

欧美市场复苏短期仍有波动

事件：公司发布修正公告：预计 2011 年 1—6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 5%—15%，低于预期。

研究结论

- **欧美市场复苏短期波动不改长期成长趋势。**我们依然对未来三年欧美地产复苏持乐观态度，公司未来的成长性假设也基于此。故欧美房地产的复苏短期内的反复将不会成为重要因子。根据我们对美国地产大周期的分析，预计公司未来三年海外销售 CAGR 超过 31.2% 是大概率事件。我们看好公司的成长潜力，预计 2013 年海外销售将突破 6.68 亿美元。
- **短期生产因素造成业绩成长速率的下滑。**短期因素累计或是业绩低于预期的主因；首先是公司上游代工企业多处于限电严重的江浙地区，其次是人民币升值对公司的成本转嫁能力的压力。由于负面因素多为短期因子，我们预计三季度生产销售情况有望得到好转，盈利能力也将适当回升。
- **三季度成为全年关键，圣诞效应将开始显现。**全年整体形势仍将依赖欧美景气度。三季度是公司销售的传统旺季，圣诞节的效应十分明显。欧美地产销售状况与消费者信心指数将成为动态领先指标。
- **人民币升值压力趋减，长期机遇可见。**人民币升值压力有所缓解，公司产品结构调整有望进一步缓解盈利空间缩小的压力。我们认为公司核心竞争力还将是海外业务的进一步拓展，除了内生式的发展更重要的是渠道的假设，垂直性的并购将成为公司的最大看点，人民币的升值将提高公司资金的使用效率，与之相比，升值对公司盈利形成的短期压力较小。
- **风险因素：**欧美市场需求的周期波动，不可抗力对外协产品产能造成的不确定性；人民币大幅升值带来的汇兑风险。
- **盈利预测与投资评级。**根据目前销售数据，美国房地产市场复苏过程将低于我们预期，我们对 2011—2013 年公司的盈利预测进行调整，幅度分别为 -7%、-6% 与 +6%，调整后预计的 EPS 分别为：0.70、1.00 和 1.29 元。给予市盈率 25 倍，对应目标价为 17.50 元，维持公司增持评级，建议长期关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

zhoufw@orientsec.com

执业证书编号：S0860200010048

联系人

胡耀文

8621-50366888 × 6103

huyaowen@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 14 日) 16.26 元

目标价格 17.50 元

总股本/流通股 (亿股) 5.07 / 1.27

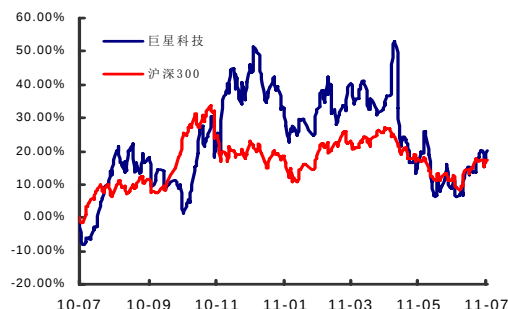
A 股市值 (亿元) 80.87

国家/地区 中国

行业 机械制造

报告发布日期 2011 年 7 月 15 日

股价表现



重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,882	2,544	3,549	4,543
同比(%)	20%	35%	39%	28%
归属母公司净利润	268	351	508	653
同比(%)	24%	31%	45%	29%
毛利率(%)	29.9%	29.8%	29.8%	29.8%
ROE(%)	10.3%	13.0%	15.8%	16.9%
每股收益(元)	1.06	0.69	1.00	1.29
P/E (倍)	30.18	23.06	15.93	12.38
P/B (倍)	2.99	2.52	2.09	1.67
EV/EBITDA	5	6	4	3

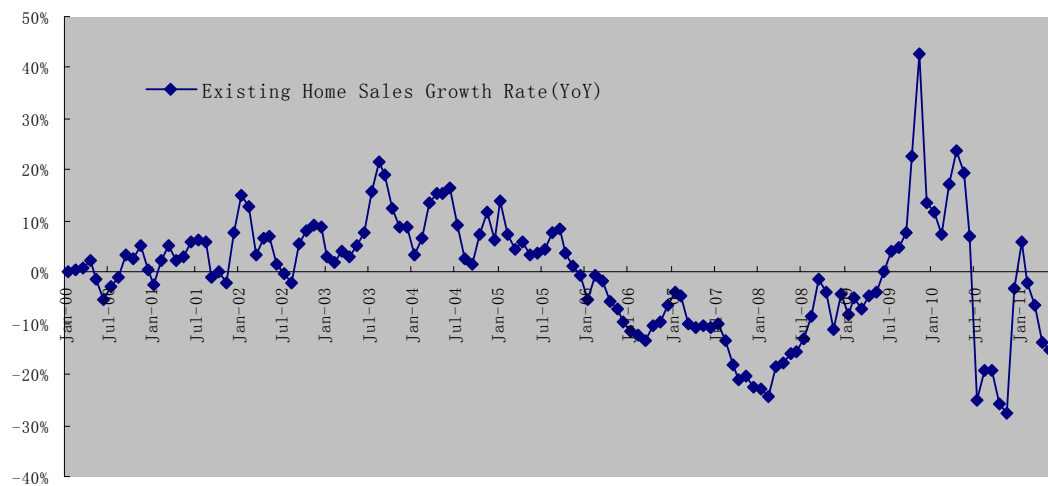
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

欧美地产销售数据同比增速有所下滑



资料来源：National Association of Realtors、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

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	2,612	2,649	3,047	3,794	营业收入	1,882	2,544	3,549	4,543
现金	1,962	1,715	1,694	1,999	营业成本	1,320	1,785	2,490	3,188
应收账款	486	657	917	1,174	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	56	36	50	64	营业费用	76	107	145	185
预付账款	11	71	149	255	管理费用	94	132	192	245
存货	94	143	199	255	财务费用	33	40	26	27
其他	3	27	37	47	资产减值损失	4	5	5	5
非流动资产	300	501	792	832	公允价值变动收	-	-	-	-
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	0	5	5	5
固定资产	199	403	706	788	营业利润	355	477	692	892
无形资产	71	63	55	47	营业外收入	12	5	5	5
其他	12	18	14	(20)	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	2,911	3,150	3,839	4,626	利润总额	362	480	695	895
流动负债	271	357	463	569	所得税	88	120	174	224
短期借款	7	50	50	50	净利润	274	360	522	671
应付账款	187	214	299	383	少数股东损益	6	10	14	18
其他	76	93	114	137	归属于母公司净	268	351	508	653
非流动负债	-	45	106	116	EBITDA	682	558	777	991
长期借款	-	45	106	116	EPS (元)	1.06	0.69	1.00	1.29
其他	-	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	271	402	570	685	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	33	42	56	74	成长能力				
股本	254	507	507	507	营业收入	20.3%	35.1%	39.5%	28.0%
资本公积	1,704	1,704	1,704	1,704	营业利润	23.7%	34.6%	45.0%	28.8%
留存收益	651	495	1,003	1,656	归属于母公司净	24.5%	30.9%	44.8%	28.7%
归属母公司股东权益	2,608	2,706	3,213	3,867	获利能力				
负债和股东权益	2,911	3,150	3,839	4,626	毛利率	29.9%	29.8%	29.8%	29.8%
现金流量表					净利率	14.2%	13.8%	14.3%	14.4%
单位:百万元					ROE	10.3%	13.0%	15.8%	16.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.1%	13.6%	15.7%	16.8%
经营活动现金流	473	283	383	402	偿债能力				
净利润	274	360	522	671	资产负债率	9.3%	12.8%	14.8%	14.8%
折旧摊销	294	191	294	272	净负债比率				
财务费用	33	40	26	27	流动比率	9.65	7.41	6.58	6.67
投资损失	(0)	(5)	(5)	(5)	速动比率	9.31	7.01	6.15	6.22
营运资金变动	(162)	(213)	(303)	(328)	营运能力				
其它	34	(90)	(150)	(236)	总资产周转率	0.98	0.84	1.02	1.07
投资活动现金流	(178)	(324)	(439)	(80)	应收账款周转率	4.12	4.45	4.51	4.35
资本支出	(141)	(315)	(429)	(70)	应付账款周转率	6.22	8.89	9.71	9.36
长期投资	-	0	-	-	每股指标 (元)				
其他	(37)	(9)	(10)	(10)	每股收益	0.53	0.69	1.00	1.29
筹资活动现金流	1,733	(207)	35	(17)	每股经营现金流	1.87	1.12	1.51	1.59
短期借款	3	43	-	-	每股净资产	5.34	6.34	7.63	9.56
长期借款	-	45	61	10	估值比率				
普通股增加	64	-	-	-	P/E	30.18	23.06	15.93	12.38
资本公积增加	1,704	-	-	-	P/B	2.99	2.52	2.09	1.67
其他	(37)	(295)	(26)	(27)	EV/EBITDA	4.76	5.82	4.18	3.28
现金净增加额	2,028	(247)	(20)	305					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn