

大洋电机 (002249)

买入/维持评级

股价：RMB19.75

王海生

SAC 执业证书编号 S0930511010006

(021) 6849 8537

wanghaiheng@mail.htlhc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号 S0930510120023

(021) 6849 8607

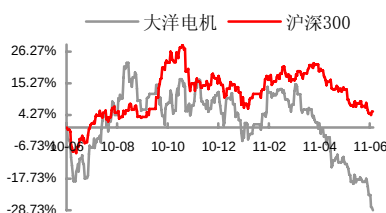
yuanyao@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	428
流通 A 股 (百万股)	428
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,461

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

新能源车首选标的，全面领跑全行业

- 新能源汽车进入成长期，长期布局时机已到。2010 年全国范围内推出 7800 辆新能源汽车。仅北京市就有近千辆环卫车、500 辆左右新能源客车上路。目前 25 个试点城市中有 13 个城市已经确定了 2012 年前的新能源汽车推广量，平均每城 4500 辆左右。以此测算，仅 20 城千辆就能拉动未来 3 年行业复合增速 100% 以上，目前试点城市扩大至 25 个城市，从试点到一二线城市普及将势如破竹。行业将迎来黄金 10 年的大机遇。在当前时点，行业趋势已确立，但市场规模尚未打开，恰是长期布局新能源汽车产业链的最佳时机。
- 大洋电机新能源汽车电驱动业务在 2010 年实现 8191 万元的销售收入，冠绝全行业。我们认为，大洋电机是新能源汽车产业链首选标的，主要由于：
 - (1) 技术最强，永磁同步电机做到 130KW，全国领先，北理工技术支持、国家级电动车辆工程电驱动实验室提供后续技术提升动力；
 - (2) 市场拓展领先。已经与北汽福田、东风、一汽、上汽、五洲龙、苏州金龙、大连客车宇通客车、长安客车等整车厂建立合作关系，并与北汽成立合资公司，进一步锁定北京市场，与此同时通过参股北方凯达进入一汽供应链系统；
 - (3) “先公共兼乘用车”优先发展公共交通系统兼顾发展乘用车市场，顺应产业发展路线、主攻新能源汽车推广先发市场的战略，紧跟国家政策节奏。
- 新能源汽车龙头，增资迎接跨越成长：(1) 3 年内新能源汽车电机产能由 5000 套增至 3 万套，强化新能源汽车龙头地位。(2) 进一步完善新能源汽车电机产品线，此次募集资金投入包括永磁同步电机以及起停电机 (BSG) 在内的产品研发和生产，进入混合动力、新能源轿车关键零部件领域；(3) 进入新能源汽车驱动电机核心零部件领域，参与国家级项目大功率 IGBT 研发，IGBT 占电机控制系统成本的 50%，公司进入大功率 IGBT 封装领域，短期内大幅提升成本优势，质量及成本稳定后大举推广，进一步进入电力电子器件高端市场蓝海。
- 风险提示：新能源汽车市场推广的政策风险、原材料大幅上涨带来的盈利能力下降风险。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2187	3276	4939	6706
(+/-%)	51	50	51	36
归属母公司净利润(百万元)	228	373	574	847
(+/-%)	16	63	54	48
EPS(元)	0.53	0.87	1.34	1.98
P/E(倍)	53.72	32.89	21.38	14.49

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

新能源汽车——乘节能减排之帆加速启航	4
交通领域将成未来 10 年节能减排重点	4
推广新能源汽车将是最重要节能减排方式之一	4
新能源汽车行业：09-12 年复合增速超过 200%	5
新能源汽车电机是首选板块	5
新能源汽车电机：永磁化将成趋势	6
电机驱动系统——电动车的心脏	6
新能源汽车电机技术壁垒高	7
永磁同步电机将是市场趋势	7
标的选择：技术和市场成就未来王者	8
技术决定未来王者	8
2、市场拓展领先，占据先发优势	9
大洋电机：新能源汽车首选标的	10
永磁同步电机技术全国领先	10
抢占先发市场，市场占有率全国领先	11
依托传统产品，新能源汽车关键零部件突破在即	12
风险提示	12

图表目录

图 1: 2008 年主要国家 CO2 排放量 (单位: 亿吨)	4
图 2: 中国主要城市主要行业 CO2 排放量	4
图 3: 新能源汽车试点范围不断扩大.....	5
图 4: 2010-2012 年新能源汽车保有量复合增速超 200%.....	5
图 5: 电动车驱动系统组成.....	6
图 6: 日本新能源汽车点击发展路径.....	7
图 7: 大洋电机新能源汽车电机 (EV) 及控制器产品	11
表格 1: 各种新能源汽车节能减排量.....	4
表格 2: 各种电机性能对比	8
表格 3: 主要院校新能源汽车研发项目	9
表格 4: 新能源汽车推广城市车厂	9

新能源汽车——乘节能减排之帆加速启航

我们认为，未来几年中国将面临能源安全、碳减排和消费升级等亟待解决的问题。新能源汽车市场的大发展，能够在拉动内需的同时实现节能减排，是中国借助低碳经济实现重大产业转型的最好方式。我们认为国家在未来几年会不遗余力的拉动新能源车产业的成长，即通过创造一个巨大的国内市场来带动产业的迅速进步。

交通领域将成未来 10 年节能减排重点

汽车是我国第二大碳排放源和第二大原油消费领域，节能减排刻不容缓。我国二氧化碳总排放量全球领先，从分行业来看，公路运输仅次于煤炭燃烧成为我国第二大二氧化碳排放源，占全国主要城市二氧化碳排放量的 16.50%。

我国提出，将在 2020 年实现单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%，汽车作为第二大二氧化碳排放源，减排刻不容缓，必将成为未来 10 年节能减排重点。

图 1： 2008 年主要国家 CO2 排放量（单位：亿吨）

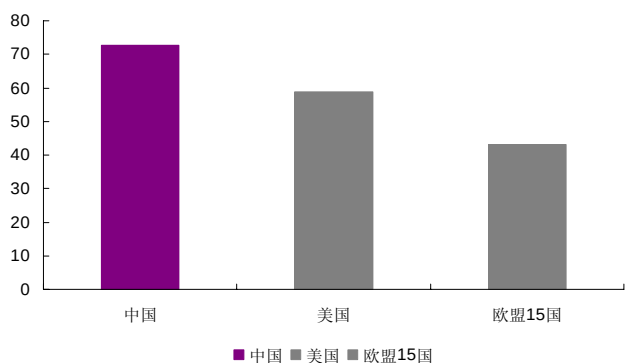
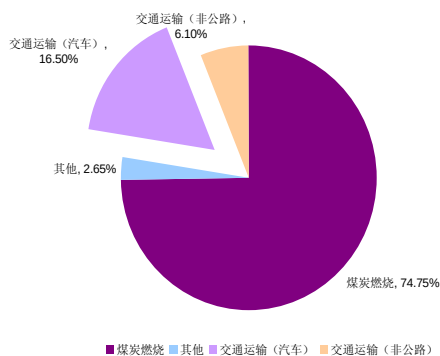


图 2： 中国主要城市主要行业 CO2 排放量



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

推广新能源汽车将是最重要节能减排方式之一

相比传统燃油汽车，纯电动车能够完全替代燃油，同时降低碳排放近 90%；混合动力车能够节省燃油 30%-50%，并能够实现 20%以上的碳减排。以比亚迪 E6 和 F3DM 车型为例，百公里电耗分别为 20 度和 15 度左右，而传统车型百公里需要消耗燃油 7-10 升。

表格 1：各种新能源汽车节能减排量

	微混	弱混	中混	强混	插电	纯电动
技术方案	起停电机	电驱动启动发电机 (BSG)	曲轴集成启动发电机 (ISG)	双模式电驱动系统	串/并混合	纯电动
系统电压 (V)	12	36	120-144	288-500		
电驱动功率 (KW)	2.5	2 4-6 15	15-20 20-40 20-50	50-150		
CO2 降低	2.5-5%	2.5-20%	6-25%	20-40%	>50%	90%
消耗耗油量	30-50%	60%-100%				

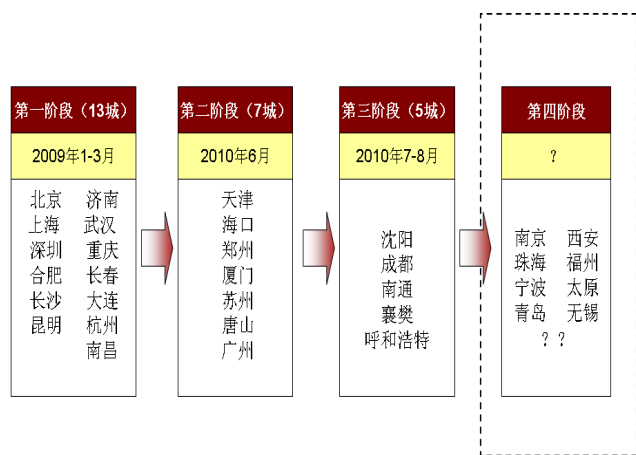
资料来源：华泰联合证券研究所

新能源汽车行业：09-12 年复合增速超过 200%

2009 年 1 月国家推出“十城千辆”新年能源汽车推广计划。2009 年 6 月，财政部等四部委联合下发通知，进一步扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广工作，在现有 13 个试点城市的基础上，增加天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州等 7 个试点城市。2010 年 7 月，沈阳、成都等 5 个城市进入推广范围。

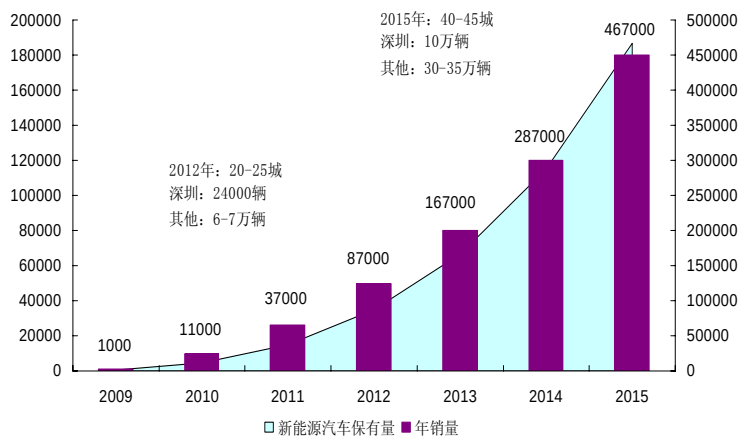
至此，公共服务领域节能与新能源汽车推广城市达到 25 个，私人购买新能源汽车试点城市 5 个。暂且不算私人购车数量，按照目前平均每城 4500 辆的新能源汽车推广量计算，2012 年新能源汽车保有量将达到 9 万辆，复合增速超过 200%。我们认为，未来更多的城市将进入新能源汽车推广范围，新能源汽车全国总动员开始。

图 3： 新能源汽车试点范围不断扩大



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 2010-2012 年新能源汽车保有量复合增速超 200%



资料来源：华泰联合证券研究所

新能源汽车电机是首选板块

我们对新能源汽车各产业链的排序为：

电机、电池>碳酸锂、六氟磷酸锂、隔膜>正负极材料>整车、钕铁硼

我们认为，电机和电池行业的投资机会大于材料领域，主要由于：（1）电机和电池市场容量大；（2）目前政府补贴的模式使电机、电池盈利能力优于材料；（3）行业先发优势明显，进入壁垒较高

车厂重质量，电机、电池盈利能力强

初期的新能源汽车市场需要政府补贴和政府采购推动，新能源汽车补贴以混合动力车、电动车较同车型传统汽车高出的成本为依据，目前新能源车厂所采购的电池、电机将由或者部分由国家“买单”。在新能源汽车从无到有的过程中，对新能源汽车整车厂而言，上路汽车的安全性是重中之重，电机、电池的质量问题将对整车品牌产生巨大影响。采购成本并不是整车厂首要考虑的因素，对上游电池、电机企业压价动力有限。

我们判断，在政府补贴退出前，新能源汽车电机和电池价格将保持高位，毛利率较高，政府补贴退出后，电机和电池价格将有较大幅度回落，毛利率回到制造业正常水平。

百亿市场容量将成就伟大企业

在新能源汽车推广的前几年，政府补贴的模式将使新能源汽车电机、电池产品长期保持较高的价格和利润率水平。根据我们测算，2010-2012 年间，新能源汽车电机及控制系统市场容量将达 139 亿元，电池及管理系统市场容量 190 亿元，下游市场容量远高于中游材料企业。

进入壁垒高，先发企业优势强

电机、动力电池是新产业，进入壁垒高，先发企业将极具优势。电机、电池行业最大的壁垒来自产品技术研发和客户开发。产品研发壁垒：电机功率、抗冲击性和高温耐性、控制系统性能；动力电池的一致性、寿命、能量管理系统性能等关键技术需要长时间技术积累。客户开发壁垒：新产品需要 10 万公里以上测试周期，时间壁垒高。

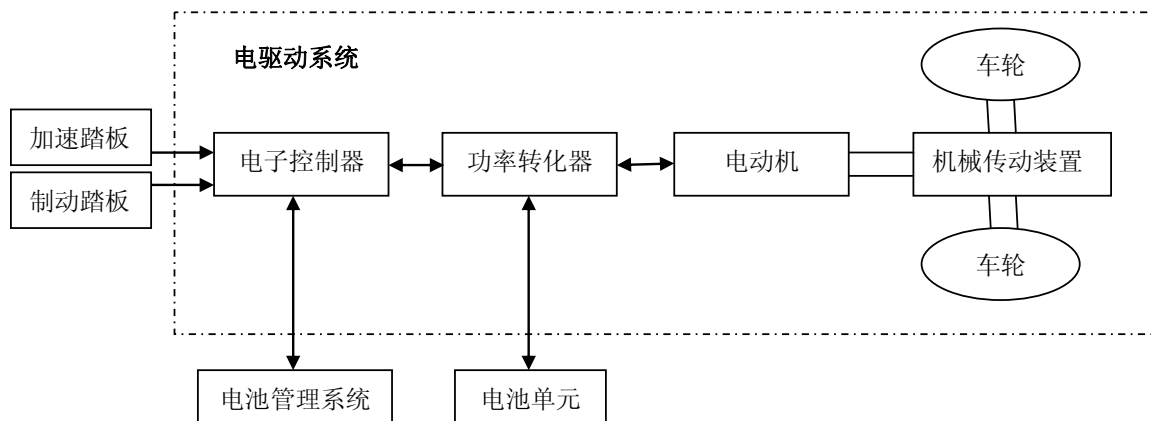
新能源汽车电机：永磁化将成趋势

电机驱动系统——电动车的心脏

电机驱动系统是电动车中最关键的系统，电动车运行性能主要决定于电机驱动系统的类型和性能。电动车驱动系统一般由电机、功率转化器、控制器、机械减速及传动装置、车轮等构成。

电机是电气驱动系统的核心，其性能和效率直接影响电动汽车的性能，此外，电机的尺寸、重量也会影响到汽车的整体效率。功率变换器和控制器则对电动汽车的安全可靠运行有很大关系。

图 5： 电动车驱动系统组成



资料来源：华泰联合证券研究所

新能源汽车电机技术壁垒高

电动汽车对于电机驱动系统有其特殊的要求，具体体现在：

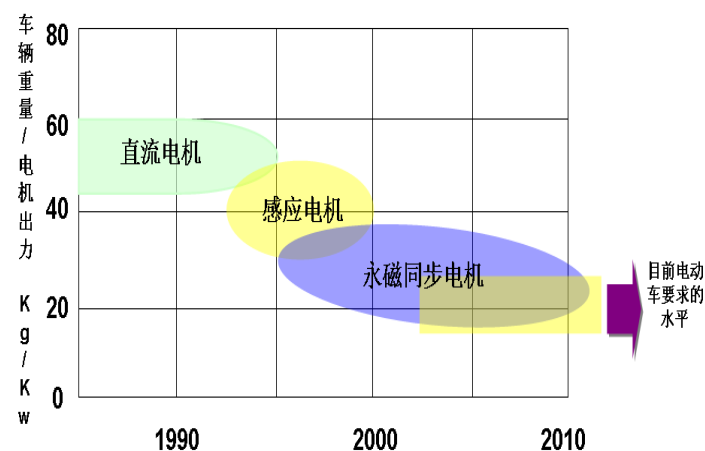
- 低速大转矩：该要求来源于爬坡和汽车起动初始加速度的要求；
- 宽恒功率区：电动汽车电机驱动系统要求恒功率区是恒转矩区的 3~10 倍。该要求来源于汽车高速行驶和高速超车的动力要求；
- 高效率：电机驱动系统效率达到 80% 及以上的区域要大于 50%。该要求来源于电动汽车全工作范围要求高效；
- 高功率密度：如电机功率密度大于 1kW/kg，控制器容量密度 3~4kVA/kg 及以上。该要求来源于整车空间和高效节能的要求；
- 严酷的运行环境：通常电动汽车电机驱动系统要求工作环境温度（-40℃ 到 105℃），最高振动加速度大于 10g；
- 高可靠性：通常电动汽车电机驱动系统的寿命为 20 万公里以上；
- 低成本：美国 FCVT 计划提出要将电机驱动系统的成本降到每千瓦 8~12 美元。

永磁同步电机将是市场趋势

电动汽车的特点决定了小型轻量的高效电机将成为首选。早期电动汽车驱动电机大部分采用他励直流电机，但由于其缺陷，在现代电动汽车中应用越来越少。随着新材料、新技术的发展运用，效率高、驱动力大的机电一体化的交流驱动系统显示了它的优越性，越来越多地应用于电动汽车中。

交流电动机具有结构简单，可靠性高，成本低廉，坚固耐用，转速极限高等优点，结合矢量控制的应用又使其具有直流电机的优良性能，目前实际运用上占得先机。永磁电动机由于省去无功励磁电流，因此相比交流电动机具有效率高、损耗少、调速范围广等优点。我们认为随着未来高性能磁性材料的不断应用，永磁电动机的各项优点将被逐渐放大，成为电动汽车电动机应用的主流。

图 6： 日本新能源汽车电机发展路径



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：各种电机性能对比

项目	直流电动机	交流感应电动机	永磁电动机	开关磁阻电动机
转速范围(r/min)	4000-6000	12000-20000	4000-10000	>15000
功率密度	低	中	高	较高
功率因数		82-85	90-93	60-65
峰值效率(%)	85-89	94-95	95-97	85-90
负荷效率(%)	80-87	90-92	85-97	78-86
过载能力(%)	200	300-500	300	300-500
恒功率区比例		1:5	1:2.25	1:3
电动机质量	重	中	轻	轻
电动机外形尺寸	大	中	小	小
可靠性	一般	好	优良	好
结构坚固性	差	好	一般	优良
控制操作性能	最好	好	好	好
控制器成本	低	高	高	一般
缺点	1)有刷, 易产生电火花, 引起电磁干扰, 维护困难; 2)价格高, 体积和重量大。	控制装置较复杂	价格较贵	1) 转矩波动大; 2) 噪声大; 3) 需要位置检测器; 4) 系统具有非线性特性。
应用前景	比较于其它驱动系统, 已处于劣势, 处于被淘汰地位	已成为目前多数交流驱动电动的首选	随着稀土永磁材料的出现, 这类电机有望与交流感应电机争夺市场	由于转矩波动及电机噪音过大, 目前应用还受到限制

资料来源：华泰联合证券研究所

标的选择：技术和市场成就未来王者

技术决定未来王者

我们认为，技术是决定未来市场地位的关键。目前主流技术来源于三个途径：（1）高校与企业结合的产业化，如大洋电机（北京理工）；（2）依托国家大型技术类企业或其他技术领先企业，电驱动（863 项目组）。（3）公司传统业务拓展，如南车（南车株洲时代）、南洋电机、襄樊电机。

部分大学积极开展产学研合作，北京市、上海市的主要理工科大学，都在围绕 EV 技术开展各种关联技术研究，其中，我们认为比较领先的院校包括：

- ✓ 清华大学：节能与新能源汽车工程中心、汽车安全与节能国家重点实验室
- ✓ 北京理工大学：电动车辆工程技术中心、电动车辆国家工程实验室
- ✓ 同济大学：汽车学院、新能源汽车工程中心
- ✓ 湖南大学：机械系及汽车工程学院及汽车工程学院
- ✓ 哈尔滨工业大学：信息工程学院
- ✓ 北京科技大学：信息工程学院

表格 3：主要院校新能源汽车研发项目

	车型				核心技术			充电
	混合动力	PHEV	纯电动	燃料电池	电机	电池	电控	
北京理工大学			○		○	○	○	○
清华大学		○	○		○		○	
北京交通大学					○	○	○	○
同济大学	○		○	○				
天津大学	○		○	○	○		○	
上海交通大学	○			○				
华中科技大学			○		○	○		
南昌大学			○		○	○	○	
西安交通大学						○	○	

资料来源：华泰联合证券研究所

2、市场拓展领先，占据先发优势

从目前各城市的上报发改委的 2012 年前新能源汽车推广量看，计划推广量最多的五个城市为：北京 30000 辆、深圳 24000 辆、重庆 6000 辆以及上海、湖南各 5000 辆。

目前来看，短期内我国尚不具备全面推广私人购买新能源汽车的能力，因此，抢占公交领域市场对企业而言尤其重要，以上 5 个城市的推广数量在全国领先，北汽福田、上海汽车、南车时代、五洲龙、长安汽车、东风汽车、申沃有望成为近几年新能源汽车推广较快的厂商，进入这些车厂的供货体系对电机、电池等零部件厂商非常重要，直接决定各厂的市场占有率。

表格 4：新能源汽车推广城市车厂

	大中型车辆（公交、工程车辆）		小型车辆（个人用、商务用、出租车等）	
	HEV	BEV/PHEV	HEV	BEV/PHEV
北京	东风汽车、一起客车	北汽福田、中通客车、京华客车	一汽、奇瑞、长城	BMW
天津	清源电动车	江苏中大集团	奇瑞、BYD	清源、奇瑞、BYD、Toyota、时风
长春	一汽客车	一汽客车	一汽轿车	一汽轿车
大连	一汽客车	安凯客车	一汽轿车、奇瑞	奇瑞
沈阳	五洲龙	五洲龙		
唐山		东方旅行车、锂源动力	上海汽车	上海汽车、锂源动力
济南	中通客车、北汽福田	中通客车		时风
上海	上海汽车、申沃、万向	上海汽车、申沃、万向	上海汽车	上海汽车、GM、VW
杭州	厦门金旅、青年、杭州越西	杭州越西、万向电动车		众泰汽车
苏州	苏州金龙、中大	苏州金龙		
南通	中通客车	中通客车		
合肥	安凯客车	安凯客车	奇瑞、江淮、BYD	奇瑞、江淮、BYD
郑州	宇通客车	少林汽车	Nissan	Nissan、中航电动车
武汉	东风扬子江	东风扬子江	东风	Nissan
襄樊		东风旅行车		

长沙	南车时代、北汽福田	梅花汽车、BYD		BYD
南昌	黄海客车、安凯客车		Toyota	BYD
厦门	厦门金龙	厦门金龙		
深圳	五洲龙	五洲龙	BYD	BYD、BMW、陆地方舟
广州	广汽客车、宇通客车	广汽客车	Yoyota、Honda	Nissan
海口	厦门金龙		一汽海马	一汽海马
重庆	恒通客车、五洲龙	恒通客车、五洲龙	长安汽车	
成都	四川汽车、成都客车			Toyota
昆明	南车、金龙、宇通、广汽	北汽福田		
资料来源：华泰联合证券研究所				

大洋电机：新能源汽车首选标的

永磁同步电机技术全国领先

大洋电机新能源汽车用永磁同步电机做到 130KW，各项参数全国领先。通过与北京理工大学合作，采用集成化设计和集群控制方法，开发了适合电动轿车用的实验样机以及适合电动中巴、电动大客车和重型电动车辆用的永磁同步电机驱动系统产品，在国内首次实现了大功率永磁同步电机驱动系统的装车运用。目前已经完成 7.5、15、30、60、115、130KW 永磁同步电机及驱动系统等系列产品的开发与生产，主要应用在汽车市场的轿车、各类客车、货车等。

自 2009 年以来，公司与北京理工大学展开充分合作，目前北理工拟用新能源汽车电驱动系统技术与公司共同出资设立合资公司。2010 年公司逐步与东风汽车技术中心、中科院电工所展开技术合作，通过与科研单位的合作以实现技术联盟；2011 年，我国首个电动车辆国家工程实验室的首个分支机构——大洋电机电驱动实验室已于 2010 年 12 月在广东中山设立。电动车辆国家工程实验室由国家 863 计划“电动汽车重大专项”专家组专家孙逢春带头，是发改委在节能与新能源汽车领域重点规划建设的国家工程实验室。大洋电机有望借助国家工程实验室的研发实力，获得新能源汽车电机领域的前沿技术，技术实力有望再上台阶。

图 7： 大洋电机新能源汽车电机（EV）及控制器产品



资料来源：华泰联合证券研究所

抢占先发市场，市场占有率全国领先

进入北京、大连、苏州、中山、重庆、深圳等市场，新能源汽车销量领先

目前目前大洋电机已经和包括北汽控股、福田汽车、东风电动汽车、一汽集团、上汽集团、金龙客车、深圳五洲龙客车、宇通客车、长安客车等车厂在内的企业展开合作，成功进入新能源汽车推广领先的北京、大连、苏州、中山、重庆、深圳等市场，公司 2010 年新能源汽车电机实现销售收入 8191 万元，领跑全国。

借力产业联盟，品牌知名度再提升

公司与福田汽车、中信国安盟固利、美国 IMB 公司、AECOM 公司以及伊顿公司成立 NESTIA——可持续新能源国际联盟，依靠知名企业和政府支持，实现资源共享，大洋电机品牌知名度高再度提升。

采用最领先市场拓展模式

大洋电机与北汽新能源汽车公司达成合作意向。双方愿意充分发挥北汽新能源汽车公司在整车制造方面的优势和公司在专用电机研发生产方面的经验，共同合作开发、生产新能源汽车专用电机（电驱动电机）及控制系统，拟共同出资成立一家生产专用电机及其控制系统的公司，积极为北汽新能源汽车公司新能源汽车项目进行配套。我们认为此举意义有二：1）大洋电机在新能源汽车电机市场拓模式方面再次领先。电机及控制系统、电池及能量管理系统（BMS）以及整车电控（ECU）是新能源汽车的三大关键部件。目前来看国内整车车着重研发整车电控系统，而电池和电机由专业的电

机、电池厂生产。但从日本较为成熟的新能源汽车发展模式看，未来整车与电机、电池厂成立合资公司为自身新能源汽车提供配套是必然趋势。大洋电机与北汽的合作正是采用这种模式。2) **大洋电机将进一步巩固北汽供应商的地位。**北京是首批“十城千辆”企业，并有望开始新能源汽车私人购车试点，预计 2012 年前北京市将推出 5000 辆新能源大巴、环卫车，以及近 30000 辆私人新能源汽车。将成为国内新能源汽车推广量最大的城市。北汽是北京地区最主要汽车厂，从各地的推广经验可以清楚看出，本地车厂必将成为本地区主要新能源汽车供应商。大洋电机与北汽的合作也进一步巩固了在北京市场的地位。

依托传统产品，新能源汽车关键零部件突破在即

电机驱动及控制系统是由两部分组成——电机、控制器，控制器是电机驱动及控制系统核心部分。控制器是由电力电子器件（如 IGBT 功率模块）构成的逆变器、逆变驱动器、电源模块、中央控制模块、信号检测模块、软启动模块、保护模块、机械结构、散热系统等构成。IGBT 功率模块占整个控制器的 50%以上，要降低整体控制器的成本，IGBT 功率模块是必须考虑的因素。

由西安永电电气有限责任公司作为项目责任单位联合其他 9 家单位共同申报国家科技重大专项“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”之项目：《智能电网高压芯片封装与模块技术研发及产业化》项目已获立项批准，其中大洋电机作为参与项目联合申报方之一的课题责任单位将承担以上项目之《高压大功率 IGBT 模块在新能源汽车及家电产品中的应用》课题。

我们认为大洋电机在 IGBT 封装领域突破的概率极大，主要由于：1)大洋电机作为作为国内微特电机行业的领先企业之一，已将高效智能电机的控制元器件、软件系统等进行了模块化设计、应用等探索，积累了丰富的经验和成果；2)大洋电机与中科院电工所、北京理工等国内高等院校、科研院所等机构开展了广泛而深入的技术合作，为公司将基础技术研究与应用技术开发的有效结合提供了强大的支持；3)承担国家项目，能够获得大型企业的技术支持。

风险提示

新能源汽车市场推广的政策风险；

原材料大幅上涨带来的盈利能力下降风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1437	2029	2911	4071	营业收入	2187	3276	4939	6706
现金	454	751	989	1481	营业成本	1743	2551	3834	5130
应收账款	379	452	682	925	营业税金及附加	6	10	15	20
其他应收款	21	23	35	47	营业费用	75	128	193	262
预付账款	103	128	192	257	管理费用	115	174	262	355
存货	382	510	767	1026	财务费用	-20	-24	-35	-50
其他流动资产	98	164	247	336	资产减值损失	21	20	20	20
非流动资产	557	475	436	396	公允价值变动收	-0	0	0	0
长期投资	32	0	0	0	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	410	368	326	283	营业利润	249	420	654	971
无形资产	75	80	85	90	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	40	27	25	24	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1994	2504	3347	4468	利润总额	263	434	668	985
流动负债	537	836	1225	1618	所得税	36	61	93	138
短期借款	0	0	0	0	净利润	228	373	574	847
应付账款	439	638	958	1283	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	98	198	267	336	归属母公司净利	228	373	574	847
非流动负债	92	50	50	50	EBITDA	284	446	669	971
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.87	1.34	1.98
其他非流动负	92	50	50	50	主要财务比率				
负债合计	629	886	1275	1669	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5	5	5	5	成长能力				
股本	428	428	428	428	营业收入	50.9%	49.8%	50.8%	35.8%
资本公积	454	454	454	454	营业利润	12.2%	68.3%	55.7%	48.6%
留存收益	484	737	1191	1919	归属母公司净利	16.5%	63.3%	53.9%	47.6%
归属母公司股	1360	1612	2067	2794	获利能力				
负债和股东权	1994	2504	3347	4468	毛利率(%)	20.3%	22.1%	22.4%	23.5%
现金流量表					净利率(%)	10.4%	0.0%	0.0%	10.4%
单位: 百万元					ROE(%)	16.8%	23.1%	27.8%	30.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	21.6%	38.4%	48.2%	59.1%
经营活动现金	67	372	331	570	偿债能力				
净利润	228	373	574	847	资产负债率(%)	31.6%	35.4%	38.1%	37.3%
折旧摊销	55	50	50	50	净负债比率(%)	1.55%	0.68%	0.55%	0.48%
财务费用	-20	-24	-35	-50	流动比率	2.68	2.43	2.38	2.52
投资损失	-3	-2	-2	-2	速动比率	1.96	1.82	1.75	1.88
营运资金变动	-212	-20	-276	-296	营运能力				
其他经营现金	19	-5	20	21	总资产周转率	1.16	1.46	1.69	1.72
投资活动现金	-273	25	-10	-10	应收账款周转率	7	7	8	8
资本支出	244	0	0	0	应付账款周转率	4.78	4.74	4.80	4.58
长期投资	-32	-32	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-61	-7	-10	-10	每股收益(最新)	0.53	0.87	1.34	1.98
筹资活动现金	-107	-100	-84	-69	每股经营现金流	0.16	0.87	0.77	1.33
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	3.17	3.76	4.82	6.52
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	176	0	0	0	P/E	53.72	32.89	21.38	14.49
资本公积增加	-173	0	0	0	P/B	9.03	7.61	5.94	4.39
其他筹资现金	-110	-100	-84	-69	EV/EBITDA	41	26	18	12
现金净增加额	-316	298	238	492					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn