

成形机床行业的佼佼者

研究结论：

- **公司是我国成形机床行业的佼佼者。**公司主要产品分别为数控平板加工机床、普通平板加工机床、数控卷板加工机械。根据中国机床工具工业协会数据统计显示，2008 和 2009 年公司的销售收入连续位居行业第九，其中数控产品销售收入连续位居行业第五，是目前市场上少有的定位中高端金属成形机床设备的优势企业。
- **成形机床下游需求分别广泛，受益新兴行业拉动。**成形机床中的平板加工机械下游需求主要来自专业钣金公司、电力电气、工程机械、汽车、高铁、家电、电子器材等；成形机床中的卷板加工机械下游需求主要来自钢材配送中心建设、交通运输设备与有色金属行业。随着成形机床技术的不断前进，新兴行业（IT 制造、电力设备制造等）对成形机床的需求不断增加。
- **我们预计未来几年我国数控成形机床行业保持 20%以上的增长速度。**金属材料消费量与金属成形机床的需求量直接相关。通常情况下，两者之间增长率存在一定的匹配关系；同时，我们认为数控成形机床需求增长率要高于成形机床行业增长率。根据未来几年数控成形机床下游行业增长情况，我们认为未来几年我国数控成形机床需求增速将高于 20%。
- **公司将在未来几年保持快速发展。**由于公司业务发展迅速，产能成为公司发展的瓶颈，公司上市后，利用募集资金扩张产能，产能瓶颈大大缓解。同时，利用上市公司平台扩大了公司知名度，这对公司竞争力的提高将起到有力推动作用。另外，公司独特的治理机构既保证了实际控制人对公司管控，而且还保证了公司关键员工对公司的认可，这在很大程度上保证了公司的运营效率。
- **估值与投资评级。**在盈利预测核心假设条件下，我们预计 2011 年-2013 年公司每股收益分别为 1.19 元、1.63 元、1.91 元，未来 3 年复合增长率超过 30%，按照 2011 年业绩 32 倍 PE 计算，对应目标价 38.08 元，首次给予公司增持评级。
- **投资风险提示：1、政府补贴不确定风险；2、经济增速下滑风险。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

刘金钵

8621-63325888 × 8515

liujinbo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511050001

联系人

赵越峰

8621-63325888 × 7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 9 月 26 日) 30.46 元

目标价格 38.08 元

总股本/A 股 (亿股) 0.88

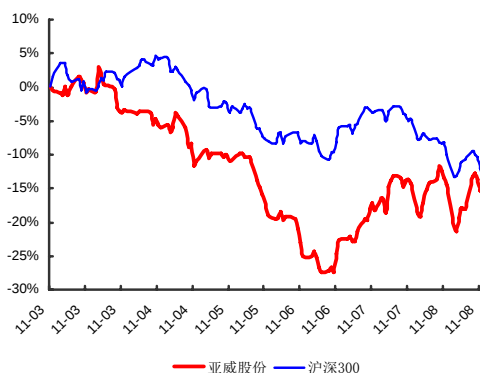
A 股市值 (亿元) 27.02

国家/地区 中国

行业 普通机械制造业

报告发布日期 2011 年 9 月 27 日

公司表现



公司主要财务指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益 (元)	0.86	1.19	1.63	1.91
销售毛利率	25.31%	25.66%	25.16%	24.63%
销售净利率	11.74%	11.57%	11.65%	10.81%
市盈率	36.27	25.84	18.89	16.07

来源：东方证券研究所

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。

目 录

一、 专注金属成形机床，历史悠久	4
1. 业务构成	4
2. 获利能力	5
4. 成长能力	6
5. 下游需求分布	6
二、 成形机床行业未来具有较大发展空间	7
1. 未来几年我国数控成形机床将保持 20%左右的增长速度	7
2. 国内数控成形机床企业将保持快速发展态势	9
3. 国内金属成形机床行业整合空间较大	10
三、 未来几年公司保持快速成长	12
1. 受益于下游行业的不断拓展	12
2. 产能扩张保证公司快速发展	12
3. 上市后竞争优势更加突出	13
4. 治理结构是公司运营效率的保证	14
四、 盈利预测及投资评级	16
1. 盈利预测假设	16
2. 业绩预测及投资评级	17
五、 风险提示	18
1. 政府补贴不确定性	18
2. 经济下滑风险	18

图表目录

图表 1 公司部分产品.....	4
图表 2 公司主营业务构成比例	5
图表 3 2009 年公司产品市场占有率情况.....	5
图表 4 公司获利能力指标.....	5
图表 5 公司成长能力指标.....	6
图表 6 平板加工机械下游占比情况	6
图表 7 卷板加工机械下游占比情况	7
图表 8 成形机床与薄板消费量关系	7
图表 9 我国薄板消费量年度增长率示意	8
图表 10 2006-2010 年我国数控机床进出口额（单位：百万美元）	10
图表 11 2008 年中国前 5 大金属切削机床与金属成形机床企业	11
图表 12 2008 年世界前 5 大机床企业	11
图表 13 2006-2010 年五大乘用车制造集团产量占全国产量比重	11
图表 14 公司 2010 年产能利用率情况.....	13
图表 15 公司募投项目情况.....	13
图表 16 亚威股份主要竞争对手.....	13
图表 17 公司成长能力指标.....	14
图表 18 公司股权结构示意.....	14
图表 19 公司净资产收益率（ROE）与其他公司比较.....	15
图表 20 盈利预测核心假设.....	16
图表 21 可比公司估值情况.....	17
图表 22 财务报表预测与比率分析	19

一、专注金属成形机床，历史悠久

1. 业务构成

亚威股份前身系江苏亚威机床集团公司，具有五十多年历史。公司目前是国内板材加工机床设备领先供应商，主要产品分别为数控平板加工机床、普通平板加工机床、数控卷板加工机械。根据中国机床工具工业协会数据统计显示，2008 和 2009 年公司的销售收入连续位居行业第九，其中数控产品销售收入连续位居行业第五，是目前市场上少有的定位中高端金属成形机床设备的优势企业。

图表 1 公司部分产品



数控转塔冲床



数控板料折弯机



数控闸式剪板机



数控激光切割机

资料来源：公司网站、东方证券研究所

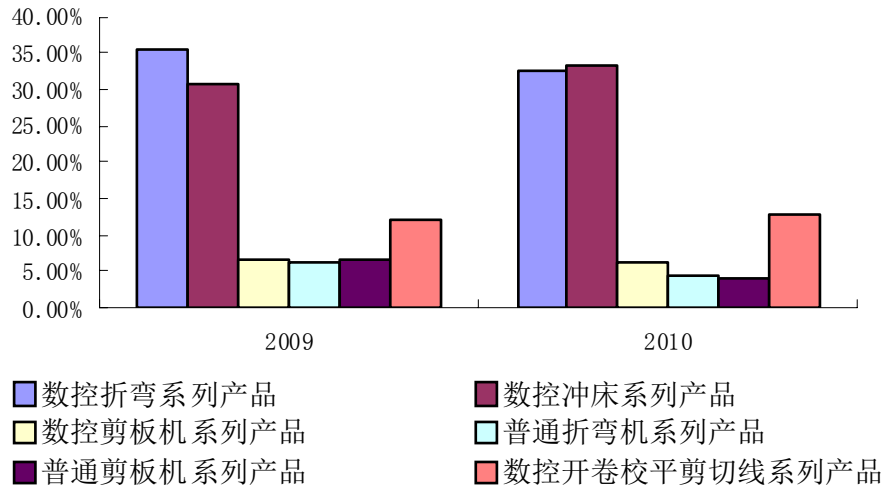


图2
公司主
营业务
构成比
例

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图3 2009 年公司产品市场占有率情况

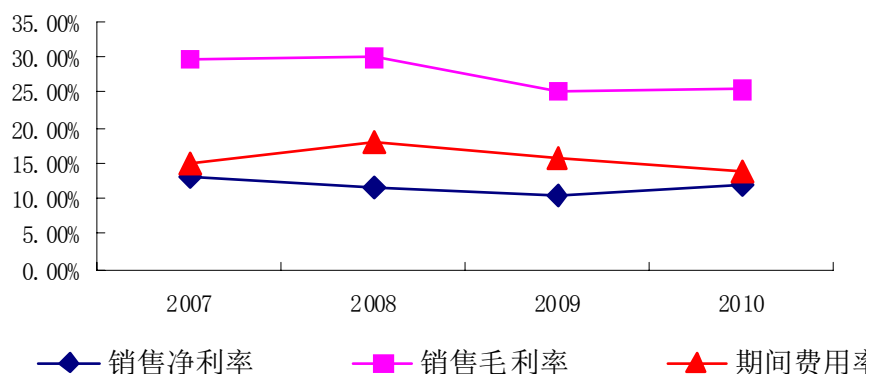
产品类别	市场占有率
机械压力机（数控转塔冲床）	1.31%
剪切机床（数控剪板机、普通剪板机、数控卷板加工机械）	12.52%
弯曲、折叠、矫直机（数控折弯机、普通折弯机）	11.46%
总计	4.16%

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

2. 获利能力

从最近几年来看，公司获利能力比较稳定，综合毛利率维持在 25%以上，期间费用率呈下降趋势，销售净利率稳定在 11%左右。

图4 公司获利能力指标

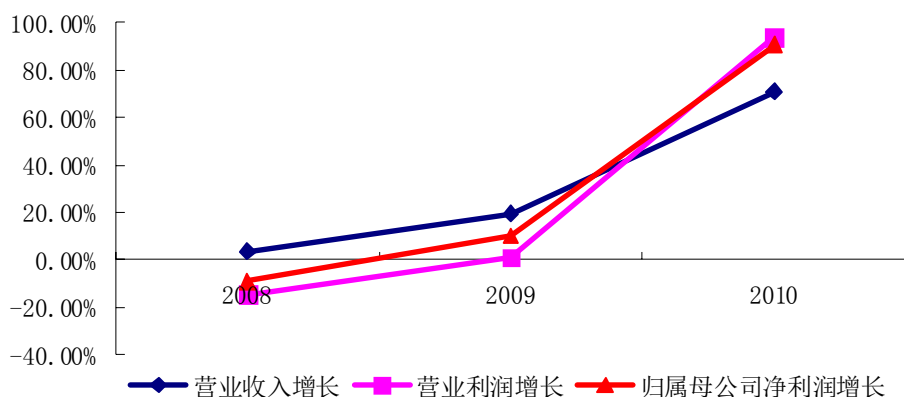


资料来源：公司报告、东方证券研究所

4. 成长能力

从过去三年来看，公司营业收入增长率逐年提高，2010 年收入同比增长达到 71.11%，带动营业利润与母公司净利润同比增长率大幅提高，2010 年分别达到 93.90%与 90.61%。

图表 5 公司成长能力指标

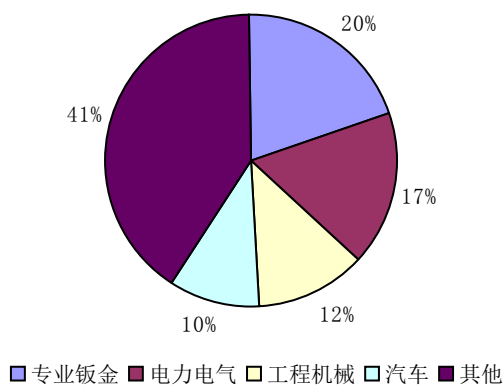


资料来源：公司报告、东方证券研究所

5. 下游需求分布

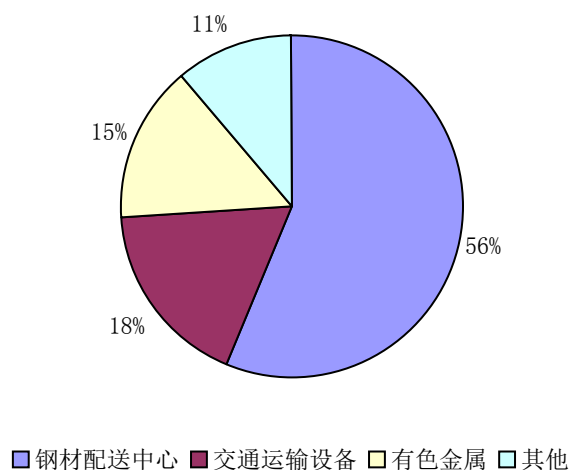
2010 年公司 87%收入来自平板加工机械，13%来自卷板加工机械。平板加工机械下游需求主要来自专业钣金公司、电力电气、工程机械、汽车、高铁等，卷板加工机械下游需求主要来自钢材配送中心建设、交通运输设备与有色金属行业。总体来看，公司下游需求分散，单个行业的需求波动对公司的收入影响有限。

图表 6 平板加工机械下游占比情况



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图表 7 卷板加工机械下游占比情况



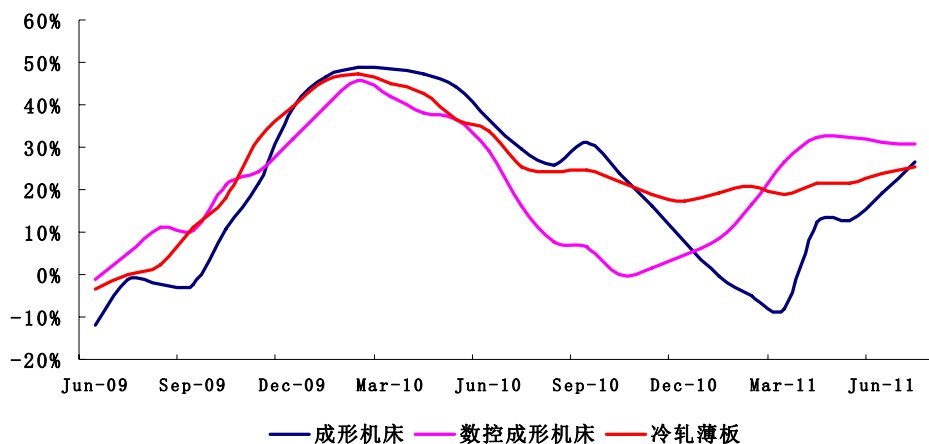
资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

二、 成形机床行业未来具有较大发展空间

1. 未来几年我国数控成形机床将保持 20%左右的增长速度

金属成形机床广泛应用于能源、交通、汽车、机械、冶金、船舶、航空、军工、农机、石油机械、发电等行业，主要用于对中薄板材进行加工，因而，金属板材消费量特别是冷轧薄板消费量与金属成形机床的需求量直接相关，如下图所示：

图表 8 成形机床与薄板消费量关系

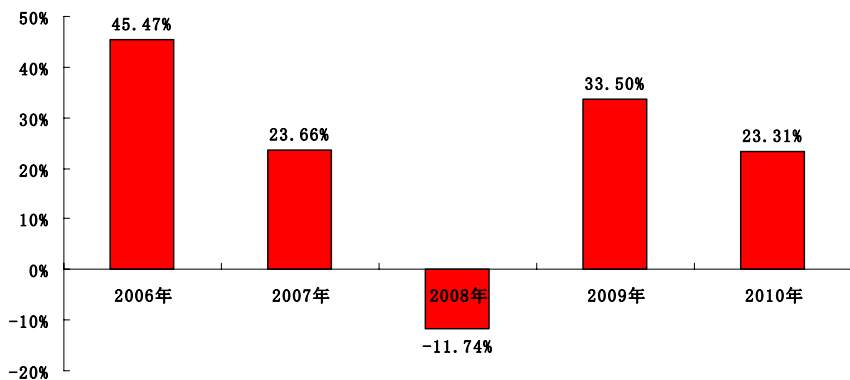


资料来源: wind、东方证券研究所

可以看出, 成形机床及数控成形机床需求与薄板消费量完全正相关, 通常情况下, 我们认为两者之间增长率存在一定的匹配关系, 即成形机床需求量应该薄板消费量的增长率大致相当。随着我国对精密制造要求的不断提高, 我们认为对中薄板加工方式中成形机床所占比重将越来越高, 特别是数控机床, 由于对普通成形机床及其他加工方式具有替代效应, 因而数控成形机床需求增长率要高于成形机床行业增长率, 也高于薄板消费量的增长率。

从过去几年薄板消费量来看, 虽然薄板消费量增速在 2007 年、2008 年出现了下滑, 但从平均值角度来看, 薄板消费量年均增速维持在 20%以上。

图表 9 我国冷轧薄板消费量年度增长率示意



资料来源: WIND、东方证券研究所

从薄板主要消费领域来看, 汽车、家电、电气设备、工程机械等是薄板的主要消费领域, 同时正在向电网输电设备制造业、农业机械制造业、高速列车制造业、信息技术制造业等新兴行业渗透。以上各行业我们预计未来 3 年行业增速如下:

图表 10 薄板下游主要行业增速预测

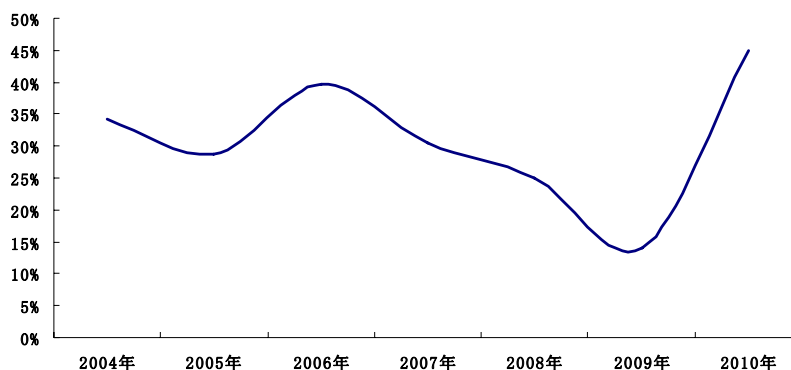
行业名称	2011年增速	2012年增速	2013年增速
汽车	10%	13%	16%

家电	15%	15%	15%
电气设备	23%	20%	17%
工程机械	16%	15%	20%

资料来源：、东方证券研究所

我们认为在汽车、家电等行业拉动下，未来几年我国冷轧薄板消费量年均增速仍然可以维持在 20% 左右，由此我们认为未来几年我国成形机床特别是数控成形机床需求增速将高于 20%。从历史情况来看，我国成形机床行业产值增速在过去 6 年中平均增速达到 31%，除 2009 年增速低于 20% 外，其他年份增速都在 20% 以上。

图表 11 我国成形机床行业产值增长情况



资料来源：、WIND，东方证券研究所

2. 国内数控成形机床企业将保持快速发展态势

我们认为，未来几年我国国内数控成形机床企业将快速发展，这是因为：

1) 政策积极推动

近年来，我国出台多项措施积极发展机床行业特别是数控机床行业，明确指出到十二五期间我国机床行业发展的目标：到 2015 年，我国机床工具行业将实现工业总产值 8000 亿元；数控机床年产量超过 25 万台，国内市场占有率达到 70% 以上（按销售额计）；机床工具行业全年出口额达到 110 亿美元，其中机床出口占 40% 以上；全行业平均工业增加值率达到 30%。从目前来看，我国 2010 年我国机床工具行业工业总产值为 5536.8 亿元，2010 年我国数控机床产量为 18 万台左右，较 2015 年目标尚有较大差距，也表明我国机床行业具有较大发展空间。

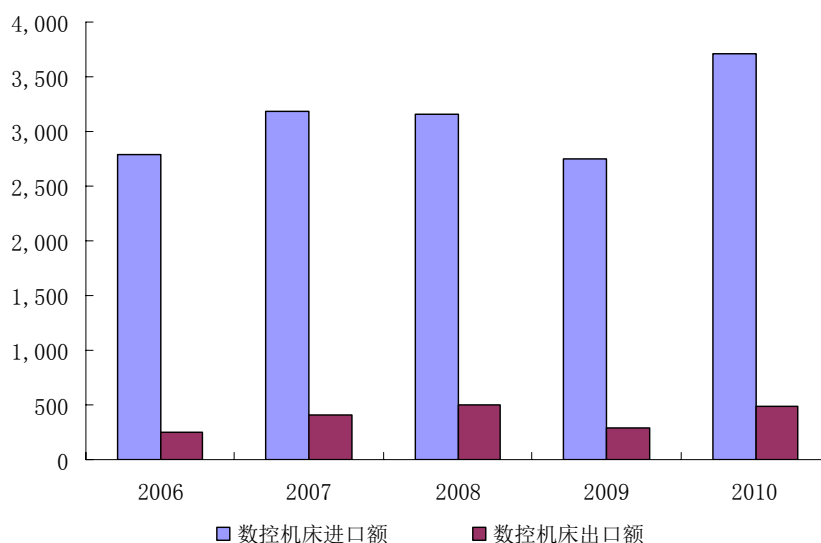
其次，从 2009 年 1 月 1 日我国开始实施的增值税转型改革，将允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，这也将对机械产品的需求产生拉动作用。

2) 进口替代市场空间较大

目前，我国国产机床市场占有率从 2005 年末的 39.7% 上升到 2010 年末的 66.7%，国产数控机床的市场占有率由 2005 年的 30.4% 上升到 2010 年末的 50% 以上；但高端数控机床仍然依赖进口，国产化技术尚无法满足市场需求。

近年来，随着我国机床行业发展，对进口机床形成一定替代，但我国机床进口依赖仍然较高，特别是高端数控机床。我国提出到 2020 年，航空航天、船舶、汽车和发电设备所需高档数控机床 80% 以上要立足国内生产，这为我国机床行业发展，特别是高端数控机床行业发展提供了良好的市场机遇。

图表 12 2006-2010 年我国数控机床进出口额（单位：百万美元）



资料来源：CEIC、东方证券研究所

3. 国内金属成形机床行业整合空间较大

根据中国机床工具工业协会统计的 2010 年 1-6 月金属成形机床行业销售收入前十名中，江苏省就有 6 个，其中 4 个在扬州地区。该地区的企业不仅生产能力和规模快速上升，而且产品技术水平迅速提高，金属成形机床产业基地已经初具规模。

与金属切削机床不同，在金属成形机床行业中，中小型民营企业占了大多数，而大型企业较少。据国家统计局数据显示，2009 年金属成形机床销售产值为 314.16 亿元，但行业内规模最大的企业的销售产值仅为 20 亿元左右。

图表 13 2008 年中国前 5 大金属成形机床企业

名次	企业	产值 (亿)	细分子行业
1	江苏扬力	16	金属成形机床
2	济南二机床	13	金属成形机床
3	天津天锻压力机	6	金属成形机床
4	江苏金方圆	5	金属成形机床
5	合肥锻压	5	金属成形机床

资料来源：、2008 机床工具工业年鉴、东方证券研究所

图表 14 2008 年世界前 5 大机床企业

名次	企业	产值 (亿美元)	细分子行业
1	山崎马扎克	25	金属切削机床
2	吉特迈	25	金属切削机床
3	通快	21	金属成形机床
4	天田	19	金属成形机床
5	大隈	17	金属切削机床

资料来源：Gardner Publish Ltd. 、东方证券研究所

对比国外成形机床企业，我国成形机床企业规模相对较小，这也说明我国成形机床市场潜力有待开发，未来成长空间巨大。

我们认为，国内金属成形机床行业逐步壮大的同时，市场集中度将进一步提高，主要原因有：

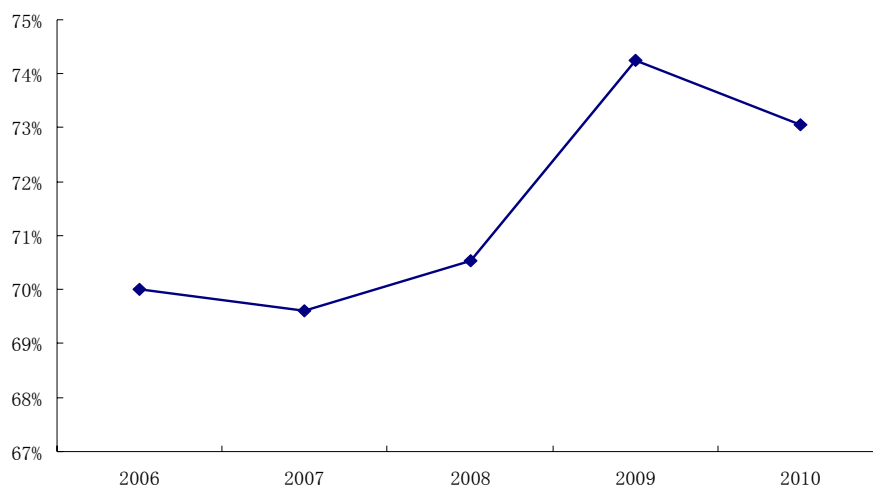
1) 行业优势企业产品品牌效应日益突出

作为初次投入较高、使用周期较长的固定资产投资，成形机床行业下游客户对机床质量、性能、安全、售后服务等方面要求较高。产品品牌需要时间、技术、客户服务等各方面检验方能建立起来，在这一点上，行业龙头企业，例如：江苏扬力、江苏金方圆、亚威股份等产品品牌已经获得市场充分认可，良好的客户基础与品牌忠诚度将是这些企业最大的竞争优势之一。

2) 下游行业集中度进一步提高

以金属成形机床需求大户汽车制造为例，2006-2010年，我国五大乘用车制造集团产量占全国产量比重逐年提升，从2006年70%提升到2010年73%的水平。

图表 15 2006-2010 年五大乘用车制造集团产量占全国产量比重



资料来源：中汽协、东方证券研究所

我们认为，下游行业集中度持续提升将促使下游企业的机床采购向更高端、技术水平更先进及售后服务更全面的机床生产企业靠拢，成形机床行业集中度提升将进一步表现在强者更强的趋势上。

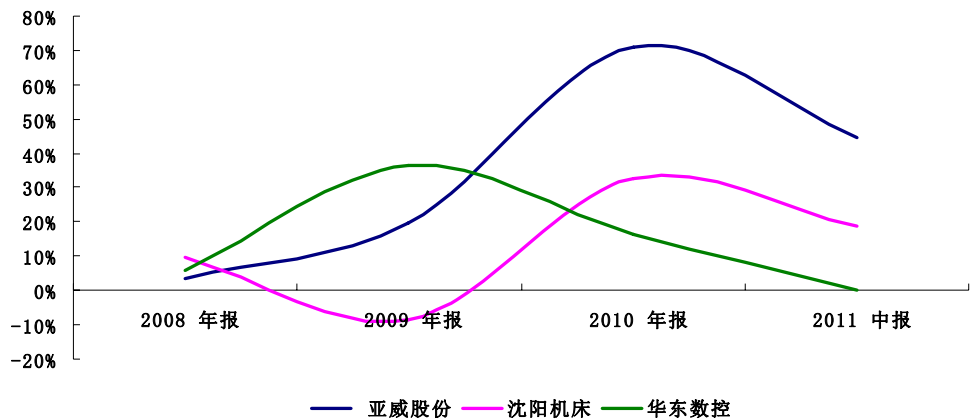
三、未来几年公司保持快速成长

1. 受益于下游行业的不断拓展

从公司下游来看，汽车、家电、铁路、船舶等行业是公司产品的传统下游，近年来，随着公司技术实力的不断增强及公司产品认可度的不断增加，公司产品在许多新行业得到应用，例如电网输变电设备制造业、农业机械制造业、高速列车制造业、信息技术制造业等行业。电网输变电设备制造所需要的加工机床主要有加工变压器矽钢片的冲压设备，钢结构加工的数控金属形成成套设备，包括数控折弯机、数控剪板机及卷板类加工机床等；据统计，到2020 年我国装机容量将达到10 亿千瓦，我国输变电设备制造业面临着巨大的市场需求。在农业机械方面，农机正经历由低档产品在向大型、高效、成套及智能化等高档产品发展，自动化程度高的大型农业机械的制造离不开高端的数控机床。

由于公司下游分布广泛并且受新兴行业拉动，公司数控机床产品面临较大的市场发展空间，这表现为公司产品在经济下滑时需求受到的影响较小；同时，在经济复苏过程中，需求恢复速度较快，如下图所示：

图表 16 公司营业收入增长率与相关公司比较



资料来源：WIND、东方证券研究所

可以看出，公司营业收入增长率即使在金融危机的 2008 年仍保持正向增长，并且随着我国经济复苏，公司营业收入出现了大幅增长；其他同类公司（例如沈阳机床），在金融危机期间多出现负增长，并且在我国经济复苏中增长率相对缓慢。

2. 产能扩张保证公司快速发展

近年来，由于公司业务发展迅速，产能成为公司发展的瓶颈，集中表现为公司各业务产能利用率居高不下，如下表所示：

图表 17 公司 2010 年产能利用率情况

	产能利用率
数控平板加工机床	97.07%
数控卷板加工机床	107.69%
普通平板加工机床	109.06%

资料来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

公司上市后，利用募集资金扩张产能，产能瓶颈大大缓解。募投项目包括新增大型数控板料折弯机产能 84 台、数控转塔冲床 245 台、高速精密数控卷板加工机械 40 台，项目将陆续在明年年中之前达产。此外，公司拟用超募资金 7020 万元、12540 万元、5620 万元投资研发中心项目、数控折弯机技术改造项目 and 高速精密数控卷板加工生产线项目二期的建设，预计达产后将有效缓解公司产能瓶颈，消除公司发展的最大障碍，保障公司后续发展。

图表 18 公司募投项目情况

项目	2010年产量	新增产能			
		2011年	2012年	2013年	合计
数控转塔冲床	312	80	130	35	245
高速精密卷板校平剪切生产线	42	30	20	20	72
大型数控板料折弯机	78	40	20	24	84
数控折弯机技术改造项目	670	200	200	100	500

资料来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

3. 上市后竞争优势更加突出

根据中国机床工具工业协会统计数据显示，2008年、2009年、2010年上半年公司销售收入位居行业第9、第9、第5，其中数控产品销售收入位居行业第5、第5、第4，产品数控化率较高。从公司竞争对手来看，中端产品市场竞争对手主要是国内同行业企业，高端产品则直接面对国外厂商的竞争。

图表 19 亚威股份主要竞争对手

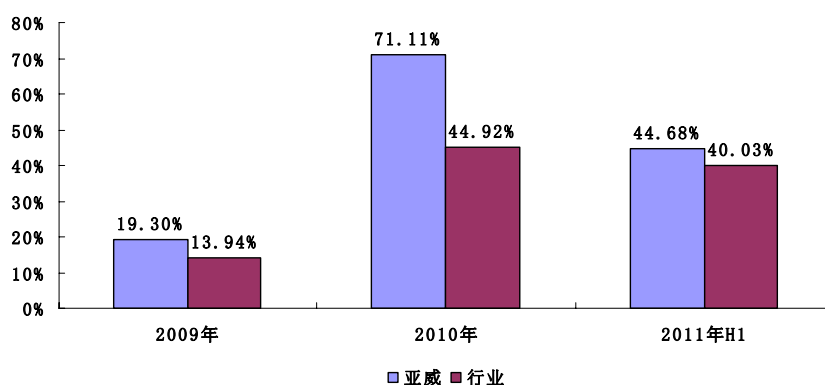
产品类别	国内主要竞争对手	国外主要竞争对手
数控折弯机、普通折弯机	黄石锻压、江苏金方圆、江苏扬力集团、南海力丰	日本阿马达、瑞士百超、加拿大爱克
数控剪板机、普通剪板机	黄石锻压、江苏金方圆、江苏扬力	日本阿马达、瑞士百超、加拿大

	集团、南海力丰	爱克
数控转塔冲床	江苏金方圆、江苏扬力集团、济南捷迈、广东大同	日本阿马达、日本村田、芬兰FINN-POWER、台湾台励福
数控卷板加工机械	国内能研制数控卷板加工机械的厂家很少	意大利 FIMI、韩国大炫、台湾威泰、荣华、麒麟

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

我们认为，公司上市后，不仅利用募投项目解决了产能瓶颈问题，而且利用上市公司平台扩大了公司知名度，这对公司竞争力的提高将起到有力推动作用。从过去3年情况来看，公司营业收入与营业利润增长速度高于行业平均水平，也说明公司竞争力的提高。

图表 20 公司成长能力与行业比较

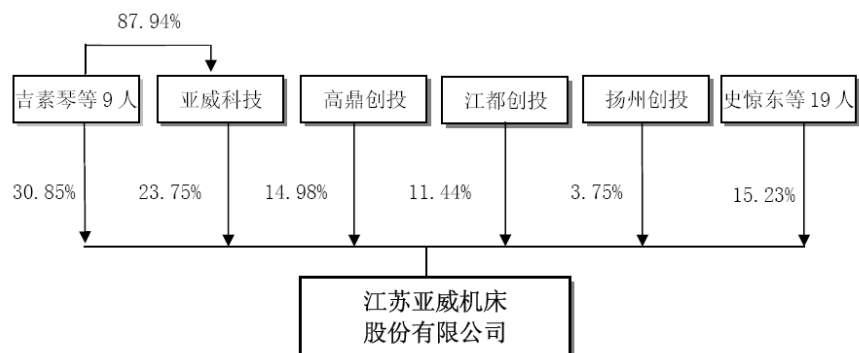


资料来源：Wind、东方证券研究所

4. 治理结构是公司运营效率的保证

公司实际控制人为古素琴等自然人，并且公司关键岗位人员通过江都创投等机构持有公司股份，如下所示：

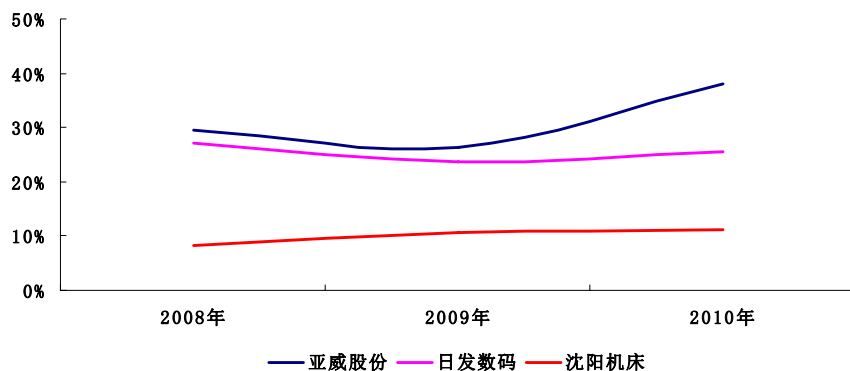
图表 21 公司股权结构示意



资料来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

我们认为，公司这种治理机构既保证了实际控制人对公司管控，而且还保证了公司关键员工对公司的认可，这在很大程度上保证了公司的运营效率。我们选取净资产收益率指标进行对比，可以看出，公司净资产收益率明显高出同类型其他上市公司。

图表 22 公司净资产收益率（ROE）与其他公司比较



资料来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

我们认为，随着公司产能瓶颈的化解，公司规模效益将不断显现，由此带来的规模效益将使得公司运营效率进一步提升，从而使公司获得更大的竞争优势。

四、盈利预测及投资评级

1. 盈利预测假设

综合公司目前的发展趋势，我们预计随着募投产能的相继释放，新产品激光切割机与层压机陆续获得市场认同，公司产品销售收入有望持续增长，具体产品销售收入增长率与毛利率如下表所示。数控冲床产品方面，由于募投项目的逐步释放，我们假定未来3年增长率分别为45%、35%、20%；数控开卷校平剪切线系列产品，随着募投项目的逐步释放，假定未来3年增长率分别为40%、35%、30%；数控折弯机系列产品，随着募投项目的逐步释放，假定未来3年增长率分别为45%、35%、30%。

在公司营业成本构成中，钢铁、数控系统、液压系统是公司营业成本的主要组成部分，2010年以上三项占营业成本的比例分布为17.04%、10.06%、11.95%。从钢铁价格来看，未来3年需求端受到投资增收下滑影响呈现下滑趋势，供给端受产能淘汰影响适度萎缩，我们认为未来3年钢铁价格呈现平稳运行态势；从数控系统及液压系统来看，目前公司数控系统及液压系统多采用国外客户产品，价格较高，我们认为未来3年随着我国国内高端数控系统及液压系统不断进步，公司使用的数控系统及液压系统价格将出现下滑趋势。产品价格方面，考虑到公司面临激烈的市场竞争，未来3年公司产品价格将走出稳中有降的运行趋势。综合分析，未来3年我们认为公司产品的毛利率将呈现稳中有降的态势。报告盈利预测核心假设如下：

图表 23 盈利预测核心假设

产品	核心假设	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
激光切割机	营业收入（百万元）	-	1.54	6.15	18.46	24.00
	增速	-	-	300%	200%	30%
	毛利率	-	28.8%	28.0%	27.5%	2.07%
层压机	营业收入（百万元）	-	0.91	3.65	10.94	21.88
	增速	-	-	300%	200%	100%
	毛利率	-	14.1%	15.0%	14.5%	14.0%
普通剪切机系列产品	营业收入（百万元）	24.94	26.95	25.60	24.32	23.11
	增速	13%	8.1%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	17.1%	20.4%	20.0%	19.5%	19.0%
普通折弯机系列产品	营业收入（百万元）	23.05	28.99	27.54	26.17	24.86
	增速	-5.2%	25%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	17%	24.6%	20.0%	19.5%	19.0%

数控冲床系列产品	营业收入（百万元）	115.25	212.84	308.62	416.64	499.97
	增速	63.2%	84.7%	45.0%	35.0%	20%
	毛利率	24.1%	26.6%	26.5%	26.0%	25.5%
数控剪切机系列产品	营业收入（百万元）	25.12	40.48	56.67	76.51	99.46
	增速	65.4%	61.2%	40%	35%	30%
	毛利率	25.7%	23.8%	23.5%	23.0%	22.5%
数控开卷校平剪切线系列产品	营业收入（百万元）	45.99	83.41	120.94	163.27	212.25
	增速	6.3%	81.3%	45%	35%	30%
	毛利率	31.3%	23.2%	24.0%	23.5%	23.0%
数控折弯机系列产品	营业收入（百万元）	133.46	209.92	304.38	410.92	534.19
	增速	10.2%	57.3%	45%	35%	30%
	毛利率	25.9%	27.0%	27.5%	27.0%	26.5%
其他	营业收入（百万元）	7.9	37.9	50	80	115
	增速	16.9%	377.7%	32.1%	60.0%	43.8%
	毛利率	36.0%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营业收入（百万元）	375.7	642.9	903.6	1227.2	1554.7
	增速	19.5%	71.1%	40.5%	35.8%	26.7%
	毛利率	25.1%	25.3%	25.7%	25.2%	24.6%

资料来源：东方证券研究所

2. 业绩预测及投资评级

在以上核心假设下，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.19 元、1.63 元、1.91 元，盈利年均复合增长率达到 30%。在现有上市公司中，成形机床及部分切削机床公司如下：

图表 24 可比公司估值情况

公司名称	每股收益预测		市盈率	
	2011E	2012E	2011E	2012E

成形机床	法因数控	0.23	0.28	59	49
切削机床	沈阳机床	0.39	0.53	32	23
	日发数码	1.07	1.40	28	21
	华东数控	0.61	0.80	22	17

资料来源：WIND, 东方证券研究所

在上述公司中，与公司最具可比性的是成形机床上市公司法因数控，其估值水平为 2011 年 59 倍、2012 年 49 倍。参考可比公司估值水平，考虑到公司具有发展前景以及公司良好的成长空间，我们给予 2011 年 32 倍 PE 估值，对应目标价为 38.08 元，首次给予公司增持评级。

五、风险提示

1. 政府补贴不确定性

2008-2010 年政府补助占公司利润比重较高，接近 20%。2011 年上半年公司获得的政府补助大幅减少，使营业外收入减少 880 万元，政府补助的不确定性对公司短期利润增速有负面影响。

2. 经济下滑风险

公司产品下游分散，部分行业为周期性行业，未来中国经济发展不确定性也将影响公司产品销售收入的增长。

图表 25 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	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	89.04	598.29	465.53	559.97	营业收入	642.91	903.56	1227.22	1554.71
应收账款	46.32	65.45	88.89	112.61	营业成本	480.20	671.73	918.43	1171.81
存货	204.32	285.81	390.77	498.58	营业税金及附加	1.72	2.42	3.29	4.16
其他流动资产	71.58	100.40	136.76	173.78	营业费用	30.77	45.18	60.13	74.63
长期股权投资	34.19	34.19	34.19	34.19	管理费用	52.24	72.28	98.18	124.38
固定资产	169.83	339.93	500.84	511.62	财务费用	4.70	-2.16	-11.84	-8.22
无形资产	44.30	71.32	116.98	120.43	资产减值损失	3.66	2.59	3.52	3.56
其他	32.41	44.07	60.09	53.88	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	691.99	1539.45	1794.06	2065.08	投资净收益	0.96	0.00	0.00	0.00
短期借款	153.32	0.00	0.00	0.00	营业利润	70.58	111.53	155.51	184.38
应付账款	108.36	151.57	207.24	264.42	营业外收入	18.30	11.00	11.00	11.00
长期借款	5.00	0.00	10.00	20.00	营业外支出	2.14	2.00	2.00	2.00
其他负债	185.48	216.93	281.62	342.99	利润总额	86.74	120.53	164.51	193.38
负债合计	452.16	368.51	498.86	627.41	所得税	11.14	15.67	21.39	25.14
少数股东权益	5.89	6.20	6.30	6.48	净利润	75.61	104.86	143.13	168.24
股本	66.00	88.00	88.00	88.00	少数股东损益	0.12	0.30	0.10	0.18
资本公积	34.09	851.54	851.54	851.54	归属于母公司净利润	75.48	104.56	143.02	168.07
留存收益	133.89	225.25	349.39	491.69	EBITDA	85.12	127.45	172.42	211.55
归属母公司股东权益	233.94	1164.75	1288.90	1431.19	EPS (元)	0.86	1.19	1.63	1.91
负债和股东权益	691.99	1539.45	1794.06	2065.08	成长能力				
现金流量表					营业收入	71.11%	40.54%	35.82%	26.69%
单位: 百万元					EBIT	86.32%	47.15%	31.38%	22.62%
经营活动现金流	64.88	92.22	115.63	145.41	归属于母公司净利润	90.61%	38.51%	36.79%	17.51%
净利润	75.61	104.86	143.13	168.23	获利能力				
折旧摊销	10.80	18.09	28.75	35.38	毛利率	25.31%	25.66%	25.16%	24.63%
财务费用	4.58	-2.16	-11.84	-8.20	净利率	11.74%	11.57%	11.65%	10.81%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	32.27%	8.98%	11.10%	11.74%
营运资金变动	88.35	82.50	109.14	115.51	ROA	10.93%	6.81%	7.98%	8.15%
其它	-109.76	-112.91	-165.28	-173.55	ROIC	15.14%	13.23%	11.89%	13.05%
投资活动现金流	-121.73	-228.67	-251.35	-43.40	资本结构				
资本支出	-95.98	-228.67	-251.35	-43.40	资产负债率	65.34%	23.94%	27.81%	30.38%
长期投资	34.19	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.98	3.09	2.35	2.32
其他	-59.94	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.49	2.25	1.50	1.46
筹资活动现金流	40.33	645.70	2.96	-7.56	总资产周转率	1.09	0.81	0.74	0.81
短期借款	0.00	-24.40	0.00	0.00	应收账款周转率	18.19	16.17	15.90	15.43
长期借款	-24.40	-5.00	10.00	10.00	每股指标 (元)				
普通股增加	0.00	22.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.74	1.05	1.31	1.65
资本公积增加	0.00	817.45	0.00	0.00	每股净资产	2.66	13.24	14.65	16.26
其他	64.73	-164.35	-7.04	-17.56					

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