

国内领先的支线船舶制造商

舜天船舶(002608)新股定价报告

报告关键点:

- 受益全球经济增长和国际分工深化,造船行业长期向好
- 产品分化和集装箱化是造船行业的重要趋势,支线船舶有望更快增长

报告摘要:

- 公司是国内领先的支线船舶出口商。截止2011年1月底,公司手持支线集装箱船订单量在国内船企中列第二名。公司的远洋支线机动船舶产品包括700TEU—2,000TEU系列集装箱船、30,000DWT以下多用途船和重吊船等;非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳船、海洋工程辅助平台和驳船等。公司船舶产品全部外销,主要销往欧洲、美洲、非洲、东南亚等地区。
- 造船行业正处周期底部,未来有望逐渐回升。造船工业具有明显的周期性特征。2008年度金融危机使全球造船行业受到较大冲击。全球船市自2009年下半年以来有了较明显的复苏,2010年世界新接订单同比增长185.8%。2010年底手持订单量与2009年基本持平,也表明了企稳的迹象。世界经济的增长和国际化分工的不断加深,使得造船工业长期向好。
- 产品分化和集装箱化是海运行业的重要趋势。集装箱船具有运输量大、装卸高效、货物损耗率低、水陆联运等优点,因此集装箱方式在海运贸易中的比重不断加大,集装箱船队规模也增长较快。2010年,集装箱货运量占总货运量的16%,集装箱船队占船队总规模的13%。支线船舶是转运港口货物的主要力量之一,但是目前支线船舶新接订单的总装载量仅约为超巴拿马型的1/10,而且现有的支线船舶船龄较大。未来的需求来自于配套需求和正常更新。
- 公司拥有技术和产品优势。公司是国内少数拥有独立、完善、全面的生产设计系统的造船企业之一,交船能力和成本控制能力较强。公司通过长期的技术积累和改造,发展了单元组装、预舾装和模块化技术,建立了符合现代化造船模式的基础编码体系和规范,也开发了自己的“造船信息化管理系统”,初步具备了现代造船模式的基础条件。公司的主导产品远洋支线机动船舶的技术水平较高,能够满足多层次需求。
- 募投资金用于技改和扩产。公司本次募集资金用于投资能够推进公司现代造船模式建设、提升生产效率以及生产高附加值和高技术含量产品的项目。募投项目投产后,公司的产能和产品范围将得到有效扩张。
- 我们预计未来三年公司营业收入增长率分别为6.2%、10.1%和11.5%,净利润增长率为5.29%、24.44%和11.67%,实现EPS分别为1.58、1.97和2.20元。综合考虑可比公司估值水平及近期中小板发行水平、行业所处周期底部等因素,我们认为2011年动态PE为14-16倍较为合理,上市首日定价区间25.3-28.4元。
- 风险提示:未来存在的风险主要在于行业的周期性波动、市场竞争失败、要素价格上升和人民币升值。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,677.5	3,081.5	3,272.1	3,602.3	4,015.0
Growth(%)	-15.3%	83.7%	6.2%	10.1%	11.5%
净利润	215.0	221.0	232.6	289.3	323.2
Growth(%)	-25.7%	2.8%	5.2%	24.4%	11.7%
毛利率(%)	18.1%	10.3%	11.8%	12.4%	13.3%
净利润率(%)	12.8%	7.2%	7.1%	8.0%	8.0%
每股收益(元)	1.95	2.01	1.58	1.97	2.20
每股净资产(元)	7.57	9.38	14.64	16.61	18.81
净资产收益率(%)	25.8%	21.4%	10.8%	11.8%	11.7%
ROIC(%)	40.6%	28.0%	17.9%	15.1%	15.5%

上市首日定价区间:

25.30 - 28.40 元

报告日期: 2011-08-01

发行数据

总股本(万股)	11,000
发行数量(万股)	3,700
网下发行(万股)	740
网上发行(万股)	2,960
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2011-08-02
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

江苏舜天国际集团有限公司	36.00%
江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司	34.00%
王军民	12.00%
李玖	10.00%
翁俊	3.00%
冯琪	1.50%
刘新宇	1.50%
余波	1.00%
钱永飞	.50%
宗小建	.50%

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟

021-68763578
wangsw@essence.com.cn

目录

1. 国内领先的支线船舶出口商	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司的股权结构	4
2. 造船行业长期向好，支线船舶市场广阔	4
2.1. 造船行业正处周期底部，未来有望逐渐上行	4
2.2. 产品分化和集装箱化是海运行业的重要趋势	5
2.3. 造船工业中心向中国转移，公司有望获益	7
3. 公司的主要竞争优势	8
3.1. 拥有独立的生产设计能力	8
3.2. 初步具备建立现代造船模式的基础条件	8
3.3. 支线船舶产品技术水平较高	8
4. 盈利能力分析	9
5. 募投项目用于技改与扩产，提升综合竞争力	9
6. 风险提示	10
7. 盈利预测	11

图表目录

图 1 公司的主要产品	3
图 2 公司主营业务近三年出现较大波动	4
图 3 2010 年各业务收入组成	4
图 4 公司发行前的股权结构	4
图 5 1998-2010 年世界造船行业手持订单	5
图 6 1996-2010 年世界造船行业新接订单	5
图 7 近 20 年世界 GDP 增长指数与世界海运贸易量指数走势（1990 年=100）	5
图 8 三大主力货船及其分类	6
图 9 1985 年全球海运货物量结构	6
图 10 2010 年全球海运货物量结构	6
图 11 2000-2010 年各类型船队规模复合增长率	6
图 12 2010 年全球海运船队类型结构	6
图 13 2002-2010 年支线船舶投资额占三大主力投资额比重较大	7
图 14 2008-2010 年各业务毛利率分析	9
图 15 2010 年公司毛利结构	9
图 16 募投项目和现有业务的关系	10

表格目录

表 1 公司的主要产品及其用途	错误！未定义书签。
表 2 全球现有集装箱船队和订单情况	错误！未定义书签。
表 3 2010 年中国三大造船指标及市场份额	错误！未定义书签。
表 4 公司钢制非机动船出口数量和出口金额占全国总量的比例	错误！未定义书签。
表 5 公司的税前销售利润率远超行业平均水平	错误！未定义书签。
表 6 募投项目情况（万元）	错误！未定义书签。
表 7 可比公司估值表	错误！未定义书签。

1. 国内领先的支线船舶出口商

1.1. 公司概况

- 舜天船舶的前身是舜天船舶有限公司，成立于 2003 年 6 月，注册资本 800 万元，2007 年 10 月整体变更为股份公司，股本 11000 万元。
- 公司成立以来，致力于远洋支线机动船舶建造业务和非机动船舶建造业务，目前已是江苏省省属最大的国有造船企业。公司的远洋支线机动船舶产品包括 700TEU—2,000TEU 系列集装箱船、30,000DWT 以下多用途船和重吊船等；非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳船、海洋工程辅助平台和驳船等。公司船舶产品全部外销，主要销往欧洲、美洲、非洲、东南亚等地区。
- 公司的业务模式包括自建模式（含自行建造、外协建造）与贸易模式（即外购）。公司机动船舶产品业务模式包括自行建造模式和外购模式；非机动船舶产品业务模式包括自行建造模式、外协建造模式和外购模式。

表 1 公司的主要产品及其用途

船舶	用途
集装箱船	支线集装箱运输
多用途船	支线干散货、集装箱运输
重吊船	支线干散货、集装箱运输
驳船	近海（或内河）支线干散货、集装箱、石油运输
欧洲内河船	内河干散货、集装箱、石油运输
海洋工程辅助平台	海洋工程辅助作业（如生活平台等）

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 1 公司的主要产品



船型：E3 冰区加强型 700 箱集装箱船
主尺寸：129.62m × 20.6m × 10.80m
载重吨：8,181 载重吨
入级：德国劳氏船级社



船型：12,000 吨重吊船
主尺寸：153.8m × 23.2m × 12.8m
载重吨：12,000 载重吨
入级：德国劳氏船级社



船型：海洋工程辅助平台
主尺度：61m × 31m × 6m
入级：美国船级社



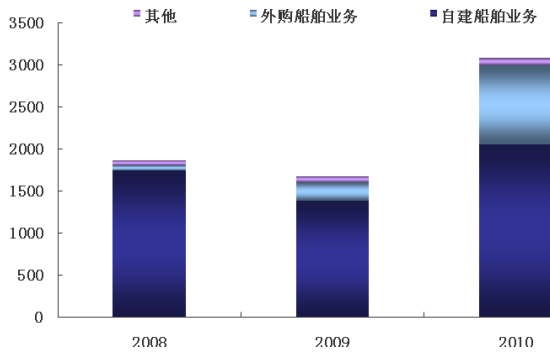
船型：欧洲内河货船
主尺度：135m × 17.35m × 5m
入级：英国劳氏船级社

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 受金融危机的影响，公司 09 年的营业收入同比下降-15.33%，10 年的业务收入实现了回升，同比增加 83.7%。公司的主营业务分自建和外购两种模式，其中以自

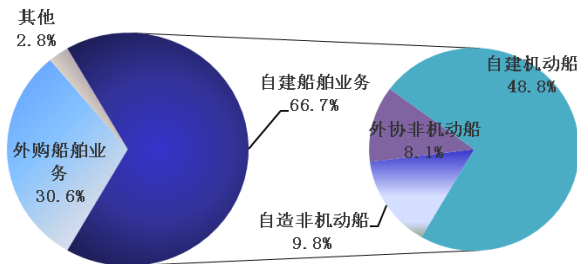
建为主要业务，08、09、10年分别占营业收入88.17%、82.68%和66.67%，外购模式则从08年的2.94%增长到10年的30.56%，其主要原因是公司为抵御金融危机影响主动做出的业务调整。自建船舶业务分为机动船和非机动船，机动船完全自制，非机动船部分外协制造，2010年自建机动船业务和自建非机动船业务分别同比增长-6%、87.7%，占比分别为17.88和48.79%。

图 2 公司主营业务近三年出现较大波动



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 3 2010 年各业务收入组成

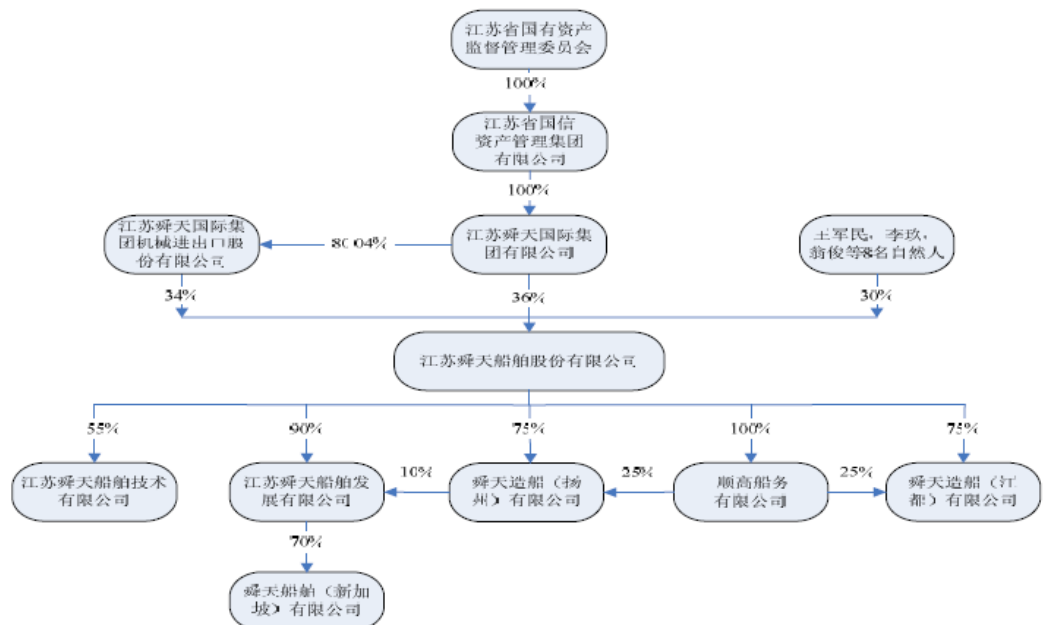


数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

1.2. 公司的股权结构

■ 此次发行前，舜天集团和舜天机械分别持有公司36%和34%的股份，分别为公司第一大股东和第二大股东。舜天集团同时持有舜天机械80.04%的股份，从而控制公司70%的股份，为公司的控股股东。舜天集团是国信集团的全资子公司，而国信集团是江苏省政府授权的国有资产投资主体和经营主体，因此江苏省国资委仍为舜天集团的实际控制人。此次公司公开发行3700万股，占发行后总股本的25.17%。

图 4 公司发行前的股权结构



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2. 造船行业长期向好，支线船舶市场广阔

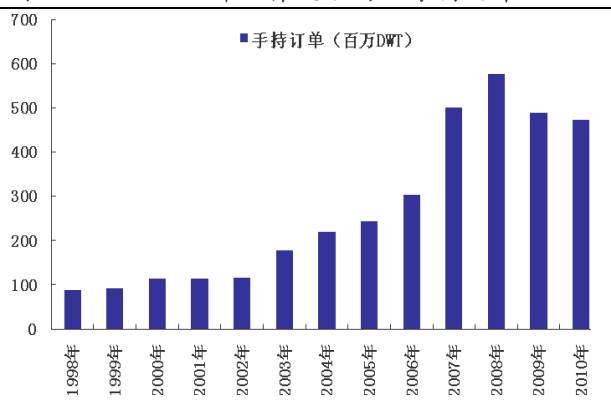
2.1. 造船行业正处周期底部，未来有望逐渐上行

■ 造船行业的主要下游行业是航运业，航运业主要承担大宗商品在全球范围内的流通，而大宗商品的供需状况与宏观经济的走势密切相关。因此，产业链上下游的

传导使得造船行业具有明显的周期性特征。

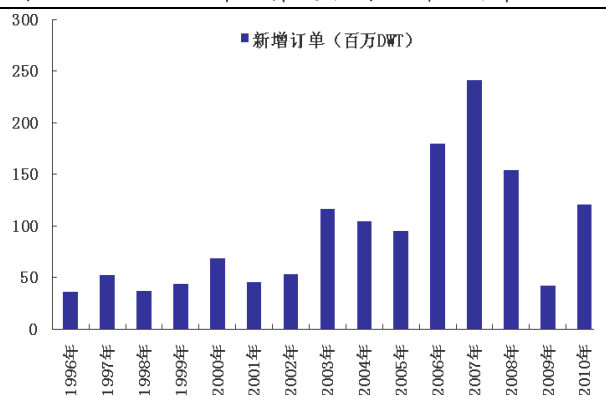
- 2008 年度金融危机使得全球经济发展陷入低谷，全球造船行业也受到较大冲击。2009 年世界新船成交量月均成交量仅为 250 万载重吨左右，并且造船企业的手持订单出现了延期交付、降价、撤单的情况。全球船市自 2009 年下半年以来有了较明显的复苏，2010 年世界新接订单同比增长 185.8%。2010 年底手持订单量与 2009 年基本持平，也表明了企稳的迹象。

图 5 1998-2010 年世界造船行业手持订单



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

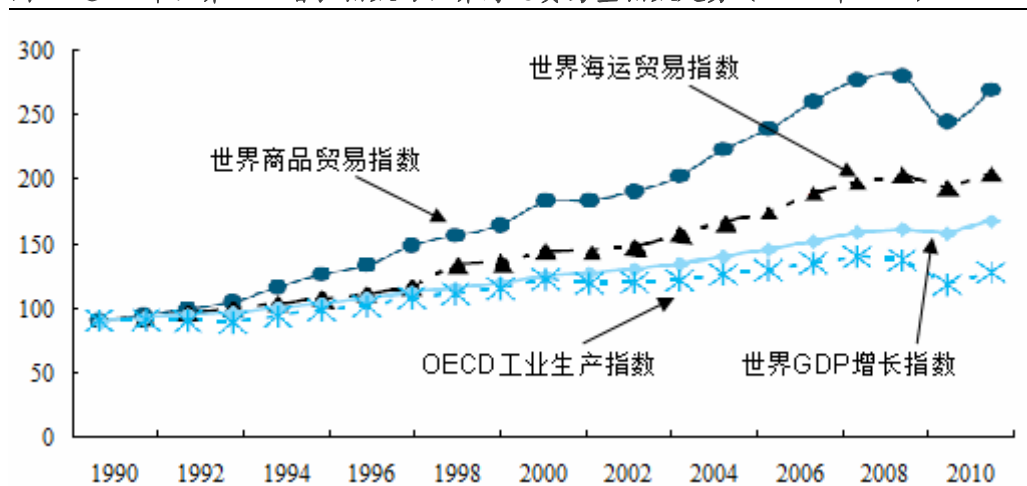
图 6 1996-2010 年世界造船行业新接订单



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 世界经济的增长和国际化分工的不断加深，使得全球贸易依存度由战后初期的 7% 上升到目前的 23%。作为国际间货物流通的主要方式，世界海运贸易量也随着世界经济的持续增长而增长，近年来海运贸易量的走势与世界经济的走势基本一致，呈现稳步上升的态势。未来海运贸易量的增长必能带动船舶制造业的发展。

图 7 近 20 年世界 GDP 增长指数与世界海运贸易量指数走势 (1990 年=100)

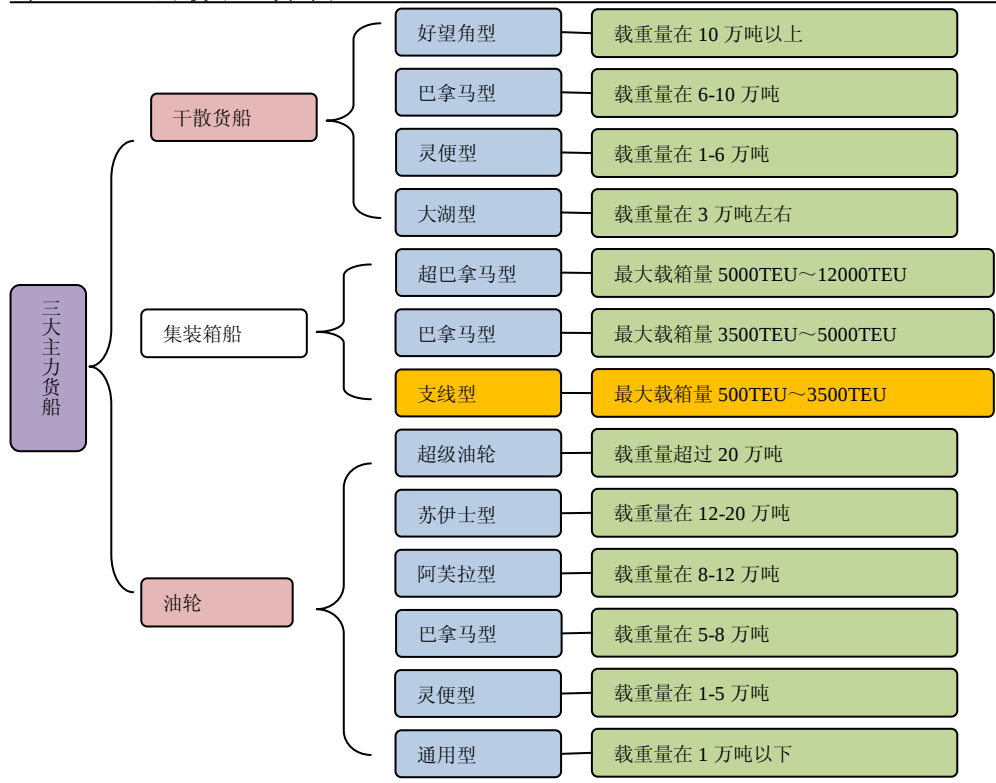


数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2.2. 产品分化和集装箱化是海运行业的重要趋势

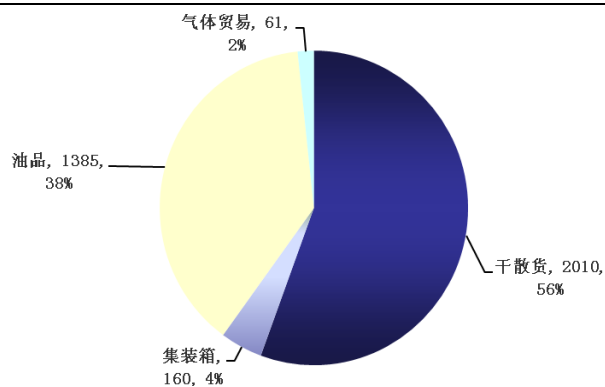
- 目前世界三大主力货物运输船舶是干散货船、集装箱船和油轮。各主力货船按照载货量又分为不同的等级。
- 集装箱船具有运输量大、装卸高效、货物耗损率低、水陆联运等优点，自上世纪 60 年代出现后，集装箱货运量保持快速增长，1985-2010 年复合增长率 15.3%，2010 年集装箱货运量达到 1347 百万载重吨，占全球海运货物总量的 16%。集装箱船队规模也增长迅速，2000-2010 年间，集装箱船队规模的复合增长率为 9.5%，是所有类型船队里最高的，2010 年集装箱船队规模占全球船队总规模的 13%。

图 8 三大主力货船及其分类



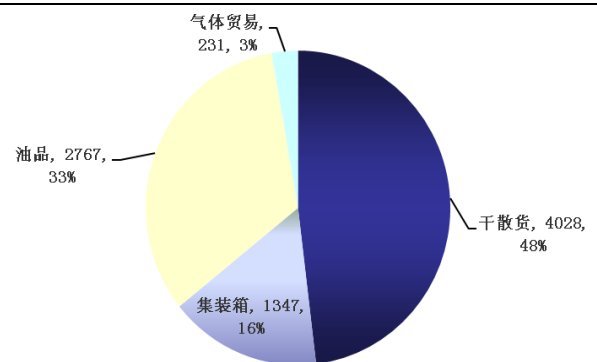
数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 9 1985 年全球海运货物量结构



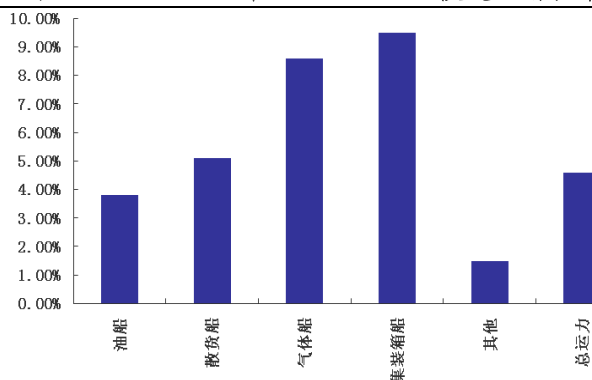
数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 10 2010 年全球海运货物量结构



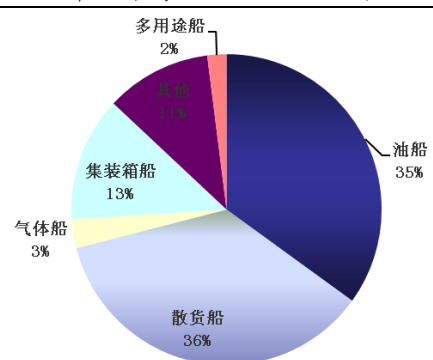
数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 11 2000-2010 年各类型船队规模复合增长率



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

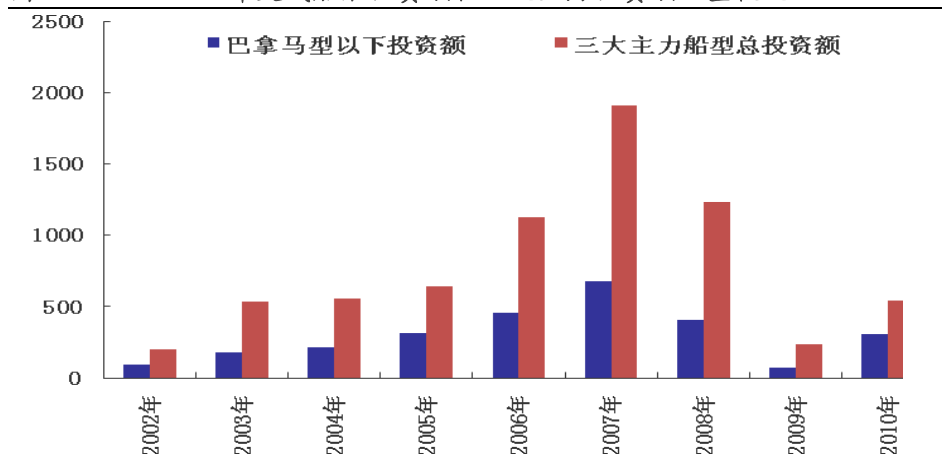
图 12 2010 年全球海运船队类型结构



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 干线船舶和支线船舶运输任务不同，对港口码头尺寸、仓储容量、航道水深和集疏运能力的要求也不同，未来干线船舶和支线船舶的发展将分化。考虑到经济型和运输效率，干线船舶大型化发展是未来趋势。支线船舶受制于航道条件，大型化趋势有限，未来将向先进化发展。

图 13 2002-2010 年支线船舶投资额占三大主力投资额比重较大



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 随着国际间贸易量的增长和对货物周转速度要求的提高，各大港口需要大量的支线船舶运力与之匹配，以实现港口货物的快速集散，降低货物的压港风险。因此，近年来对支线船舶的投资方兴未艾。2002-2010 年，全球对支线船舶建造市场的年均投资额约为 300 亿美元，占同期三大主力船型建造市场年均投资总额的三分之一强。
- 一般来说，1 艘 10,000TEU 集装箱船需要 3-5 艘支线型集装箱船来承担转运任务。但全球集装箱船现有订单主要集中在超巴拿马型，支线型船舶的载货总量很低，约占超巴拿马型的载货总量的 10%，而且现有船队中的支线型集装箱船的平均船龄也最大，为 12.1 年。未来随着超巴拿马型集装箱船的逐渐交付和老支线船的退役，用于货物周转的支线型船舶的需求量也会逐渐上升。

表 2 全球现有集装箱船队和订单情况

类型	载货量(标准箱)	现有船队			现有订单		占现有船队比例
		数量	载货总量(万箱)	平均船龄	数量	载货总量(万箱)	
超巴拿马型	5000 箱以上	770	551.11	5.64	342	323.22	58.65%
巴拿马	3000 箱-5000 箱	938	373.7	7.7	88	36.23	9.69%
支线型	3000 箱以下	3,206	431.02	12.1	219	32.59	7.56%
合计		4,914	1,355.83	10.25	649	392.04	28.92%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 公司近年来的产能利用率保持在 90%以上，目前在手订单充裕，截止 2011 年 6 月 10 日，公司在手订单总金额 60 亿元，能够满足 2011 年和 2012 年的生产任务。

2.3. 造船工业中心向中国转移，公司有望获益

- 由于中国要素比较优势明显，装备制造能力提升和经济地位的提高，世界造船中心已经逐渐移向中国。2010 年我国三大造船指标的市场份额都达到 40%以上，成为世界第一造船大国。未来随着设计能力的加强、设备国产化率以及管理水平的提高，中国的造船工业有望进一步做大做强。

表 3 2010 年中国三大造船指标及市场份额

造船指标	数量(万载重吨)	占世界比重
造船完工量	6,121	44.9%
新订单量	5,845	48.5%
手持订单量	19,292	40.8%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 公司是国内支线船舶制造的领先企业，截至 2011 年 1 月底，公司手持集装箱船订单的载重吨总量在全球造船企业中排名第 19 位，在持有支线集装箱船订单的国内造船企业中排名第 2 位。公司还是国内最主要的非机动船出口商，近三年，公司钢制非机动船出口金额占全国总量比例在 20% 左右。领先的行业地位有助于公司分享产业转移的机会。

表 4 公司钢制非机动船出口数量和出口金额占全国总量的比例

年份	出口量(艘)			出口金额(百万美元)		
	全国	公司	比例(%)	全国	公司	比例(%)
2008 年	644	75	11.65	664.85	150.6	22.65
2009 年	484	63	13.02	680.21	119.48	17.57
2010 年	373	41	10.99	484.36	92.08	19.01

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

3. 公司的主要竞争优势

3.1. 拥有独立的生产设计能力

- 船舶设计过程分为基本设计、详细设计和生产设计三个步骤。目前，国内大多数造船企业的设计能力较弱，船舶的生产设计依赖外包。公司是国内少数拥有独立、完善、全面的生产设计系统的造船企业之一。独立的生产设计能力可有效避免延误、缩短船舶建造周期，并可强化造船企业的成本控制能力。

3.2. 初步具备建立现代造船模式的基础条件

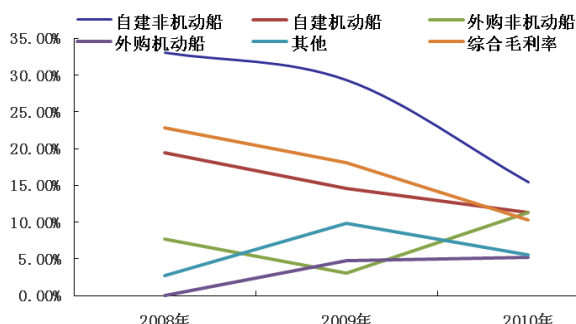
- 公司通过技术改造和生产数据积累，扩大了总组数量和质量，发展了单元组装、预舾装和模块化技术；同时推进上层建筑预舾装和整体吊装，使预舾装率大大提高，极大地增强了中间产品的完善程度，充分发挥了船台等核心生产资源的作用。标准化方面，公司通过多方学习和大量研究，建立了符合现代化造船模式的基础编码体系和规范。另外，为满足现代造船模式信息化的要求，公司聘请世界最大的数据库软件供应商 Oracle（甲骨文）为公司设计了符合现代造船模式要求的“造船信息化管理系统”。

3.3. 支线船舶产品技术水平较高

- 远洋支线机动船舶的技术水平较高体现在：公司建造的集装箱船、重吊船等船型均能满足无限航区和高等级的 E3 级冰区加强的要求，即适合在普通船舶无法航行的寒冷水域航行。公司的 1,350TEU 集装箱船规范要求高、技术复杂，该船型的集装箱装载能力较全面，同时拥有固定导轨和活动导轨，可满足 EURO 标准箱和 ISO 标准箱的安装要求。公司建造的 12,000DWT 重吊船装卸货能力、设备配置和自动化水平等性能指标均较高，是一艘集散货船、集装箱船、起重船等多种船型的诸多功能于一体的多用途船。
- 非机动船超远程运输技术水平较高：公司在非机动船大批量、一次性、超远程海上运输环节上掌握了一系列的核心技术，并拥有 10 个批次的成功运输经验，其中第十批次按 4 层堆放捆绑（水面以上高度达 33 米），一次性搭载非机动船 22 艘。

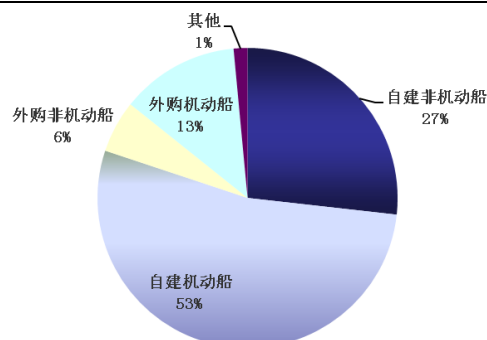
4. 盈利能力分析

图 14 2008-2010 年各业务毛利率分析



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 15 2010 年公司毛利结构



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 近三年公司的各项业务毛利率总体呈下降趋势，主要原因一是全球造船行业不景气导致船舶价格整体下降；二是钢材和人工等成本上升；三是人民币汇率升值影响了人民币报表收入。根据 Clarkson 的统计，目前新船价格已经略有回升，未来随全球经济的复苏，造船行业新景气周期的到来，船舶价格有望进一步恢复危机前水平，受此影响，公司的毛利率未来将逐渐回升。
- 从业务组成上看，自建机动船业务贡献了最多的毛利，占 53%，其次是自建非机动船，占 27%，外购业务总计占约 19%。
- 同行业平均水平比较，2008 年和 2009 年公司的税前销售利润率高于行业平均水平，而扣除掉外购船舶的比重，2010 年公司的税前销售利润率为 9.67% 仍然高于行业平均水平。

表 5 公司的税前销售利润率远超行业平均水平

年份	行业税前销售利润率	公司税前销售利润率
2008 年度	8.98%	16.98%
2009 年度	7.92%	15.29%
2010 年度	8.35%	8.61%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

5. 募投项目用于技改与扩产，提升综合竞争力

- 公司本次募集资金用于投资能够推进公司现代造船模式建设、提升生产效率以及生产高附加值和高技术含量产品的项目。

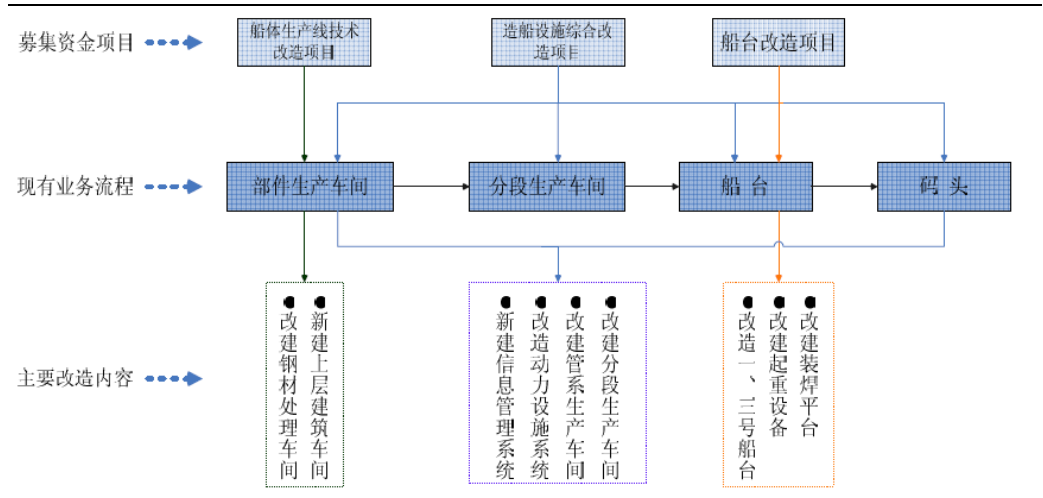
表 6 募投项目情况（万元）

序号	项目名称	固定资产投资	配套流动资金	合计
1	船体生产线技术改造项目	20,855	15,479	36,334
2	船台改造项目	20,216	12,891	33,107
3	造船设施综合改造项目	35,718	25,956	61,674

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 募集项目投产后，公司现有技术水平得以升级，现有的生产设施的生产效率和机动船产能将得到大幅的提升，以集装箱船为例，年造船能力将从 9 万载重吨提升到 33 万载重吨；同时公司的生产瓶颈也将得以突破，产品品种将扩大至 7 万载重吨以下各类船舶，包括新增产品 3,000TEU 以下集装箱船、5-7 万载重吨散货船、多用途船、海洋工程船等。随着交船能力和产品附加值的提高，公司的竞争力能够进一步提升。

图 16 募投项目和现有业务的关系



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

6. 风险提示

公司的主要风险有以下几点：

- **市场竞争风险。**公司主要产品为远洋支线集装箱船、多用途船和重吊船等，这面临着国际和国内众多大型造船企业的竞争。虽然公司拥有一定的竞争优势，产品类别与大型造船企业不同，但是如果公司不能迅速扩大经营规模，增强资金实力和技术实力，则存在较大的市场竞争风险。
- **造船行业的周期性风险。**造船行业与世界经济拥有高度相关性，全球经济爆发的每一次危机在造船行业产能周期性过剩的放大作用下都会引起造船行业新接订单的剧烈波动，由此引发造船行业新接订单周期性波动的风险，新接订单的周期性波动也会带来产能周期性过剩。
- **钢材、船用设备和劳动力成本上升的风险。**钢材是船舶制造的主要原材料，占机动船舶建造成本的 15%-30%，占非机动船舶建造成本的 40%-60%，钢材市场价格发生波动，将对公司的经营造成一定的影响。船用设备是机动船舶的核心部件，其成本占到机动船舶建造成本的 40%左右。公司的船用设备依赖外购和进口，但随着船用设备价格与船价的波动，公司未来新接订单的单船毛利可能将受到一定的影响。船舶产业是劳动密集型产业，产能扩大意味着对劳动力的需求上升，国内劳动力价格不断上升使公司面临风险。
- **客户集中度高的风险。**公司 2008 年度、2009 年度和 2010 年度前五名客户合计的销售金额占同期销售收入的比重分别为 46.06%、41.17%和 52.66%，占比较大。在本次募集资金投向项目建成后，随生产效率的提高，公司的经营规模将有较大增长，客户群将会逐步增加，这样将在一定程度上降低客户集中度高的风险。
- **人民币升值风险。**公司产品全部外销，销售货款均以美元或欧元来结。从 2005 年 5 月汇改开始到 2010 年底，人民币兑美元升值幅度约为 20%，报告期内年均升值幅度为 3.11%左右。公司若不能采取有效应对汇率波动的措施，汇率变化可能对公司营业收入与经营业绩产生一定的不利影响。

7. 盈利预测

- 我们预计未来三年公司营业收入增长率分别为 6.2%、10.1%和 11.5%，净利润增长率为 5.29%、24.44%和 11.67%，实现 EPS 分别为 1.58、1.97 和 2.20，三年净利润的复合增长率为 13.5%。
- 公司主营业务为支线型船舶的出口业务，以船舶制造公司为主要参考，与公司业务最相近的中国船舶和广船国际的 2011 年平均 PE 约为 16.5 倍。考虑到当前的市场环境，给予公司 14-16 倍的 PE，上市首日定价区间 25.3-28.4 元。

表 7 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
300008	上海佳豪	18.50	0.72	0.60	0.85	43.5	30.7	21.8
300123	太阳鸟	21.19	0.45	0.58	0.87	92.2	36.3	24.3
600150	中国船舶	47.27	3.94	2.87	3.17	19.2	16.5	14.9
600685	广船国际	22.99	1.43	1.39	1.57	20.9	16.6	14.6
601890	亚星锚链	14.41	0.56	0.56	0.71	45.0	25.7	20.3
601989	中国重工	13.72	0.24	0.52	0.63	78.7	26.1	21.8
均值		23.01	1.22	1.09	1.30	49.9	25.3	19.6

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-26		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-15.3%	83.7%	6.2%	10.1%	11.5%
减: 营业成本	1,677.5	3,081.5	3,272.1	3,602.3	4,015.0	营业利润增长率	-30.6%	7.4%	20.4%	25.9%	11.1%
营业税费	2.0	3.2	3.8	4.0	4.4	净利润增长率	-25.7%	2.8%	5.2%	24.4%	11.7%
销售费用	6.3	21.5	28.9	23.5	29.9	EBITDA 增长率	-34.0%	-0.7%	33.1%	27.0%	12.5%
管理费用	50.0	54.4	48.1	50.4	55.4	EBIT 增长率	-36.1%	-1.6%	27.8%	23.5%	10.9%
财务费用	13.9	-7.1	9.3	4.3	4.0	NOPLAT 增长率	-32.6%	-6.8%	12.0%	22.2%	11.5%
资产减值损失	0.2	1.5	-0.7	0.3	0.4	投资资本增长率	34.9%	75.6%	45.0%	8.4%	25.3%
加: 公允价值变动收益	-	5.1	0.9	14.0	-20.2	净资产增长率	28.9%	23.9%	108.4%	13.4%	13.2%
投资和汇兑收益	-	-	1.2	0.4	0.5						
营业利润	232.0	249.2	300.1	377.9	419.9	利润率					
加: 营业外净收支	24.4	16.1	10.0	8.0	11.0	毛利率	18.1%	10.3%	11.8%	12.4%	13.3%
利润总额	256.4	265.3	310.1	385.9	430.9	营业利润率	13.8%	8.1%	9.2%	10.5%	10.5%
减: 所得税	41.1	44.4	77.5	96.5	107.7	净利润率	12.8%	7.2%	7.1%	8.0%	8.0%
净利润	215.0	221.0	232.6	289.3	323.2	EBITDA/营业收入	15.9%	8.6%	10.8%	12.4%	12.6%
资产负债表						EBIT/营业收入	14.7%	7.9%	9.5%	10.6%	10.6%
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	516.8	413.2	893.2	1,082.2	926.7	固定资产周转天数	58	31	45	71	84
应收账款	-	5.2	6.0	20.0	-	流动营业资本周转天数	71	66	94	90	97
应收票据	26.7	99.2	82.7	88.2	109.7	流动资产周转天数	755	426	411	422	407
预付款项	-	5.0	5.4	3.9	5.8	应收账款周转天数	1	2	4	3	3
存货	765.4	708.9	853.2	947.9	1,017.5	存货周转天数	496	277	242	223	219
其他流动资产	2,564.6	2,183.1	2,212.9	2,248.3	2,633.3	总资产周转天数	831	485	501	537	526
可供出售金融资产	-	-	0.0	-	-	投资资本周转天数	142	123	180	202	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	25.8%	21.4%	10.8%	11.8%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.4%	4.6%	5.1%	5.4%
固定资产	270.4	268.5	558.5	856.7	1,011.4	ROIC	40.6%	28.0%	17.9%	15.1%	15.5%
在建工程	12.5	281.3	332.6	358.3	229.2	费用率					
无形资产	74.7	79.9	74.7	69.8	65.2	销售费用率	0.4%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	9.4	16.2	25.5	27.8	28.9	管理费用率	3.0%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%
资产总额	4,240.5	4,060.4	5,044.8	5,703.1	6,027.7	财务费用率	0.8%	-0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
短期债务	345.2	309.4	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	4.2%	2.2%	2.6%	2.2%	2.2%
应付账款	273.3	197.0	186.5	352.4	287.3	偿债能力					
应付票据	199.0	39.0	47.4	86.5	67.2	资产负债率	80.3%	74.5%	57.3%	57.2%	54.1%
其他流动负债	2,475.6	2,038.0	2,201.7	2,310.3	2,390.4	负债权益比	408.4%	292.8%	134.2%	133.4%	117.9%
长期借款	-	263.9	263.9	263.9	263.9	流动比率	1.14	1.25	1.56	1.48	1.59
其他非流动负债	13.4	29.6	31.1	36.4	42.2	速动比率	0.39	0.45	0.71	0.72	0.70
负债总额	3,406.5	3,026.8	2,890.6	3,259.5	3,260.9	利息保障倍数	17.67	-34.05	33.37	89.84	105.92
少数股东权益	1.0	1.6	1.7	1.8	1.8	分红指标					
股本	110.0	110.0	147.0	147.0	147.0	DPS(元)	-	0.20	-	-	-
留存收益	723.0	922.0	2,005.5	2,294.8	2,618.0	分红比率	0.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	834.0	1,033.6	2,154.2	2,443.6	2,766.8	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	215.3	220.9	232.6	289.3	323.2	EPS(元)	1.95	2.01	1.58	1.97	2.20
加: 折旧和摊销	21.1	23.0	43.4	65.8	80.1	BVPS(元)	7.57	9.38	14.64	16.61	18.81
资产减值准备	0.2	1.5	-0.7	0.3	0.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-5.1	0.9	14.0	-20.2	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	14.8	29.3	9.3	4.3	4.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-1.2	-0.4	-0.5	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-161.4	-252.4	2.0	182.6	-477.8	CAGR(%)	10.4%	13.5%	22.9%	22.1%	33.6%
经营活动产生现金流量	97.3	2.6	286.3	556.0	-90.9	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-59.2	-330.7	-384.6	-398.7	-80.8	ROIC/WACC	8.2	5.6	3.6	3.0	3.1
融资活动产生现金流量	70.7	251.7	579.3	45.7	-4.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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

张仲杰声明，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	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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