



内外延同时发力,“华翔”在即

近××该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本(百万股)	567
实际流通A股(百万股)	497
实际流通A股市值(亿元)	61.69

研究员 刘洋
电话 (025)83367888-3305
邮箱 liuyang200029@hotmail.com

研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

公司评级: 强烈推荐

- 依托中高端客户, 占领市场高点。公司主要客户是上海大众、一汽大众、天津丰田、上海汽车产量约占国内轿车市场28%以上份额。尤其是公司的两大客户上海大众和一汽大众, 占公司2010年收入的41.94%。
- 座椅业务有望突破, 盈利能力将提升。公司2010年4月募集资金1.2亿引进两条座椅头枕、坐垫生产线, 设计总产能为15万套/年, 达产后预计年收入1.86亿, 利润3372万, 利润率高达18%。座椅在内外饰件中占比达到50%, 净利润在15%以上。我们预计今年座椅将会开始接受订单, 为公司打开新的增长点。
- 近期诸多利好集中公布, 有利于维护公司股价稳定。我们认为参股公司佛吉亚业务范围扩大对公司2011年中报和年报业绩形成较大利好。另外2亿元回购彰显公司管理层对公司未来发展充满信心。
- 参股公司一汽富奥即将上市和国际并购有望取得突破, 将成为公司股价上涨的催化剂。
- 盈利预测: 公司2011/12/13年EPS分别为1.01元/1.34元/1.76元, 目前对应的股价为12.02元(2011.7.01), 2011/2012 PE分别为11.9X和8.9X, 处于历史较低水平。横向比较其它汽车零部件公司的估值水平, 我们认为宁波华翔的估值水平处于行业中下游, 具有安全边际。我们给予公司2011年15倍的PE, 公司2011年的价格为15.15元, 因此我们给予“强烈推荐”评级
- 风险提示: 原材料、人工成本大幅上涨以及汽车销量增速严重下滑将会对公司产生不利影响。

目录

1. 公司经营情况.....	- 2 -
2. 盈利能力分析:	- 3 -
3. 公司竞争优势:	- 4 -
4. 近期诸多利好 VS 股价低迷.....	- 6 -
5. 财务分析	- 9 -
5.1 盈利能力分析.....	- 9 -
5.2 偿债能力分析	- 9 -
5.3 营运能力分析.....	- 9 -
5.4 期间费用率分析.....	- 10 -
6. 公司投资逻辑与估值.....	- 10 -
6.1 公司 2011 年投资逻辑:	- 10 -
6.2 盈利预测与估值	- 10 -

图表目录

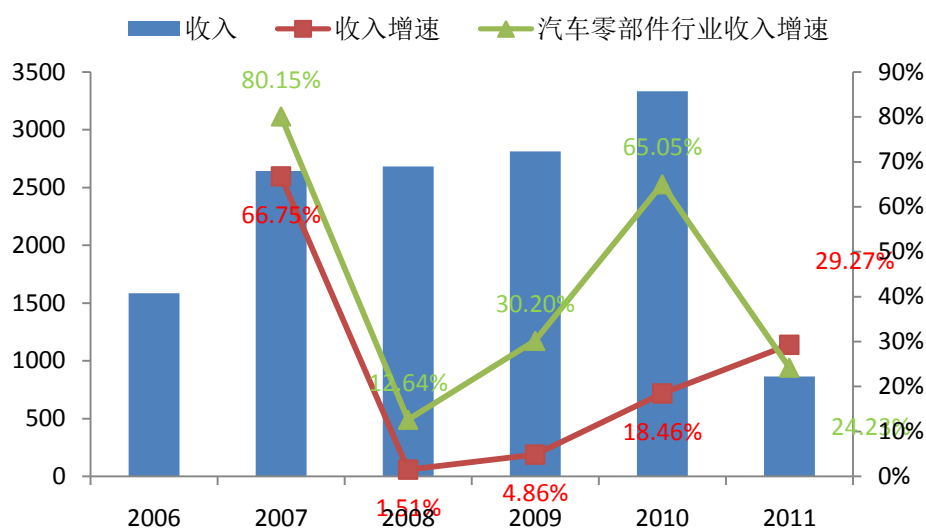
图 1: 公司历年收入增速和零部件行业对比.....	- 2 -
图 2: 2010 年公司各项业务占比	- 2 -
图 3: 2010 年公司主要客户收入占比	- 2 -
图 4: 公司扣除非经常损益后的净利润增速.....	- 3 -
图 5: 2010 年公司各项业务占比	- 4 -
图 6: 2010 年公司主要客户收入占比	- 4 -
图 7: 2011. 1-5 月公司主要客户销量占比.....	- 4 -
图 8: 上海大众销量及增速	- 5 -
图 9: 一汽大众销量及增速	- 5 -
图 10: 一汽轿车销量及增速	- 5 -
图 11: 上海汽车销量及增速	- 5 -
图 12: 公司研发支出占收入比重	- 6 -
图 13: 近期宁波华翔走势分析	- 8 -
图 14: 宁波华翔 历史 PE band	- 11 -
图 15: 宁波华翔 历史 PB band	- 11 -
表 1: 公司主要控股参股公司 2010 年利润贡献情况.....	- 3 -
表 2: 2010 年可比公司盈利能力对比	- 9 -
表 3: 2010 年可比公司偿债能力对比	- 9 -
表 4: 2010 年可比公司运营能力分析	- 9 -
表 5: 2010 年可比公司期间费用对比	- 10 -
表 6: 可比公司盈利预测及估值表	- 11 -

1. 公司经营情况

公司是专注于汽车内外饰件、汽车电子电器附件和金属件的汽车零部件公司。2010年公司收入构成中，内饰件占比50%，金属件25%，饰件13%，汽车电子电器附件10%。2006年到2010年公司营业收入复合增长率达到20.42%，2011年第一季度公司收入增速首次超过零部件行业增速，在行业整体较为低迷的情况下，公司主打中高端客户的策略为公司今年的稳定高速增长奠定基础。

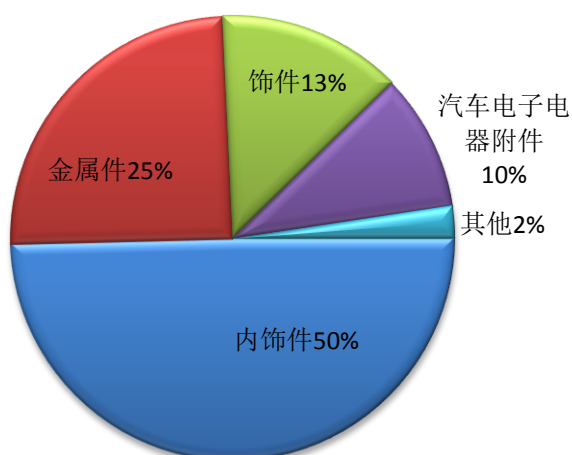
公司主要客户为上海大众、一汽大众、一汽轿车、长春佛吉亚、一汽丰田、康奈可（广州）汽车科技有限公司、延锋伟世通汽车饰件系统有限公司等。公司向前五名客户销售金额合计20.6亿元，占公司年度销售总额的61.79%。其中，直接或间接对上海大众配套的产品销售额约占公司合并报表销售总额的29.27%；

图 1：公司历年收入增速和零部件行业对比



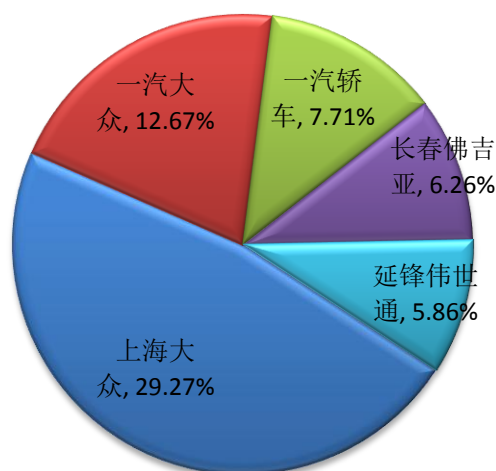
资料来源：WIND，南京证券研究所

图 2：2010 年公司各项业务占比



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 3：2010 年公司主要客户收入占比



资料来源：公司公告，南京证券研究所

表 1 公司主要控股参股公司 2010 年利润贡献情况

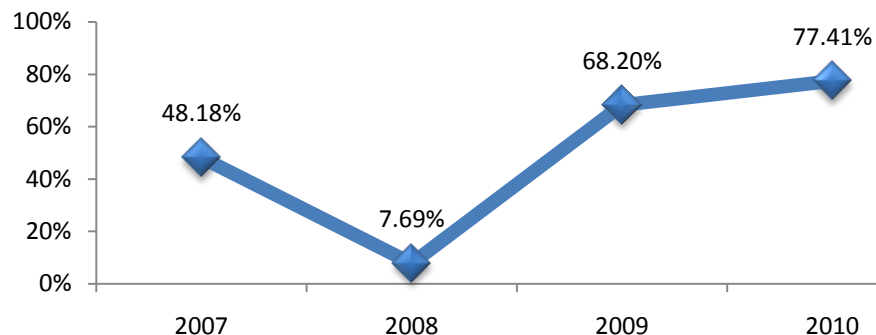
控股公司	持股比例	收入	贡献利润	贡献利润占比	主要产品	配套企业
长春华翔轿车消声器有限责任公司	90%	82308.5	15384.37	36.61%	消声器、排气系统总成	一汽大众、一汽轿车
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	50%	35980.3	4147.16	9.87%	内饰件总成、饰柱	上海大众、天津丰田
宁波玛克特汽车饰件有限公司	75%	31026.7	2434.44	5.79%	内饰件胡桃木	上海大众、一汽轿车
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	50%	25161.9	1860.4	4.43%	线路保护器	二次配套
上海大众联翔汽车零部件有限公司	100%	2,356.90	851.75	2.03%	为饰柱	上海大众、一汽轿车、华晨汽车
宁波安通林汽车零部件有限公司	50%	561418	587.8	1.40%	内饰门板及总成	上海大众、一汽大众、上海通用
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	50%	10,404.00	539.18	1.28%	汽车镜、汽车电器及组合仪表	上海大众、一汽大众、上海通用
公主岭安通林华翔汽车内饰件有限公司	47%	11,497.41	319.79	0.76%	内饰顶棚	一汽大众
宁波华翔汽车饰件有限公司	75%	3,319.71	306.26	0.73%	零部件涂装	上海大众、上海通用、上海汽车、一汽轿车
上海华新汽车橡塑制品有限公司	51%	8,397.43	415.61	0.99%	空调壳体	德尔福
宁波米勒模具制造有限公司	75%	1,168.46	69.54	0.17%	注塑模具	德尔福
上海华翔汽车部件设计公司	100%	435.00	39.37	0.09%		
参股公司	持股比例		投资收益	贡献利润占比	主要产品	配套企业
富奥汽车零部件股份有限公司	20%		13,762.14	32.75%	环境控制、转向及传动系统	一汽集团
长春弗吉亚排气系统有限公司	49%		9400	22.37%	排气系统	一汽集团
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	50%		559.43	1.33%	内外饰、冲压件	二次配套
上海宝得固塑料科技有限公司			42.5	0.10%	内外饰件	
成都井上高分子材料有限公司			12.1	0.02%	内外饰件	
投资收益汇总			23,776.17	56.57%		

资料来源：公司公告 南京证券研究所

2. 盈利能力分析：

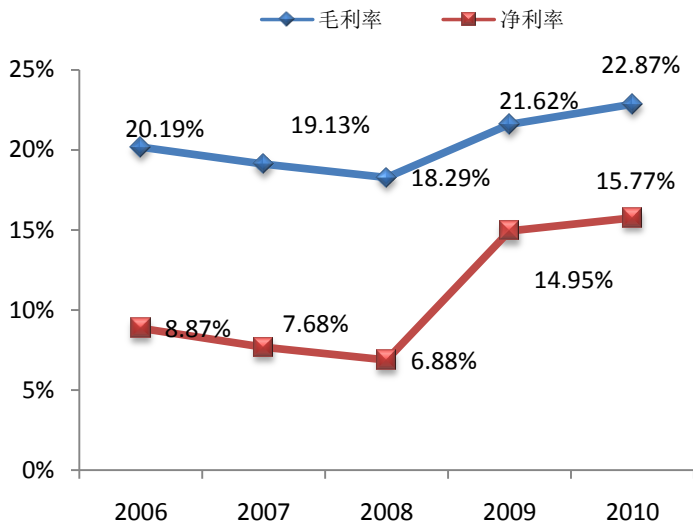
公司2010年扣除非经常损益后的净利润增速高达77.41%，毛利率比去年增加1.25个百分点，期间费用率比去年降低2.17个百分点，净利率比去年提高0.82个百分点。公司盈利能力较强，主要来源于公司从09年开始专注于内外饰件、金属件和汽车电子电器附件这些高毛利业务，以及公司随着客户范围扩大，规模效益开始显现，成本降低较为明显。

图 4：公司扣除非经常损益后的净利润增速



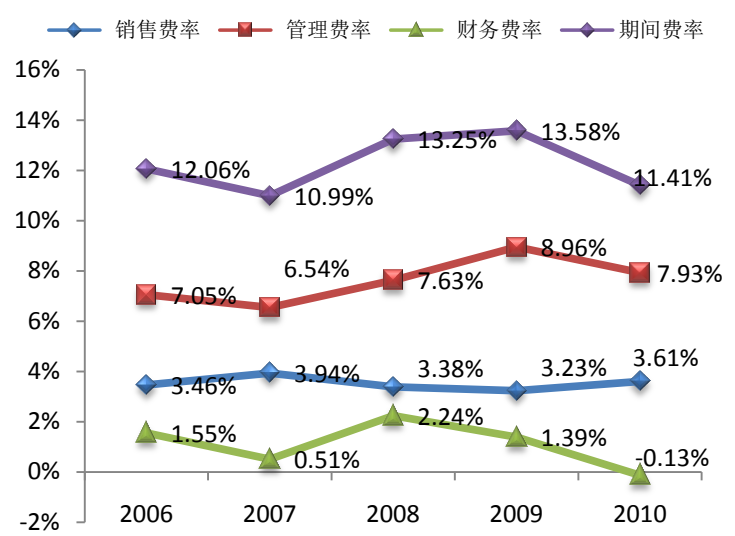
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 5：2010 年公司各项业务占比



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 6：2010 年公司主要客户收入占比



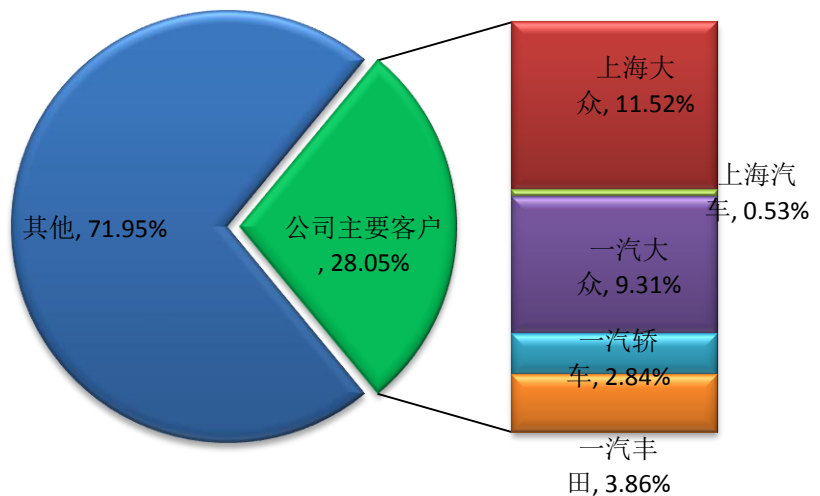
资料来源：公司公告，南京证券研究所

3. 公司竞争优势：

3.1 依托中高端客户，占领市场高点。

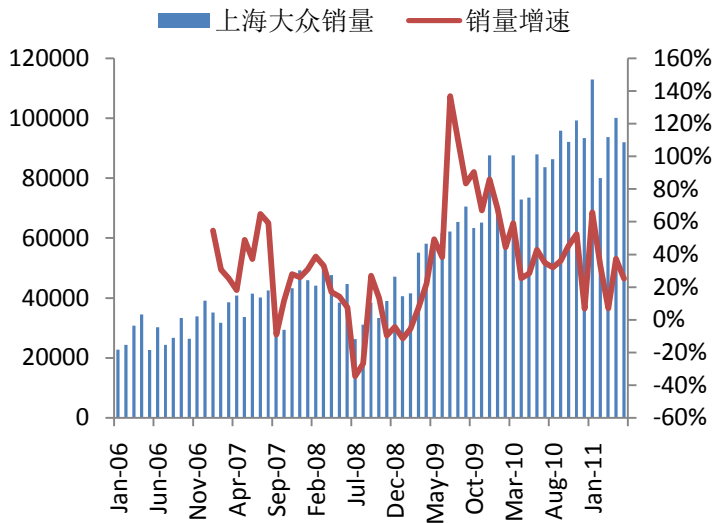
公司主要客户是上海大众、一汽大众、天津丰田、上海汽车产量约占国内轿车市场28%以上份额。尤其是公司的两大客户上海大众和一汽大众，占公司2010年收入的41.94%。南北大众的轿车销量数据将直接影响公司2011年的收入水平。2011年上海大众1-5月销量47.88万辆，同比增长32.14%，一汽大众1-5月销量38.7万辆，同比增长15.58%。

图 7：2011.1-5 月公司主要客户销量占比



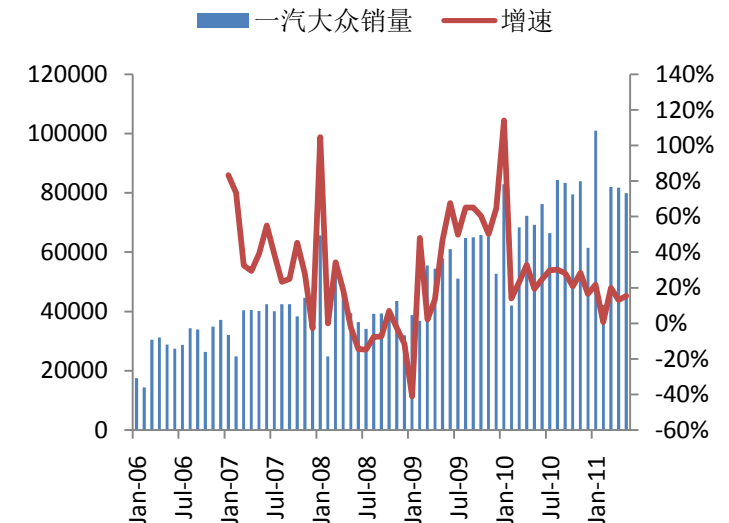
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 8：上海大众销量及增速



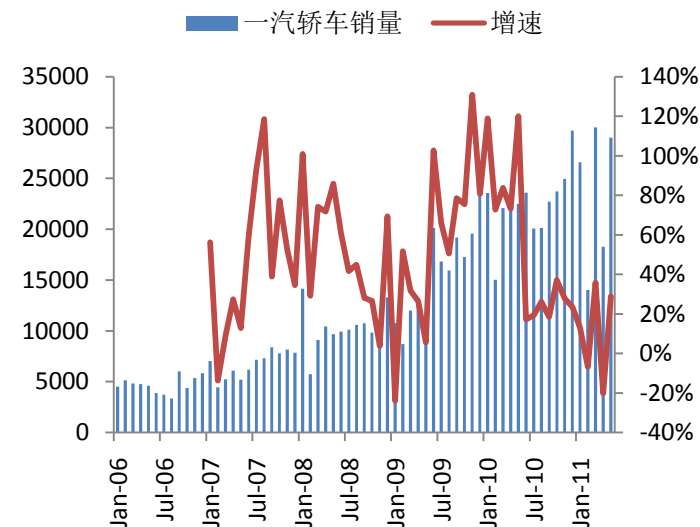
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 9：一汽大众销量及增速



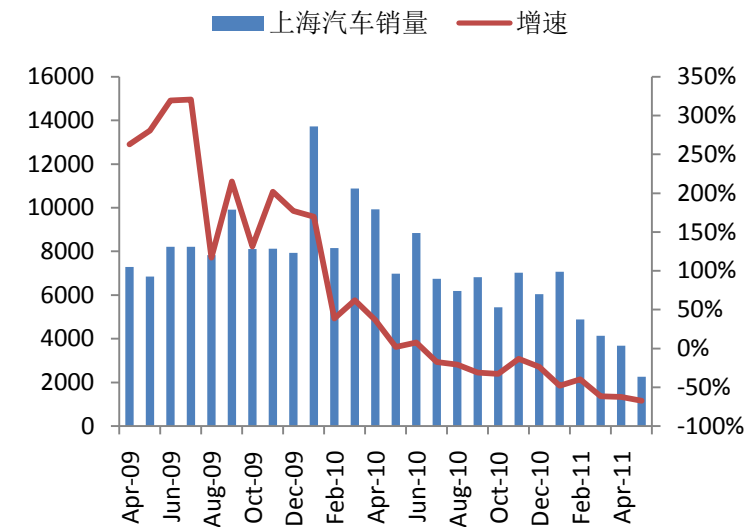
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 10：一汽轿车销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 11：上海汽车销量及增速



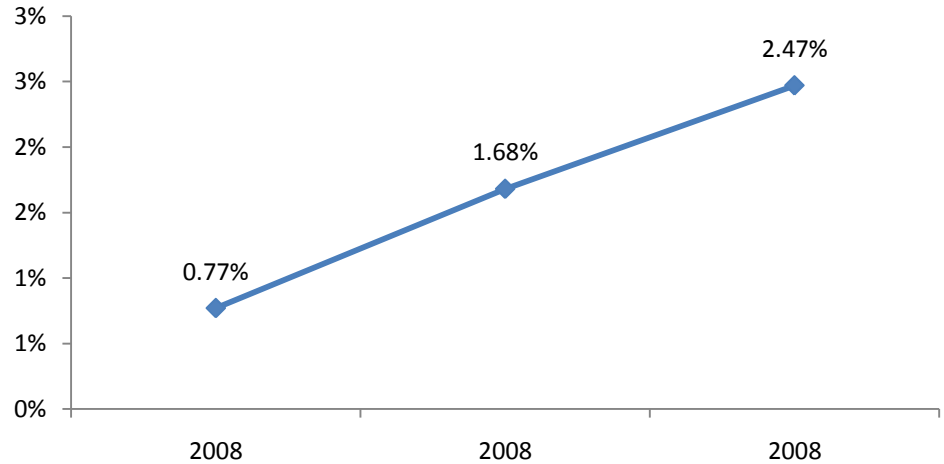
资料来源：CAAM，南京证券研究所

3.2 低廉成本、优质服务、持续研发投入助公司占有率逐步提升

内饰件、汽车线束均属劳动密集型产品，与国外汽车零部件企业产品相比，公司产品具有成本优势。与国内大型零部件厂商相比，公司总体规模上仍有一定的提升空间，规模化生产有利于进一步降低成本。服务优势是公司与其他企业竞争的最大优势，公司对客户的服务主要包括快速的客户反应，售前、售后服务，乃至从客户的角度对待产品研发、生产和制造等。公司2010年研发投入占收入比重为2.47%，从2008年至2010年投入的研发支出复合增长率高达99.58%，2010年，公司共开发了1524个新产品，比去年增长21%，承接了宝马和奔驰的开发项目，首次

参与了上海大众一新车型的仪表板和中央通道的结构设计，表明公司的研发水平又上了一个新台阶。

图 12：公司研发支出占收入比重



资料来源：公司公告，南京证券研究所

3.3 座椅业务有望突破，盈利能力将提升

公司2010年4月募集资金1.2亿引进两条座椅头枕、坐垫生产线，设计总产能为15万套/年，达产后预计年收入1.86亿，利润3372万，利润率高达18%。正式进入轿车座椅市场，座椅价格在内外饰件中占比达到50%，净利润在15%以上。我们预计2011年座椅业务将会开始接受订单，为公司打开新的增长点。

4. 近期诸多利好 VS 股价低迷

4.1 近期公司公布重大事项：

1. 与德国诗兰姆各出资50%设立宁波诗兰姆新能源和节水滴灌系统有限公司，介入全新的节水灌溉领域；2. 控股子公司井上华翔与ABC 香港各出资50%成立宁波艾倍思井华汽车零部件有限公司，主营汽车空气进气过滤系统；3. 与长春佛吉亚外方股东佛吉亚签署合作协议，扩大长春佛吉亚业务范围；4. 与西班牙安通林各出资50%在江苏仪征设厂，主营汽车内饰业务。5. 拟使用自有资金以不超过14.34元/股的价格回购公司股份，回购总额不超过2亿元，预计回购股份不超过1394万股，约占总股本的2.43%。

我们认为参股公司佛吉亚业务范围扩大对公司2011年中报和年报业绩形成较大利好。首先，业务范围扩大。在一汽集团及其关联企业的配套业务方面，在除山东、海南以外的中国地区的排气系统业务，长春佛吉亚拥有独家经营权，在现有客户基础上，目前新增一汽集团在成都、佛山、柳州、天津的工厂。（2）关于中国东北地区（黑龙江、吉林、辽宁）内现有主机厂的排气系统业务，长春佛吉亚拥有独家经营权，即在现有客户基础上新增一汽丰田、华晨宝马、华晨汽车、

沈阳通用、哈飞汽车等整车厂。(3)此外,长春佛吉亚可以在华北地区除现代汽车及商用车外的整车厂拓展业务。在合作协议中属于长春佛吉亚新增的独享区域和客户范围内,佛吉亚供货或已取得的订单将经商谈后转移至参股公司长春佛吉亚。若转移成功,2011年将对公司贡献投资收益大幅增加。其次,长春佛吉亚公司的投资收益对公司利润贡献较大, 2010年佛吉亚贡献的投资收益占公司净利润20.11%。每股约合0.16元。2011年贡献投资收益有望达到0.3元。

2亿元回购有利于提高公司股权集中度,构建估值底部,彰显管理层对公司发展充满信心。 公司以不高于14.34元的价格在六个月内进行回购,回购上线14.34相对于目前11.84元,有21.11%的溢价,对公司股价形成较大的短期利好。

4.2 未来公司重要看点

4.21 静待参股公司一汽富奥借壳上市

公司参股 20%的一汽富奥将借壳 ST 盛润(000030)上市。目前 ST 盛润(000030)公告显示将于 7 月 26 日前召开董事会审议重大资产重组事项及披露相关信息。一汽富奥总资产 59.5 亿元,注册资本 10 亿元,主要产品分为环境控制系统、转向及传动系统等六大体系,覆盖了重、中、轻、微型商用车和高、中、低档乘用车系列车型。2010 年收入年销售收入超过 56.1 亿元,净利润约为 7.8 亿元,对公司贡献投资收益 1.376 亿元,占公司净利润的 32.75%。 一汽富奥上市后,公司所持股价值将获得重估。我们参照一汽富维 2010 年 11.44 倍的 PE 来算,一汽富奥市值应在 89.54 亿左右,宁波华翔所持的股权价值也将达到 17.91 亿,约合每股股权价值 3.15 元。鉴于宁波华翔和一汽集团的客户关系,我们认为公司短期抛售一汽富奥股票的概率不大。所以股权价值对于公司更多的是一种象征意义。然而一般来说企业上市后,业绩会进入高速成长期,这也将为宁波华翔带来高额的投资收益。

表 2 参股公司一汽富奥上市后市值粗略估算及宁波华翔享有的股权价值

	主要产品	2010 年收入	净利润	静态 PE(2011.07.04)	总市值	宁波华翔持有一汽富奥的股权价值	约合每股股权价值
一汽富维	车轮、保险杠,外饰件等	61.82	6.18	11.44	65.36		
一汽富奥	地盘、传动、转向、悬挂、控制系统	56.14	7.82	11.44	89.54	17.91	3.15

资料来源:南京证券研究所

4.22 国际并购箭在弦上

公司的全球战略主要是要进入大众、通用等国际知名车企的全球供应体系,为其同步开发、全球配套。所以公司一直谋求通过收购国外知名零部件公司来获取技术、客户和品牌,来实现其全球战略。并购的目标企业应满足以下条件:(1)其核心技术在世界上排名前三甲;(2)健康平稳运行,至少不亏损;(3)原经营管理团队要保持稳定,有利于后续业务的开展。

2011年公司第四届董事会第五次会议决议公告中指出:拟在德国设立全资子公司,该公司总投资500万欧元,德国子公司将成为公司在欧洲收购兼并的平台,有助于引进国外先进技术,扩大公司的产品出口。 公司2011年1季度资产负债表中现金高达12.4亿,减去用来回购的2亿资金,公司账面现金仍高达10.4亿,足以支

撑国际并购的现金需求。随着并购工作逐步有条不紊的进行，我们认为国际并购有望在近期实现，若并购成功，公司将进入国际知名车企的全球采购体系，其盈利能力将会大幅提升。

4.3 股价低迷为哪般：“诸多利好集中释放” VS “行业萎靡+定向增发解禁”是错杀还是借利好出货？

二季度以来汽车板块因行业销售数据逐渐恶化，展开下跌行情。但从4月初到5月17日，公司处于利好公告密集发布期，公司股价受行业影响较小。当近期最后一个利好公告即回购方案出台后，公司股价出现较大幅度调整。5.16-5.25期间，华宝信托借助回购利好抛售1330万股，占流通股的2.34%。华宝信托借利好套现，表明其对汽车行业及公司的发展前景持谨慎态度。而其他机构仍坚定看好公司发展前景，并未抛售股票。进入6月份，随着5月份汽车行业销售数据的出炉，汽车行业环比、同比均呈现负增长，行业前景预期更加悲观，高市盈率的中小板汽车上市公司未来高成长性预期难以持续，跌幅较深，公司前期的诸多利好也无法挽回市场的悲观预期，公司股价大幅下挫。直到6.21大盘开始企稳反弹时，汽车零部件龙头企业华域汽车展开反弹行情，但公司股价仅伴随行业轻微反弹。我们认为六月份的下跌行情对于公司来说实属错杀，随着汽车行业预期的不断修正，以及参股公司一汽富奥上市和公司国际并购利好的兑现，公司可能会迎来真正的上涨行情。

图 13：近期宁波华翔走势分析



资料来源: WIND, 南京证券研究所

5. 财务分析

5.1 盈利能力分析

公司盈利能力在可比公司中处于顶端，其中销售净、毛利率高达17.77%，远高于16.7%的平均水平，位列可比公司的第一位。公司净利率15.77%，ROIC达到17.93%，均高于行业的平均水平，表明公司盈利水平较高。

表 3 2010 年可比公司盈利能力对比

证券简称	销售毛利率	销售净利率	加权 ROE	ROIC
华域汽车	15.73%	10.18%	18.68%	15.70%
一汽富维	5.93%	10.00%	29.79%	27.69%
万向钱潮	17.67%	6.04%	14.22%	9.04%
东风科技	19.19%	9.48%	37.04%	19.69%
中位数	16.70%	9.74%	24.24%	17.70%
宁波华翔	22.87%	15.77%	18.79%	17.93%

资料来源：wind，南京证券研究所

5.2 偿债能力分析

公司流动比、速动比、资产负债率均位于可比公司中第一位，远高于平均水平，表明公司偿债能力强，应对不确定性风险的能力较高。

表 4 2010 年可比公司偿债能力对比

证券简称	流动比率	速动比率	已获利息倍数	资产负债率
华域汽车	1.51	1.28		46.03%
一汽富维	1.43	0.95	84.03	29.08%
万向钱潮	1.35	1.02	8.17	50.00%
东风科技	1.02	0.90	15.86	61.05%
中位数	1.39	0.98	15.86	48.01%
宁波华翔	2.33	1.80		26.67%

资料来源：wind，南京证券研究所

5.3 营运能力分析

公司存货周转率、总资产周转率低于可比公司中的平均水平，只有应收账款周转率略高于平均水平，表明公司运营能力仍有提高空间，资金使用效率较低，处于行业中下游。

表 5 2010 年可比公司运营能力分析

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
华域汽车	13.01	8.18	1.39
一汽富维	13.81	17.07	2.11
万向钱潮	5.42	7.76	1.13
东风科技	16.32	4.72	1.55
中位数	13.41	7.97	1.47
宁波华翔	5.09	9.19	0.98

资料来源：wind，南京证券研究所

5.4 期间费用率分析

公司成本控制能力在可比公司中处于下游水平，除财务费率低于可比公司平均水平外，其余三项费用率均较高。表明公司成本控制能力仍有提升空间。

表 6 2010 年可比公司期间费用对比

	销售期间费用率	营业费率	管理费率	财务费率
华域汽车	7.86%	1.45%	6.47%	-0.06%
一汽富维	3.67%	0.46%	3.06%	0.16%
万向钱潮	10.84%	3.02%	6.79%	1.03%
东风科技	10.98%	3.44%	6.77%	0.77%
中位数	9.35%	2.23%	6.62%	0.46%
宁波华翔	11.41%	3.61%	7.93%	-0.13%

资料来源：wind，南京证券研究所

6. 公司投资逻辑与估值

6.1 公司 2011 年投资逻辑：内延式增长确定性强》外延式增长有望取得突破。

1. 公司主要客户上汽大众、一汽大众等均保持了较好的增速，座椅业务有望成为公司新的增长引擎，在汽车行业萎靡的情况下，我们认为公司2011年增长确定性高。

2. 长春佛吉亚业务范围扩大，2011年为公司贡献的投资收益有可能将翻倍。

3. 一汽富奥上市在即，为公司带来股权价值重估，以及稳定的快速增长的股权投资收益，是公司今年的一大亮点。

4. 国际并购值得期待，随着公司在德国成立全资子公司，建立欧洲收购兼并的平台。公司国际并购迈开了坚实的一步，我们认为公司并购有望今年取得突破。

我们的投资逻辑是按业绩增长确定性排序：主要客户销量增速稳定，公司业绩增长确定性高》长春佛吉亚范围扩大，投资收益有望翻倍》一汽富奥上市在即，投资收益贡献有望大幅增加》国际并购值得期待。

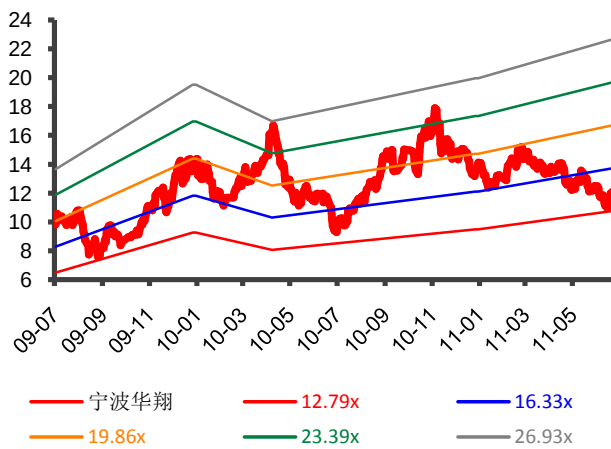
6.2 盈利预测与估值

在行业增速大幅下滑的悲观预期下，我们将采取较保守的估计，没有把佛吉亚范围扩大、一汽富奥上市和国际并购带来的盈利增加算进公司2011年的收入里。我们预测公司2011/12/13年EPS分别为1.01元/1.34元/1.76元，目前对应的股价为12.02元(2011.7.01)，2011/2012 PE分别为11.9X和8.9X，处于历史较低水平。横向比较其它汽车零部件公司的估值水平，我们认为宁波华翔的估值水平处于行业中下游，具有安全边际。我们给予公司2011年15倍的PE，公司2011年的价格为15.15元，因此我们给予“强烈推荐”评级。

表 7：可比公司盈利预测及估值表

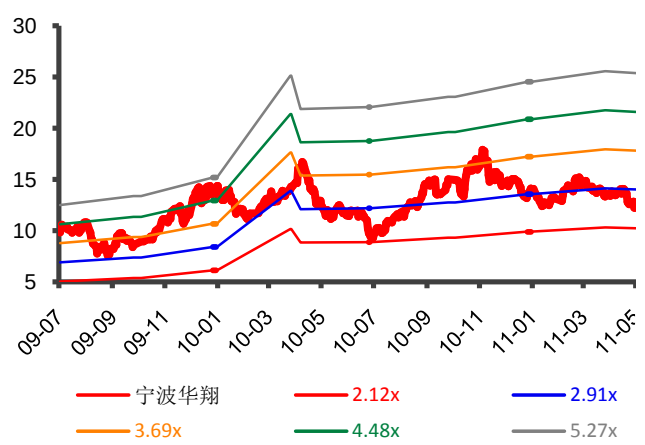
代码	简称	总市值	收盘价	EPS			PE			PB			三年复合增长率	PEG	投资评级
			2011/7/1	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
600418.SH	华域汽车	293	11.34	0.59	0.99	1.24	19.22	11.45	9.15	2.67	2.20	1.87	28.09%	10.53	强烈推荐
600742.SH	一汽富维	61	29.03	1.67	2.69	3.23	22.14	13.75	11.45	4.74	3.74	2.96	24.59%	0.56	推荐
000559.SZ	万向钱潮	136	8.53	0.34	0.39	0.48	25.09	3.03	17.77	2.82	2.42	2.32	18.82%	0.16	强烈推荐
600081.SH	东风科技	32	10.31	0.52	0.66	0.79	19.83	15.62	13.05	4.69	3.68	2.93	23.26%	0.67	推荐
中位数							20.99	12.60	12.25	3.75	3.05	2.63	23.93%	0.62	
002084.SZ	宁波华翔	68	12.02	0.74	1.01	1.34	16.2	11.9	8.9	2.6	2.2	1.8	24.52%	0.55	强烈推荐

图 14：宁波华翔 历史 PE band



资料来源：wind，南京证券研究所

图 15：宁波华翔 历史 PB band



资料来源：wind，南京证券研究所

资产负债表		单位：百万元		
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1163.2	1190.8	1744.4	1968.8
应收与预付款	624.3	798.8	1022.9	1336.0
存货	564.6	911.7	969.0	1464.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	627.5	967.5	1397.5	1964.5
固定资产	707.2	651.6	586.0	512.5
无形资产	133.8	127.9	127.0	121.0
其他	67.0	33.5	0.0	0.0
资产总计	3891.7	4685.4	5849.8	7369.5
短期借款	62.2	0.0	0.0	0.0
应付和预收款	845.5	1039.1	1326.0	1694.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	17.9	17.9	17.9	17.9
负债总计	925.6	1057.0	1343.9	1712.6
股本	567.1	567.1	567.1	567.1
资本公积	1002.1	1002.1	1002.1	1002.1
留存收益	1073.8	1591.8	2278.2	3178.5
股东权益合计	2966.1	3628.4	4505.9	5656.9
少数股东权益	323.0	467.3	658.4	909.2
归属母公司股权	2643.0	3161.1	3847.5	4747.7
负债和股东权益	3891.7	4685.4	5849.8	7369.5

现金流量表		单位：百万元		
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33147.5	17232.4	64149.5	32729.5
净利润	28890.9	37967.2	52350.3	68363.3
折旧摊销	13179.0	14551.6	14551.6	12494.6
财务费用	460.8	(248.2)	(330.1)	(417.3)
投资损失	3450.7	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	(7803.5)	(32803.1)	549.7	(43951.2)
其他	(4721.3)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(9777.3)	(5000.0)	(4500.0)	(4500.0)
资本支出	0.0	5000.0	4500.0	4500.0
长期投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	50244.5	(9470.0)	(4296.7)	(5789.4)
短期借款增加	0.0	(6217.9)	(0.0)	(0.0)
长期借款增加	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	1583.7	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	73635.7	2762.4	55352.8	22440.1

利润表		单位：百万元		
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3333.1	4294.9	5500.9	7124.0
营业成本	2570.8	3301.5	4206.0	5441.3
营业税金及附加	8.4	10.8	13.8	17.9
销售费用	120.4	152.5	185.4	237.9
管理费用	264.2	348.7	430.7	557.1
财务费用	(4.4)	(14.8)	(3.0)	(2.8)
资产减值损失	34.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	237.8	340.0	430.0	567.0
营业利润	576.9	846.2	1128.0	1478.5
营业外收益	2.3	0.0	0.0	0.0
利润总额	579.3	846.2	1128.0	1478.5
所得税	53.6	126.6	174.5	227.9
净利润	525.6	719.7	953.5	1250.6
少数股东权益	105.4	144.3	191.1	250.7
归属于母公司净利润	420.3	575.4	762.4	999.9

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长与盈利能力				
营收增长率	18.5%	28.9%	28.1%	29.5%
净利润增长率	25.0%	36.9%	32.5%	31.2%
EBITDA 增长率	8.9%	36.2%	28.3%	25.9%
毛利率	22.9%	23.1%	23.5%	23.6%
净利润率	15.8%	16.8%	17.3%	17.6%
EBITDA/营收	21.3%	22.5%	22.6%	21.9%
ROE	15.9%	18.2%	19.8%	21.1%
ROA	14.9%	17.5%	18.7%	19.5%
偿债与营运能力				
流动比率	1.95	1.90	2.07	1.94
速动比率	1.95	1.90	2.07	1.94
总资产周转率	85.6%	91.7%	94.0%	96.7%
存货周转率	4.55	3.62	4.34	3.72
应付账款周转率	6.37	6.26	6.38	6.23
业绩与预测指标				
EPS	0.74	1.01	1.34	1.76
EBITDA	709.75	966.91	1,240.50	1,561.68
BPS	4.66	5.57	6.78	8.37
PE	16.2	11.9	8.9	6.8
PB	2.6	2.2	1.8	1.4

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。