为22-28倍，按PEG=1的PE为24倍，因此股票合理价格约为27.84元。

公司的风险来源于原材料成本的上升、产品差异化引致的质量风险以及上市公司管理半径的提高所带来的挑战。

| 图表 1：盈利预测假设   |              |              |              | 亿元           |               |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 项 目           | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E         |
| <b>模具-乘用车</b> |              |              |              |              |               |
| 平均售价（元/套）     | 83000        | 82900        | 82900        | 82900        | 82900         |
| 销售数量（套）       | 1440         | 2031         | 2400         | 3000         | 3900          |
| 销售收入          | 11952        | 16837        | 19896        | 24870        | 32331         |
| 毛利率           | 47.84%       | 47.91%       | 47.91%       | 48.90%       | 49.50%        |
| <b>模具-载重胎</b> |              |              |              |              |               |
| 平均售价（元/套）     | 104900       | 109700       | 109700       | 109700       | 109700        |
| 销售数量（套）       | 2471         | 2713         | 3000         | 3500         | 4000          |
| 销售收入          | 25921        | 29762        | 32910        | 38395        | 43880         |
| 毛利率           | 47.55%       | 47.51%       | 47.51%       | 48.50%       | 49.00%        |
| <b>模具-工程胎</b> |              |              |              |              |               |
| 平均售价（元/套）     | 187200       | 182900       | 182900       | 182900       | 182900        |
| 销售数量（套）       | 99           | 139          | 150          | 200          | 220           |
| 销售收入          | 1853         | 2542         | 2744         | 3658         | 4024          |
| 毛利率           | 45.77%       | 45.24%       | 45.80%       | 46.50%       | 47.00%        |
| <b>模具-巨型胎</b> |              |              |              |              |               |
| 平均售价（元/套）     | 789900       | 5261800      | 5261800      | 5261800      | 5261800       |
| 销售数量（套）       | 37           | 12           | 20           | 28           | 36            |
| 销售收入          | 2923         | 6314         | 10524        | 14733        | 18942         |
| 毛利率           | 51.80%       | 50.62%       | 50.62%       | 50.62%       | 50.62%        |
| <b>巨胎硫化机</b>  |              |              |              |              |               |
| 平均售价（元/套）     | 5188000      | 0            | 5000000      | 5000000      | 5000000       |
| 销售数量（套）       | 4            | 0            | 6            | 8            | 10            |
| 销售收入          | 2075         | 0            | 3000         | 4000         | 5000          |
| 毛利率           | 39.66%       | 0.00%        | 40.00%       | 40.00%       | 40.00%        |
| <b>销售收入小计</b> | <b>45373</b> | <b>55850</b> | <b>69573</b> | <b>86156</b> | <b>104677</b> |

|        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售成本小计 | 23827  | 29131  | 36411  | 44403  | 53481  |
| 毛利     | 21546  | 26720  | 33162  | 41753  | 51196  |
| 平均毛利率  | 47.49% | 47.84% | 47.67% | 48.46% | 48.91% |

数据来源：广发证券发展研究中心，公司资料

## 二、后来者居上的轮胎模具龙头

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。

尽管公司从事模具行业相对较晚，2002年才开始进入到模具制造，但是凭借多年研发和推广轮胎模具专用设备的过程中对子午线轮胎模具的深刻理解及积累的大量工艺技术，迅速成为轮胎模具生产行业的龙头企业之一，后来者居上，目前已经成为“世界最大的轮胎模具制造商”。（我们认为也许表述成最大的独立轮胎模具制造商可能更准确些）。

公司是全球前四名著名轮胎制造商法国米其林、日本普利司通、美国固特异和德国大陆的合格供应商，常年批量为其提供高品质子午线轮胎模具。公司还是固特异最大的外部轮胎模具供应商。

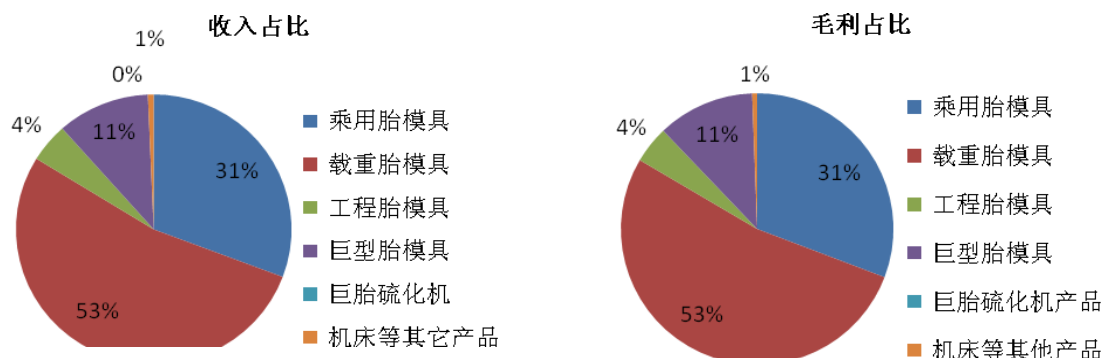
图表 2：公司部分产品示意图



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

公司目前收入和利润主要来自乘用车胎模具和载重胎模具。但是未来随着募投项目的投产，预计工程胎、巨型胎模具以及硫化机的比重会上升。由于各类产品毛利率水平平均保持在48%-50%左右，因此利润结构和收入结构基本相同。

图表 3：公司收入与利润结构



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

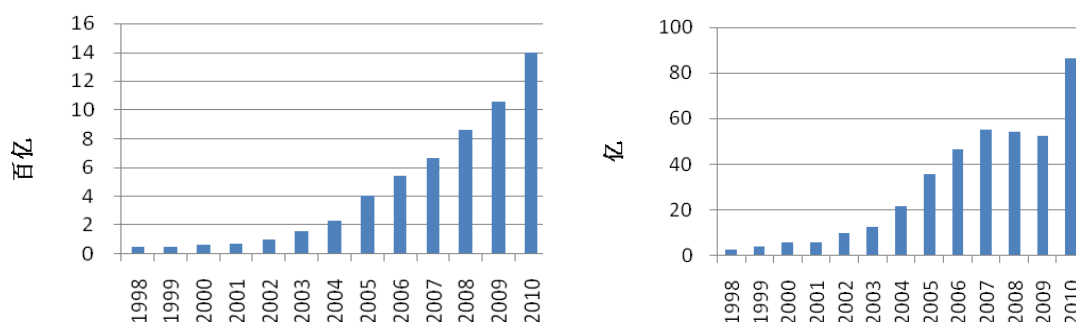
## 三、公司的增长潜力分析

### （一）模具工业是工业之母

模具是工业生产中极其重要而又不可或缺的特殊基础工艺装备，其生产过程集精密制造、计算机技术、智能控制和绿色制造为一体，既是高新技术载体，又是高新技术产品。模具工业是重要的基础工业。已经成为衡量一个国家制造业水平高低的重要标志，也是一个国家的工业产品保持国际竞争力的重要保证之一。

目前全国共有模具生产企业（厂、点）约3万个，从业人员近100万人，2010年前11月，模具工业实现主营业务收入1396亿元，利润总额约为86.6亿元，收入增速和利润增速分别达到32%和64%。根据海关统计，2009年我国共进口模具19.64亿美元，出口18.43亿美元。出口模具约占模具总销售额的12.8%。

图表 4：模具工业收入及利润情况



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心，2007年后是累计到11月份的数据

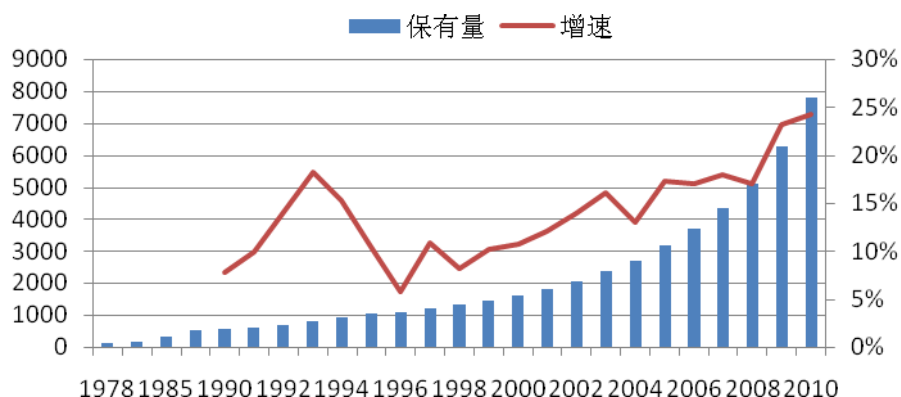
### （二）汽车工业驱动、轮胎行业稳步增长

根据模具行业协会的观点，汽车行业是模具使用量最大的行业（汽车所使用的塑料、钣金以及众多的部件和模块，无不需要使用到各类模具），尤其是轮胎模具。轮胎模具的需求量，归根结底还是由汽车行业的发展状况所决定。当然，工程机械用轮胎决定了工程胎模具市场的需求情况。

截止2010年底，我国汽车新车市场已经达到了1806万辆，汽车保有量也已经突破了8500万辆。按新车每辆车5个轮胎计算的话，需要的轮胎要达到上亿条。成熟市场一般售后市场是配套市场的3倍左右，但是在中国可能这一比例要稍微低一点，因为成熟市场保有量已经达到饱和状态，而我国保有量还将在未来5-10年年维持10%以上的增速。

图表 5：中国汽车保有量及增速

万辆



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2010年，全球汽车轮胎市场同比增长了13%，其中轻卡和轿车胎数量约为13亿条，载重胎约为1.6亿条（子午胎数量约为1.1亿条）。全球轮胎产量约75%用于替换胎市场，这决定了这个轮胎工业波动性相对要比较少。全球轮胎行业里面亚洲等新兴国家市场已经成为增长最快的领域。

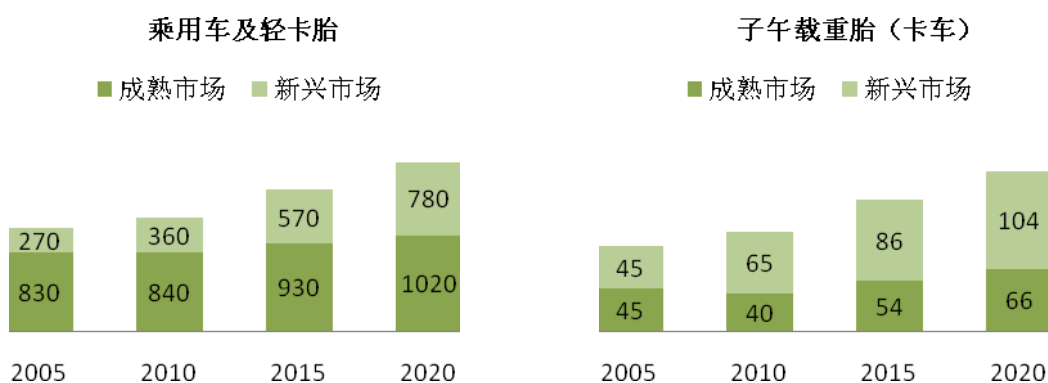
图表 6：世界轮胎行业格局

|        | 欧洲  | 北美  | 亚洲  | 南美  | 非洲及中东 |
|--------|-----|-----|-----|-----|-------|
| 轻卡及轿车胎 | 31% | 26% | 30% | 6%  | 7%    |
| 载重胎    | 19% | 20% | 42% | 11% | 8%    |

数据来源：米其林，广发证券发展研究中心

图表 7：全球汽车轮胎需求预测

百万条



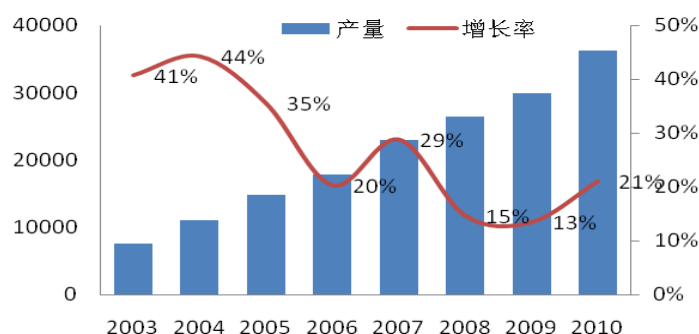
数据来源：Michelin 2010-Annual-and-Sustainable-Development-Report

子午线轮胎在中国发展速度也非常快，一方面是中国轮胎需求的快速增长，另外一方面是轮胎里面子午化率在不断地提升。2010年，中国子午线轮胎产量约为3.6亿条，同比增长了21%。目前乘用车胎子午化率已经超过了90%，而载重轮胎子午化率也由2003年的46%不到逐渐上升到了超过70%，并且未来这一比重还要继续提升。根据最新的《轮胎产业政策》，“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%。目前我国载重轮胎子午

化率约为70%。而公司产品53%是用于商用车的载重车轮模具。

图表 8：中国子午线轮胎产量及增速

万条



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

根据橡胶工业协会的预测，未来5-15年是亚洲轮胎工业的黄金时期，中国正逐渐成为世界轮胎制造中心，未来轮胎生产能力有望达到全球的40%（目前约为26%）。轮胎产能向中国转移必然带来轮胎设备、轮胎模具等产品采购的本土化，将为国内轮胎模具行业提供较大的发展空间。2010年国内轮胎模具需求量约为22000套左右，我们预计未来轮胎模具行业将至少保持与轮胎行业同步增长的态势，增速不低于10%。实际上，随着轮胎花纹速度的更新频率、以及新车型推出周期的加快，轮胎模具需求增速将会高于轮胎行业的增速。

我们预计即将到来的若干年，轮胎行业将会有一轮大的整合，产能的集中将会使得模具的订单集中到像公司这样有着研发优势的企业手上，公司将取得好于行业水平的增幅。

### （三）巨型轮胎模具进口替代空间广阔

全球对煤炭、铁矿、铜等矿产资源需求激增，矿山企业加大资源开采的投入，对矿山采掘机械和大型运输车辆的需求随之增大，造成巨型轮胎全球性供不应求。面对普利司通、米其林、固特异国际三巨头垄断性生产造成的巨型轮胎的高价格、高利润，国内的双钱、山东兴达、三角轮胎、昊华南方和时风巨兴等公司投入巨资建设巨胎生产线，进行研发试制，希望能够实现巨型轮胎的进口替代。随着国内巨型轮胎在建产能大幅增长，巨胎模具的市场容量逐渐扩大。预计全球巨胎模具需求量约为1600套，未来3年国内市场需求将达到160套。

图表 9：巨型轮胎模具需求预测

| 需求量                    | 巨型轮胎规格 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 27 × 49 - 30 × 51 (万条) |        | 3.5    | 3.8    | 4.2    | 4.7    |
| 33 × 51 - 36 × 51 (万条) |        | 4.8    | 5.2    | 5.8    | 6.4    |
| 57" (万条)               |        | 15.4   | 16.7   | 18.6   | 20.5   |
| 63" (万条)               |        | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4    |
| 巨型轮胎合计 (万条)            |        | 24     | 26     | 29     | 32     |
| 巨型胎模具累计 (套)            |        | 1,200  | 1,300  | 1,450  | 1,600  |

数据来源：轮胎协会，公司资料

公司近三年分别销售巨胎模具33套、37套和12套，截至2010年底尚有未执行完的订单14套。2008年8月，与国际轮胎巨头固特异初步达成定购12套巨型胎模具的意向，受金融危机影响，固特异巨型胎模具采购计划有所延迟，2009年下达订单11套，2010年下达订单10套，截至12月末已发货14套。我们预计随着产能的扩大，公司的巨胎模具订单将会呈现快速增长的态势。

## 四、竞争优势分析

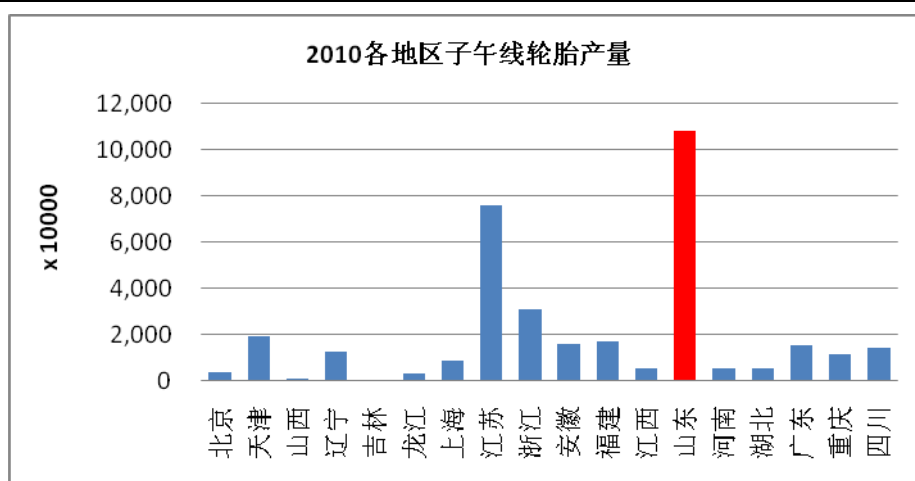
### （一）地理优势：地处山东，轮胎半天下

山东在中国的轮胎版图上，有着举足轻重的地位（在2007年之前有些地方的统计数字里，甚至只有山东的产量数据而没有全国的），2010其子午线轮胎外胎的产量达到1.1亿条，占全国比重约为31%（唯一的产量过亿的省份）。

由于有地理优势，因此公司的产品要比竞争对手的产品在这一区域更有竞争力。相同价格和品质的产品，仅运输费用的节省就要比其它竞争对手高出2个百分点以上。

图表 10：2010 年全国各地区子午线轮胎产量

万条



数据来源：Wind

### （二）自制设备确保盈利，锻件自供添新推动力

公司的核心生产设备类型主要为自制的电火花机床、电极铣床和专用刻字机等专用设备，固定资产的取得成本远低于巨轮股份等外购加工中心等通用设备的购置价值。因此公司折旧摊销要远低于竞争对手。以竞争对手巨轮股份为例，假设公司与巨轮股份主营业务收入相同，其他变动成本和固定成本相同，2008-2010 年度，仅计提固定资产折旧的差异即可带动公司毛利率比巨轮股份分别高 7.46%、7.86% 和 6.39%。

图表 11：固定资产周转率和毛利率指标优势明显

次、%

固定资产周转率

毛利率

|      | 2008 | 2009 | 2010 | 2008  | 2009  | 2010  |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 天汽模  | 1.75 | 1.53 | 1.98 | 25.31 | 26.14 | 22.17 |
| 巨轮股份 | 0.70 | 0.68 | 0.86 | 36.80 | 37.25 | 36.53 |
| 豪迈科技 | 2.99 | 2.85 | 3.17 | 48.06 | 47.89 | 48.32 |

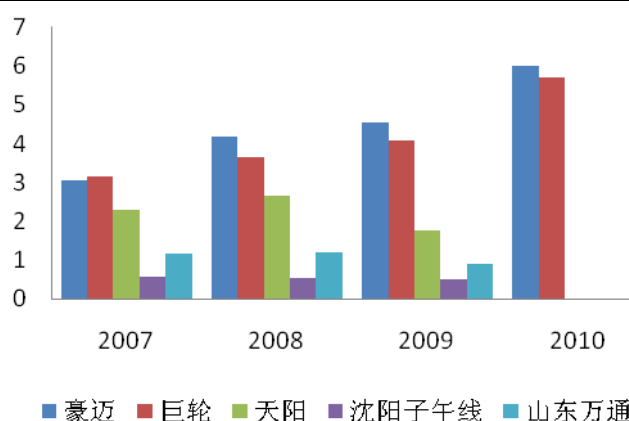
数据来源：Wind

不仅如此，公司募集资金投入到高档精密铸锻中心的建设，将有助于公司提升产品质量、提高资金使用效率，盈利能力将再次得到提高。包括公司所有产能在内（也包括募投项目）每年对铸锻件的需求量将在 5.66 万吨以上，其中 4 万吨的需求量可以通过该项目供给。铸锻行业一般采取“原材料费+加工费”定价形式，供应商的毛利率水平一般在 15%-25%之间。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。

### （三）以品质拓展市场，后来者居上

公司做轮胎模具机械装备起家，2002年，公司充分发挥出在轮胎模具机械制造行业拥有的显著优势，进入了轮胎模具制造业，在短短的8年时间内就成为了世界最大的轮胎模具制造商。尽管公司从事模具行业相对较晚，2002年才开始进入到模具制造，但是凭借多年研发和推广轮胎模具专用设备的过程中对子午线轮胎模具的深刻理解及积累的大量工艺技术，迅速成为轮胎模具生产行业的龙头企业之一，后来者居上，成为轮胎模具行业新星。凭借优良的性价比，公司在拓展国际巨头客户发方面进展飞快，成为国内**首家**获得全球第二大轮胎制造商—日本普利司通公司“亚洲地区模具合格供应商证书”的企业后，目前已经**成为固特异全球最大的轮胎模具外部供应商**。根据可比资料，公司2007年模具收入略低于“巨轮股份”，但是2008年后超越了“巨轮股份”。2010年，公司模具收入达到5.8亿元，而“巨轮”模具收入在2010年约为4.26亿元。

图表 12：公司收入规模后来者居上 亿元



数据来源：公司资料

图表 13：2007 年世界轮胎业排名

|    |      |        |      | 亿美元 |      |       |      |
|----|------|--------|------|-----|------|-------|------|
| 排名 | 公司   | 市场份额   | 轮胎收入 | 排名  | 公司   | 市场份额  | 轮胎收入 |
| 1  | 米其林  | 17.10% | 217  | 8   | 韩泰轮胎 | 2.70% | 34   |
| 2  | 普利司通 | 16.90% | 215  | 9   | 库伯   | 2.30% | 29   |
| 3  | 固特异  | 14.90% | 189  | 10  | 锦湖   | 2.10% | 27   |
| 4  | 大陆   | 5.90%  | 75   | 11  | 东洋轮胎 | 1.70% | 22   |
| 5  | 倍耐力  | 4.50%  | 57   | 12  | 正新   | 1.70% | 22   |
| 6  | 住友   | 3.20%  | 41   | 13  | 佳通   | 1.40% | 18   |
| 7  | 横滨橡胶 | 2.90%  | 37   | 14  | 三角   | 1.00% | 13   |

数据来源：《世界轮胎橡胶》

## 五、募投项目分析

公司拟募集约 7.2 亿资金投入精密子午线轮胎模具等 4 个项目。根据公司预测，募投项目达产后，简单加总公司可以新增销售收入 7.2 亿元，每年节约资金 4000 余万元。同时，募集资金项目的达产将有利地保障公司各项规划的实现。

公司力争未来 3 年产能环比增长 28% 以上，到 2013 年达到 10,000 套（8,800 套钢质模具、锻铝模具，1,200 套精铸铝模具，巨型胎模具 50 套）。销售收入国内市场占有率提高到 35% 以上，销售收入突破 10 亿元，净利润突破 3 亿元。

同时，公司争取 3 年内巨胎硫化机国内市场占有率达到 60%。另外，公司正在与国外硫化机生产厂家接触，就开发中、小型液压式硫化机项目进行洽谈，择机推出；5 年内进入国内硫化机行业三甲，产值达到 4 亿元。

图表 14：募投项目具体情况

| 募投项目      | 总投资    | 固定资产   | 第一年    | 第二年    | 备注                                                                                      |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 精密子午线轮胎模具 | 34,912 | 30,445 | 21,312 | 13,600 | 达产后年产钢质模具型腔 2,400 套、壳体 1,800 套，锻铝模具型腔 480 套，精铸铝模具型腔 1,200 套，巨型胎模具 20 套，年销售收入 56,903 万元。 |
| 高档精密锻铸中心  | 21,651 | 20,420 | 14,294 | 7,357  | 锻件自供比例达到 4 万吨，毛利率提升 1-3 个百分点，节约资金占用 4000 万元以上                                           |
| 巨型子午轮胎硫化机 | 11,197 | 9,274  | 6,492  | 4,705  | 达产后年产巨胎硫化机 20 台，销售收入 15,385 万元                                                          |
| 轮胎模具研究中心  | 4,022  | 4,022  | 4,022  |        |                                                                                         |
| 合计        | 71,782 | 64,161 |        |        |                                                                                         |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

## 资产负债表

单位：百万元

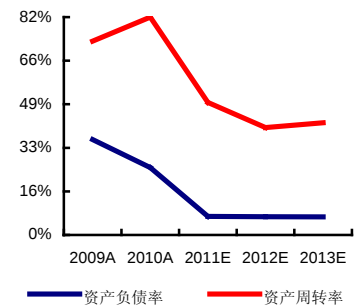
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 410   | 440   | 1,229 | 1,487 | 1,925 |
| 货币资金           | 25    | 38    | 710   | 836   | 1,179 |
| 应收及预付          | 317   | 330   | 405   | 520   | 598   |
| 存货             | 68    | 73    | 114   | 131   | 149   |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 241   | 371   | 746   | 795   | 741   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 165   | 214   | 562   | 580   | 495   |
| 在建工程           | 23    | 59    | 59    | 59    | 59    |
| 无形资产           | 52    | 96    | 125   | 157   | 187   |
| 其他非流动资产        | 2     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 651   | 811   | 1,974 | 2,282 | 2,666 |
| <b>流动负债</b>    | 207   | 183   | 118   | 136   | 162   |
| 短期借款           | 117   | 77    | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 90    | 81    | 118   | 136   | 162   |
| 其他流动负债         | 0     | 25    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 27    | 23    | 20    | 20    | 20    |
| 长期借款           | 25    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 234   | 206   | 138   | 156   | 182   |
| 股本             | 150   | 150   | 200   | 200   | 200   |
| 资本公积           | 71    | 71    | 1,021 | 1,021 | 1,021 |
| 留存收益           | 196   | 384   | 615   | 905   | 1,263 |
| 归属母公司股东权益      | 417   | 605   | 1,836 | 2,126 | 2,484 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益</b> | 651   | 811   | 1,974 | 2,282 | 2,666 |

## 利润表

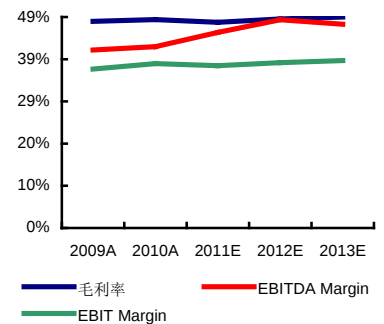
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 453   | 600   | 696   | 862   | 1047  |
| 营业成本            | 236   | 310   | 364   | 444   | 535   |
| 营业税金及附加         | 5     | 6     | 7     | 9     | 11    |
| 销售费用            | 9     | 15    | 16    | 21    | 25    |
| 管理费用            | 36    | 40    | 47    | 58    | 70    |
| 财务费用            | 7     | 9     | 2     | -3    | -4    |
| 资产减值损失          | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 159   | 219   | 260   | 333   | 410   |
| 营业外收入           | 14    | 3     | 9     | 6     | 7     |
| 营业外支出           | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 172   | 221   | 267   | 337   | 416   |
| 所得税             | 21    | 33    | 36    | 48    | 57    |
| <b>净利润</b>      | 151   | 188   | 231   | 290   | 358   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 151   | 188   | 231   | 290   | 358   |
| EBITDA          | 187   | 252   | 316   | 416   | 494   |
| EPS (元)         | 1.01  | 1.25  | 1.16  | 1.45  | 1.79  |

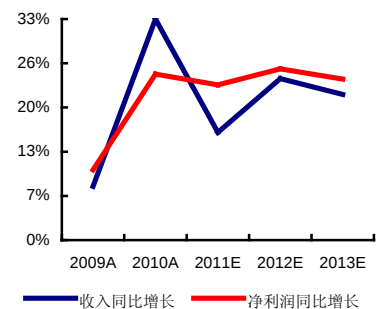
## 资产负债率趋势



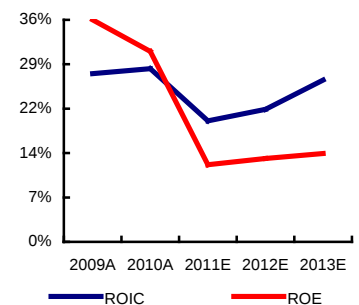
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

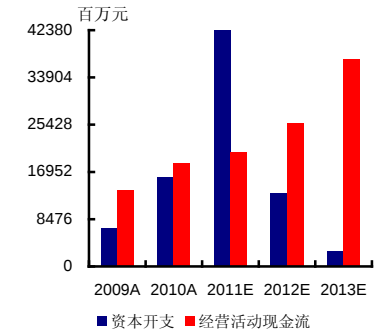
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 138   | 186   | 205   | 258   | 372   |
| 净利润            | 151   | 188   | 231   | 290   | 358   |
| 折旧摊销           | 20    | 24    | 54    | 86    | 88    |
| 营运资金变动         | -40   | -32   | -79   | -114  | -70   |
| 其它             | 6     | 6     | -1    | -3    | -4    |
| <b>投资活动现金流</b> | -68   | -160  | -424  | -131  | -28   |
| 资本支出           | -68   | -160  | -424  | -131  | -28   |
| 投资变动           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -69   | -11   | 892   | -1    | -1    |
| 银行借款           | 185   | 117   | -77   | 0     | 0     |
| 债券融资           | -169  | -110  | -28   | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 0     | 1,000 | 0     | 0     |
| 其他             | -85   | -18   | -4    | -1    | -1    |
| <b>现金净增加额</b>  | 0     | 15    | 673   | 125   | 343   |
| <b>期初现金余额</b>  | 32    | 25    | 38    | 710   | 836   |
| <b>期末现金余额</b>  | 32    | 40    | 710   | 836   | 1,179 |

主要财务比率

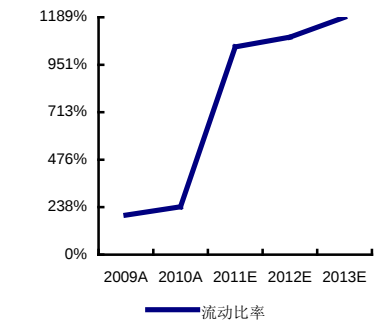
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 营业收入            | 7.9%  | 32.6% | 15.9%  | 23.8%  | 21.5%  |
| 营业利润            | 15.4% | 38.1% | 18.8%  | 28.0%  | 23.2%  |
| 归属于母公司净利润       | 10.4% | 24.5% | 22.9%  | 25.3%  | 23.8%  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 毛利率             | 47.9% | 48.3% | 47.7%  | 48.5%  | 48.9%  |
| 净利率             | 33.4% | 31.3% | 33.2%  | 33.6%  | 34.2%  |
| ROE             | 36.2% | 31.1% | 12.6%  | 13.6%  | 14.4%  |
| ROIC            | 27.5% | 28.3% | 19.8%  | 21.6%  | 26.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 资产负债率           | 36.0% | 25.4% | 7.0%   | 6.9%   | 6.8%   |
| 净负债比率           | 27.9% | 14.0% | -37.6% | -38.4% | -46.6% |
| 流动比率            | 1.98  | 2.40  | 10.41  | 10.90  | 11.89  |
| 速动比率            | 1.43  | 1.78  | 8.96   | 9.41   | 10.47  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.73  | 0.82  | 0.50   | 0.40   | 0.42   |
| 应收账款周转率         | 2.76  | 3.45  | 3.16   | 3.10   | 3.23   |
| 存货周转率           | 2.90  | 4.41  | 3.20   | 3.39   | 3.60   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |        |        |
| 每股收益            | 1.01  | 1.25  | 1.16   | 1.45   | 1.79   |
| 每股经营现金流         | 0.92  | 1.24  | 1.02   | 1.29   | 1.86   |
| 每股净资产           | 2.78  | 4.03  | 9.18   | 10.63  | 12.42  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |        |        |
| P/E             | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| P/B             | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EV/EBITDA       | 0.6   | 0.3   | -2.2   | -2.0   | -2.3   |

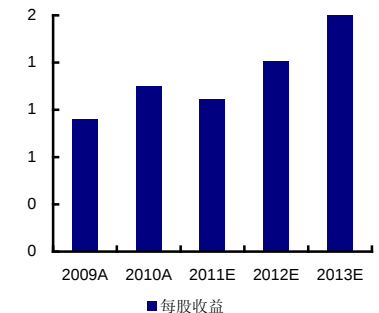
资本开支与经营活动现金流



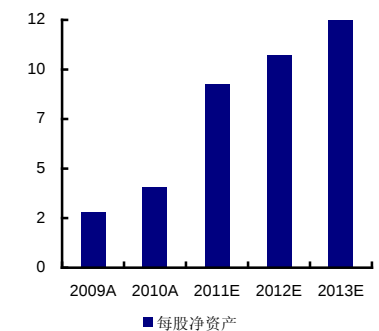
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



## 广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。