

今年出口增长明显，向目标稳步迈进

 评级：**增持-A**

上次评级：

 目标价格：**34.80 元**

期限：6 个月 上次预测：

现价（2011 年 07 月 15 日）：28.75 元

 报告日期：**2011-07-18**

报告关键点：

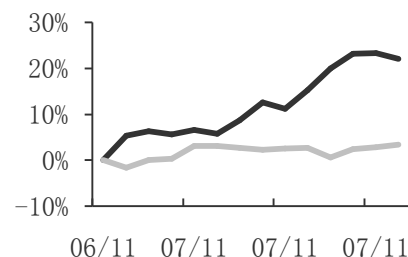
- 我国轮胎模具行业仍有增长空间
- 公司竞争优势明显，出口增长较快，市场份额将稳步上升
- 公司存在介入其它新产品的可能，给予增持-A 的评级投资

报告摘要：

- 下游轮胎行业的产能仍在向发展中国家转移。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
- 我国轮胎模具行业仍有增长空间。主要在于以下几个方面：模具同样存在产能向发展中国家转移（受到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）；轮胎要求提升（在全球贸易保护政策下，我国轮胎的产品质量、品种有上升的必要和趋势）；我国汽车轮胎子午化率仍有提升空间；我国汽车存量增长；下游汽车、轮胎行业的竞争加大带来模具需求的上升。（行业更多情况详见我们2011年2月25日的巨轮股份深度报告《产品梯队明晰，受益轮胎需求增长》）
- 公司竞争优势明显，市场份额将稳步上升。目前公司轮胎模具的国内市场占有率在25-30%之间，在全球的市场份额大约在4%左右。我们预计其市场份额将稳步提升，原因主要在于其竞争优势明显。其中核心竞争力在于技术与成本优势。
- 我们预计公司今年出口增长较快，毛利率稳中有升。公司募投项目进展顺利，我们预计公司今年收入增加30%左右，其中增加最快的可能是乘用车胎模具（增幅在40-50%之间，增长较快主要是以前公司先满足载重车和工程车胎模具需求；出口也以乘用车胎模具为主）；就区域来看，出口增长明显高于国内（公司国外大客户不少是2007年开始接触的，一般新客户会有两三年的准备以及产品验收过程，因此今年开始国外客户的订单增长明显）。
- 公司存在介入其它新产品的可能，给予增持-A 的投资评级。我们预计2011-2013 年公司每股收益分别为1.29元、1.61元和2.08元，净利润复合增长率30%左右。由于公司存在介入其它产品的可能，因此存在业绩超预期的可能性，我们认为公司估值适用的2011年动态市盈率在25-27倍之间，按此计算合理价格在32.2-34.8元。与当前股价相比仍有一定空间，给予增持-A 的投资评级。
- 风险提示：对下游轮胎行业依赖较大；竞争加剧；轮胎再制造推广带来的风险；汇率风险；国际贸易保护政策；管理风险

总市值(百万元)	5,750.00
流通市值(百万元)	1,150.00
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	40.00
12 个月最低/最高	23.50/29.58 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



豪迈科技 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.89	28.98	2.53
绝对收益	22.13	22.13	22.13

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	772.0	964.8	1,242.2
Growth(%)	7.9%	32.6%	28.6%	25.0%	28.7%
净利润	151.1	188.1	257.4	322.9	415.8
Growth(%)	10.4%	24.5%	36.8%	25.4%	28.8%
毛利率(%)	47.9%	48.3%	48.3%	48.4%	48.5%
净利润率(%)	33.4%	31.3%	33.3%	33.5%	33.5%
每股收益(元)	0.76	0.94	1.29	1.61	2.08
每股净资产(元)	2.08	3.03	10.06	11.35	13.01
市盈率	38.4	30.9	22.6	18.0	14.0
市净率	13.9	9.6	2.9	2.6	2.2
净资产收益率(%)	36.2%	31.1%	12.8%	14.2%	16.0%
ROIC(%)	35.2%	36.9%	37.0%	22.7%	23.6%
EV/EBITDA	24.2	17.8	14.9	11.8	9.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%

前期研究成果

 豪迈科技：努力成为全球轮胎模具主导
 产商之一

2011-06-10

1. 轮胎模具行业情况介绍

1.1. 下游轮胎行业的产能向发展中国家转移仍在进行中

- 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。
- 全球轮胎厂之间的竞争在加大，尤其是来自发展中国家的竞争，原来国外几家品牌占 55% 以上，但现在只有 50%，就发展趋势来看，未来还会下降。

1.2. 我国轮胎模具行业仍有增长空间

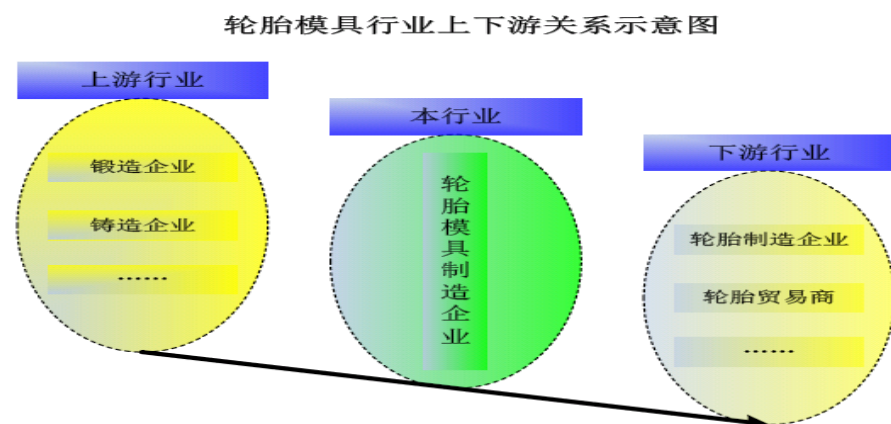
未来行业需求保持增长，主要在于模具的产能转移、轮胎要求提升、汽车存量增长。

（行业更多情况详见我们 2011 年 2 月 25 日的巨轮股份深度报告《产品梯队明晰，受益轮胎需求增长》）

1.2.1. 行业目前状态

- 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（下半年略好于上半年）。一般来讲，第三季度会是订单较多的时期，5 月份是订单低谷期。
- 但从我国轮胎需求结构来看，出口占 40% 以上（主要用于国外车辆的更新胎市场），给国内新车配套的约占 25%-30% 左右，因此新车产量的波动虽然对轮胎模具的需求会有影响，但影响更大的还是存量更新需求。

图 1 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

- 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。
- 目前产品出口退税 15%，短期内取消的可能性很小，因为是国内鼓励出口的。内销增值税退税 2010 年才取消，一直说会有新政策替代，但目前为止并未有消息。
- 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。

1.2.2. 我国轮胎模具行业未来两年仍有发展前景

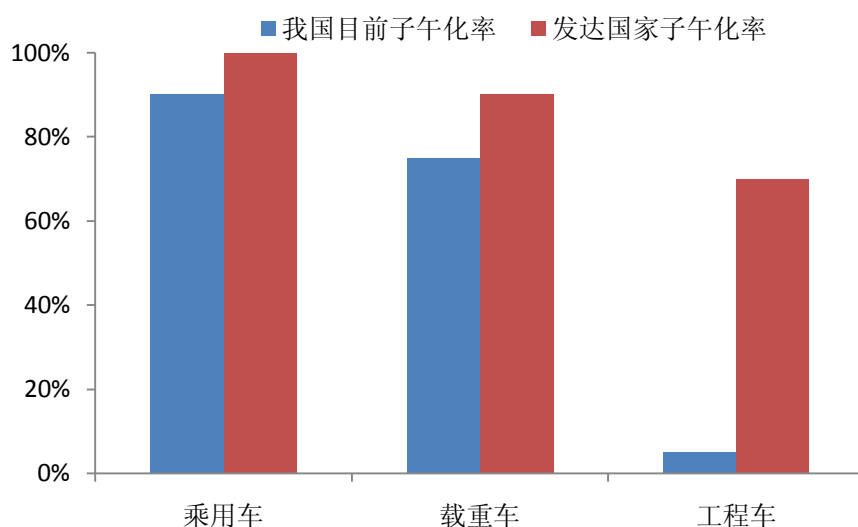
1.2.2.1. 我国轮胎的产品质量、品种有望提高，进而带动模具行业的需求增长

- 我国出口轮胎产品结构不合理，存在着出口企业为抢夺国际市场而大幅降价的恶性竞争、出口轮胎存在安全质量隐患、产品档次低（以斜交胎为主）、出口市场结构不合理（出口国家以发展中国家为主）等现实问题。一方面，随着我国出口轮胎在国际市场占有率的快速提高，遭遇国外技术壁垒及反倾销因素大大增加，迫切需要加强检验监管，另一方面，由于相应的进出口轮胎管理法规、检验标准不健全，各地检验检疫机构在实际工作中面临许多难题，影响了执法把关效能的全面提升，出口轮胎的质量、品种结构、市场走向亟须提高与调整。
- 欧盟要求轮胎供应商必须为货物加贴有燃料效率级别等内容的背胶标签。要求各成员国最迟应于 2011 年 11 月 1 日采用并公布符合该指令的法律、法规和管理规定，自 2012 年 11 月 1 日起正式实施。因此今年下半年可能会要求轮胎贴标签。这有可能会加快新轮胎模具的需求。
- 明年美国特保案到期，但就目前经济形势来看，有可能会象欧盟学习采用技术壁垒，提高产品要求。

1.2.2.2. 我国子午化率仍有提升空间

- 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。

图 2 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。

1.2.2.3. 轮胎模具的产能也在向发展中国家转移

- 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。
- 例如：美国固特异曾经把相同的产品交给公司以及自己的模具厂，结果是公司做好并运到美国，其自己的模具厂还没完成，并且其最后成本价比公司的销售价还高（一方面是国外员工成本高，另一方面是设备旧、工艺差）。随后固特异关闭了两个自有的模具厂（规模大约 1 亿美元左右）。结合前面的保密性下降来看，公司未来产品的出口竞争力明显，市场空间较大。（公司目前已经是固特异最大的外购模具供应商，其关闭自身模具厂，公司很可能是最大受益者）

1.2.2.4. 其它

- 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

表 1 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

2. 公司竞争优势明显，市场占有率有望不断上升

2.1. 当前行业竞争格局

- 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 1 公司主要竞争对手

公司的竞争对手	
国内	巨轮股份、天阳模具、山东万通、沈阳子午线
国外	美国 Quality、德国 AZ、德国 HEBERT、韩国世和

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

- 目前公司轮胎模具的国内市场占有率在 25%-30% 之间，位居行业前列。

- 目前公司在全球的市场份额大约在 4% 左右。

2.2. 公司竞争优势明显

- 技术与成本优势是其核心竞争力

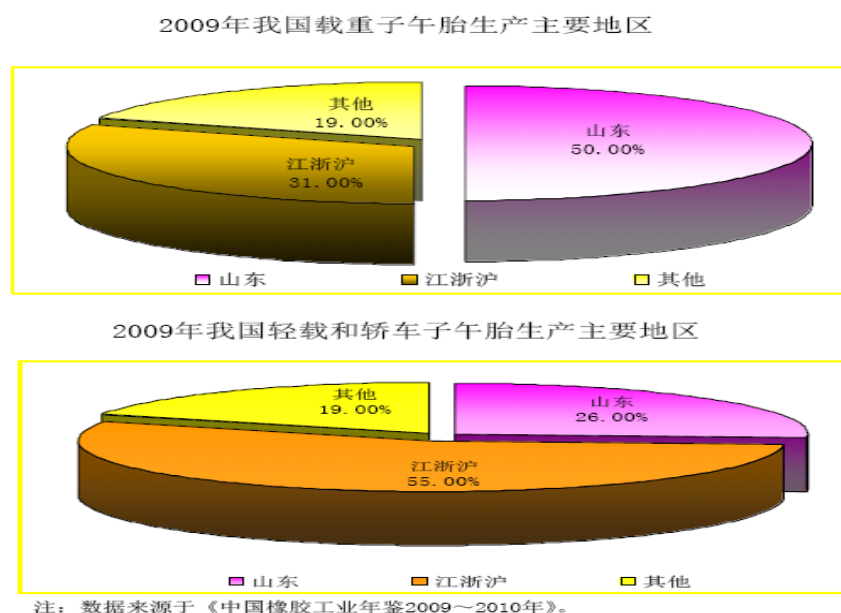
参与起草了《轮胎外胎模具》行业标准

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 6 个百分点)。

- 地域优势

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。公司地处山东,存在一定的地域优势。

图 3 我国轮胎生产分布图



数据来源：中国橡胶工业协会，安信证券研究中心

- 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。

2.3. 公司发展趋势

- 公司目前重点开拓国际市场，由于其竞争优势明显，我们预计其市场份额将稳步

提升。

- 从空间上看，我们预计从目前的 4%左右提升至 15%以上(也就是说，即使行业总容量不变，公司的收入规模也将在 20 亿元以上)。如果未来产能完全向发展中国家转移，有可能公司到时的市场份额为目前国内 25-30%，那收入规模有可能达 40 亿元。

3. 公司当前经营状况

3.1. 收入稳定增长

- 我们预计公司上半年收入增加 30%左右。从各类模具产品来看，增加最快的可能是乘用车胎模具；就区域来看，出口增长明显高于国内。
- 我们预计今年公司乘用车胎模具的增幅在 40-50%之间(增长较快主要是以前乘用车胎模具单价低，公司主要保载重车和工程车胎模具需求；出口也以乘用车胎模具为主)；载重车胎模具相对平稳，巨胎模具增幅低于乘用车（固特异今年开始基本把巨胎模具全部给公司做了）
- 公司国外大客户不少是 2007 年开始开拓的，2008 年以后开发了一些国外的小客户。一般新客户会有两三年的准备以及产品验收过程，因此今年开始国外客户的订单增长明显，其中来自固特异的订单增幅就超过 100%。预计今年出口占比将明显提升。
- 雕刻、电火花、铸造三种不同工艺公司都有，公司会就产品交货期、要求等因素来选择用哪种加工方式，由于公司电火花设备均是自己提供，因此产能相对充足，所以目前公司 70-80%都用电火花来加工。
- 巨胎硫化机产品今年可能不会太多。原来因橡胶配方等原因，我国的巨胎产品质量不达欧洲标准。但国内已有轮胎产家在用公司的巨胎硫化机试产，预计未来有可能突破；此外，公司也会通过出口方式实现销售增长。

3.2. 募投项目进展

- 按项目可行性研究报告，募集资金投资项目全部达产后，将新增营业收入 7.2 亿元，新增净利润 2.1 亿元左右。其中：
- 子午线轮胎模具项目中的精锻铝目前已有一条线投产，月产 100 副，还有一条线在安装中。预计明年底该项目能全部投产；
- 精密铸锻项目已接近尾声，部分已开始生产了。但考虑到调试等过程，今年可能贡献不大，但明年 6 月份左右就基本能达产，预计届时会满足 70-80%的自用需求；
- 巨胎硫化机需求还未出来，投入暂缓，但设备通用性好，目前已具备批量生产能力；
- 研发中心项目投入正常。

表 3 募集资金项目概况

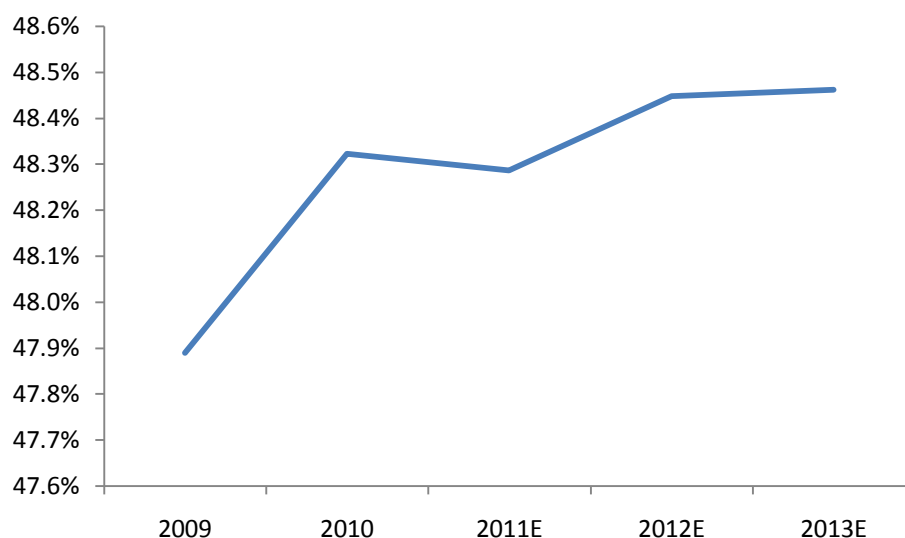
项目名称	投资金额(万元)
精密子午线轮胎模具项目	34,912
高档精密锻铸中心项目	21,651
巨型子午线轮胎硫化机项目	11,197
轮胎模具工程研究开发中心项目	4,022

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 不考虑竞争，公司毛利率将稳中有升

- 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。
- 产品相对成熟，就单个市场来看毛利率相对稳定。
- 但结构调整有利于毛利率上升：公司出口产品比重增加，今年预计能提高到 40% (去年 26% 左右)，而出口产品毛利率相对较高。出口产品要求高，成本也高，但单价也比国内贵 30% 左右，加上出口退税，目前毛利率会比国内高至少 2-3 个百分点左右，而且规模上去后应该会更高。
- 向上游延伸提升毛利率空间：募投项目精密铸锻项目投产后产品的毛利率相应上升，估计幅度在 1-3 个百分点之间。
- 与同行上市公司巨轮股份相比，公司毛利率要高 10 个百分点。我们认为这主要是因为前述加工设备上差异带来的，再加上公司出口产品比重相对较高、部分产品价格也高的原因造成的。而这些因素短期内均不会有太大改变。
- 综合来看，即使考虑到未来竞争加大，公司产品的毛利率也将相对稳定

图 4 公司毛利率相对稳定



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

3.4. 应收帐款风险不大

- 2008 年危机时放宽信用期，现在经济正常了，产品销售又回到原来的信用期，因此应收帐款周转率开始回归正常
- 公司收入增长较快，在这一阶段，3331 的付款方式会使得应收帐款周转率低于以后稳定发展期
- 模具属于特殊商品，其应收帐款回款率较好，风险不大。

3.5. 存在介入生产其它产品的可能性

- 轮胎防爆产品
样品已出，等待市场接受。

- 实际控制下属的关联企业有较多新产品，而这些新产品的生产与销售资金需求量大，不排除未来在成熟后转给上市公司发展的可能性。

比如，豪迈制造有不少盈利能力不错的产品，其成立目标是为了高端装备制造向中国转移。目前主营业务是以进料加工、来料加工、购料加工为主的机械零部件加工，该公司盈利增长迅速，预计今年业绩可能翻倍。

- 普通硫化机

目前虽暂不考虑(之前也有德国一公司想与公司就这一产品合作，但公司暂时没做)。如果这一产品需求释放且有合适的介入点，不排除未来会介入的可能性。

4. 盈利预测与估值

- 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率分别为 29%、25%和 29%，净利润分别增长 37%、25%和 29%，EPS 分别为 1.29 元、1.61 元和 2.08 元，未来三年净利润复合增长率 30%左右。

表 4 公司分项收入及毛利率预测

	2010	2011E	2012E	2013E
产品总收入	600.3	751.4	943.2	1,219.5
产品总成本	310.2	392.2	490.0	632.5
综合毛利率	48.3%	48.3%	48.4%	48.5%
乘用车模具	178.4	261.3	352.7	493.8
收入增速	60.1%	46.5%	35.0%	40.0%
产品毛利率	47.9%	48.4%	48.9%	48.9%
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	49.3	69.1
收入增速	27.0%	30.0%	40.0%	40.0%
产品毛利率	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
巨型胎模具	63.1	82.1	114.9	160.9
收入增速	107.6%	30.0%	40.0%	40.0%
产品毛利率	50.6%	50.6%	50.6%	50.6%
巨胎硫化机	-	30.0	49.5	81.7
收入增速	-100.0%		65.0%	65.0%
产品毛利率		41.7%	43.2%	44.4%
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 7 月 14 日的价格计算，其 2011 年的动态市盈率为 21 倍。我们认为巨轮股份下半年将发行可转债，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 25-27 倍之间，按此计算合理价格在 32.2-34.8 元。与当前股价相比仍有一定空间，给予增持-A 的投资评级。

表 5 可比公司估值表 (2011-7-14)

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	8.08	36.5%	18.6%	21	16	5.6	3.2

数据来源：WIND，安信证券研究中心

5. 主要风险点

- 行业风险：对下游轮胎行业依赖较大；竞争加剧；轮胎再制造推广带来的风险
- 汇率风险：随着出口比重的上升，公司面对的汇率风险也将进一步上升
- 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
- 管理风险：随着规模的上升，管理人才的缺乏可能会制约公司的发展

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-7-14		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	452.7	600.3	772.0	964.8	1,242.2	营业收入增长率	7.9%	32.6%	28.6%	25.0%	28.7%	
减: 营业成本	235.9	310.2	399.3	497.4	640.2	营业利润增长率	15.4%	38.1%	36.0%	25.9%	29.2%	
营业税费	5.2	5.8	6.2	7.7	9.9	净利润增长率	10.4%	24.5%	36.8%	25.4%	28.8%	
销售费用	9.2	15.2	19.3	23.2	29.8	EBITDA 增长率	14.3%	34.7%	40.9%	28.1%	26.2%	
管理费用	35.7	40.2	52.5	62.7	77.0	EBIT 增长率	13.3%	37.2%	29.6%	26.8%	29.8%	
财务费用	7.3	8.5	-3.0	-1.0	1.0	NOPLAT 增长率	8.6%	24.2%	29.6%	26.4%	29.4%	
资产减值损失	0.9	1.3	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	29.3%	105.7%	24.2%	10.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.1%	45.1%	232.3%	12.8%	14.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	158.5	219.0	297.8	374.9	484.2	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%	48.3%	48.4%	48.5%	
利润总额	171.9	220.7	302.8	379.9	489.2	营业利润率	35.0%	36.5%	38.6%	38.9%	39.0%	
减: 所得税	20.8	32.6	45.4	57.0	73.4	净利润率	33.4%	31.3%	33.3%	33.5%	33.5%	
净利润	151.1	188.1	257.4	322.9	415.8	EBITDA/营业收入	40.8%	41.5%	45.4%	46.6%	45.7%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	36.6%	37.9%	38.2%	38.7%	39.1%	
货币资金	25.1	37.7	751.5	681.5	846.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	126	113	233	339	304	
应收账款	164.7	186.5	234.8	293.4	377.8	流动营业资本周转天数	214	185	193	211	206	
应收票据	105.7	101.8	126.9	158.6	204.2	流动资产周转天数	315	255	397	480	428	
预付帐款	46.6	41.3	41.3	41.3	41.3	应收账款周转天数	131	104	97	98	96	
存货	67.8	72.9	109.4	136.3	175.4	存货周转天数	65	42	43	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	697	864	761	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	391	367	491	593	538	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	36.2%	31.1%	12.8%	14.2%	16.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.2%	23.2%	11.8%	13.2%	14.8%	
固定资产	164.8	213.6	787.6	1,032.2	1,064.3	ROIC	35.2%	36.9%	37.0%	22.7%	23.6%	
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%	6.8%	6.5%	6.2%	
资产总额	651.3	811.0	2,178.7	2,450.5	2,802.7	财务费用率	1.6%	1.4%	-0.4%	-0.1%	0.1%	
短期债务	116.6	77.2	77.2	77.2	77.2	三费/营业收入	11.5%	10.7%	8.9%	8.8%	8.7%	
应付帐款	41.2	39.3	54.7	68.1	87.7	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	36.0%	25.4%	7.7%	7.4%	7.2%	
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%	8.3%	8.0%	7.7%	
长期借款	25.0	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	1.98	2.40	8.71	8.27	9.23	
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	7.95	7.41	8.25	
负债总额	234.3	205.9	167.7	181.1	200.7	利息保障倍数	22.85	26.75	-98.27	-373.86	485.22	
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	0.32	0.42	
留存收益	267.0	455.1	1,811.0	2,069.3	2,402.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	417.0	605.1	2,011.0	2,269.3	2,602.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%	
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	257.4	322.9	415.8	EPS(元)	0.76	0.94	1.29	1.61	2.08	
加: 折旧和摊销	20.1	23.5	56.1	75.5	82.0	BVPS(元)	2.08	3.03	10.06	11.35	13.01	
资产减值准备	0.9	1.3	-	-	-	PE(X)	38.4	30.9	22.6	18.0	14.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.9	9.6	2.9	2.6	2.2	
财务费用	8.7	5.6	7.5	-3.0	-1.0	P/FCF	69.7	464.6	-11.7	-278.2	25.7	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	12.8	9.7	7.5	6.0	4.7	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	24.2	17.8	14.9	11.8	9.1	
营运资金的变动	-40.2	-32.2	-98.0	-103.8	-149.5	CAGR(%)	28.8%	30.3%	28.6%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	137.6	185.6	212.4	293.6	349.4	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-68.3	-160.5	-600.1	-300.1	-100.1	ROIC/WACC	3.2	3.4	3.4	2.1	2.2	
融资活动产生现金流量	-69.2	-10.6	1,126.5	-63.6	-84.2	REP	2.6	1.9	1.1	1.4	1.2	

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	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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