

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

机械设备

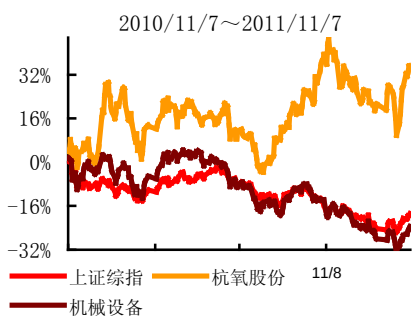
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据

市价(元)	25.6
上市的流通A股(亿股)	2.22
总股本(亿股)	6.01
52周股价最高最低(元)	17.8/28.33
上证指数/深证成指	2520.46/1067.96
2010年股息率	1.43%

52周相对市场表现



相关研究

杭氧股份(002430.SZ)

关注煤化工设备订单与气站建设

投资要点

● **空分设备未来将以稳定增长为主。**现阶段空气分离成套设备占公司收入的7成以上，是公司主要收入、利润来源。空分设备主要用于钢铁、石化、电力、煤化工等重化工行业，目前国内年产量估计在400万方左右，年产值在100亿元左右。随着国内工业化进行到中后期，未来国内钢铁、石化等行业的年新增产能将相对稳定，来自这些传统领域新建项目的空分设备需求也将趋于稳定。空分设备的需求增量将主要来自钢铁、电力等行业的技术更新改造需求和国内煤化工项目大规模发展后带来的相关需求。我们预计未来国内空分设备需求年增速在10%-15%之间。

● **公司在国内大型成套空分设备领域优势明显。**公司空分设备最大规格为6万方，在研8万方，已承接一套12万方设备，国际同行最大规格为11万方。公司已获得多项煤化工试点项目的空分成套设备订单，其大型成套空分设备的综合市占率为41.24%，优势明显。

● **气体业务处于快速扩张阶段。**气体业务是公司现有空分设备业务的延伸。国内气体年销售额超过500亿元，其中超过一半为自供气，预计未来年增速为10%-12%，自供气比例将逐渐下滑。公司目前已建和在建项目共17个，其中已建成投产的供气能力为11.75万方，在建项目供气能力共约20.51万方，这些项目的陆续投产将推动公司气体业务收入的快速增长。预计2011年—2013年公司气体销售分别为7亿元、15亿元和25亿元左右。

● **评级与估值。**考虑到公司正在由设备供应商转向气体供应商，气体业务快速扩张，整体业务波动小于纯设备类公司，建议增持。风险在于设备订单受经济周期影响，气站建设进度不如预期。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3023.39	4021	5227	6796
增长率(%)	12.54	33	30	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	354.76	498	60	868
增长率(%)	41.46	30.60	30.93	30.27
毛利率(%)	29.62	26.93	26.91	26.92
净资产收益率(%)	14.81	18.08	19.72	20.56
EPS(元)	0.97	0.83	1.10	1.44
P/E(倍)	43.59	31.03	23.42	17.82
P/B(倍)	6.67	5.34	4.45	3.56

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、空分设备占公司收入的 7 成以上.....	3
二、空分设备未来将维持稳定增长.....	3
1、工业化推动国内大型空分设备需求快速增长.....	3
2、重化工业技术进步推动空分设备向大型化发展.....	4
3、未来国内空分设备需求主要将来自更新升级和煤化工.....	4
4、公司在国内大型空分设备领域具有优势地位.....	5
5、公司分空设备订单持续增长.....	6
6、公司分空设备收入近年随经济周期波动.....	6
三、气体销售处于快速扩张阶段.....	7
1、未来国内气体需求年增 10%-12%之间.....	7
2、国内工业气体自供率超过 50%	7
3、公司近年来积极布局气站项目.....	7
4、气体业务收入快速增长	7
四、公司盈利预测	8
1、公司分部收入预测	8
2、公司盈利预测	8
五、公司估值与投资评级	9
六、风险因素	9

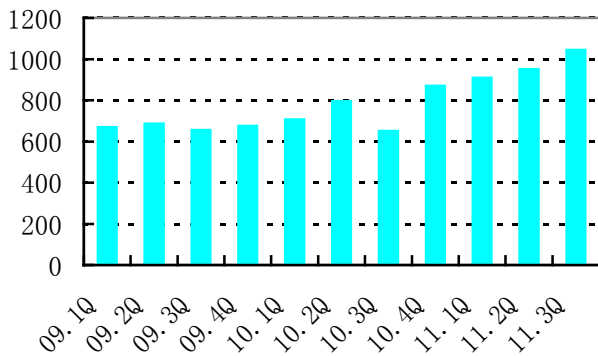
图表目录

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）	3
图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）	3
图 3：2000 年-2008 年我国空分设备产量（万 m ³ /h）	4
图 4：2010 年 6 月以来公司预收账款余额（亿元）	6
图 5：2007 年—2011 年公司空分设备收入及毛利率	6
图 6：2007 年—2011 年公司气体业务收入（百万元）	8
图 7：2007 年—2011 年公司气体业务毛利率	8
表 1：公司分部业务预测	8
表 2：公司盈利预测表	8
表 3：公司自由现金流预测	9
附录：财务预测表	10

一、空分设备占公司收入的 7 成以上

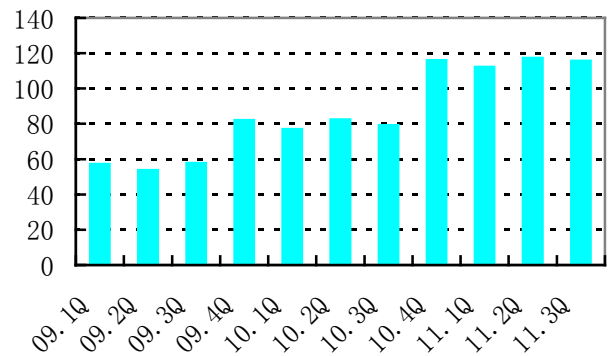
公司现有业务主要为空分设备以及在此基础上延伸出来的气体销售业务，自 2010 年 6 月上市以来，公司各季度收入持续上升，近 4 个季度单季盈利基本稳定在 1.1 亿-1.2 亿之间，详见图 1 和图 2。

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）



资料来源：民族证券

2011 年中期，公司空分设备实现收入 14.03 亿元，占公司总收入的 75.41%，毛利率 25.43%；气体销售实现收入 2.4 亿元，占公司收入的 16.62%，毛利率 22.37%。

二、空分设备未来将维持稳定增长

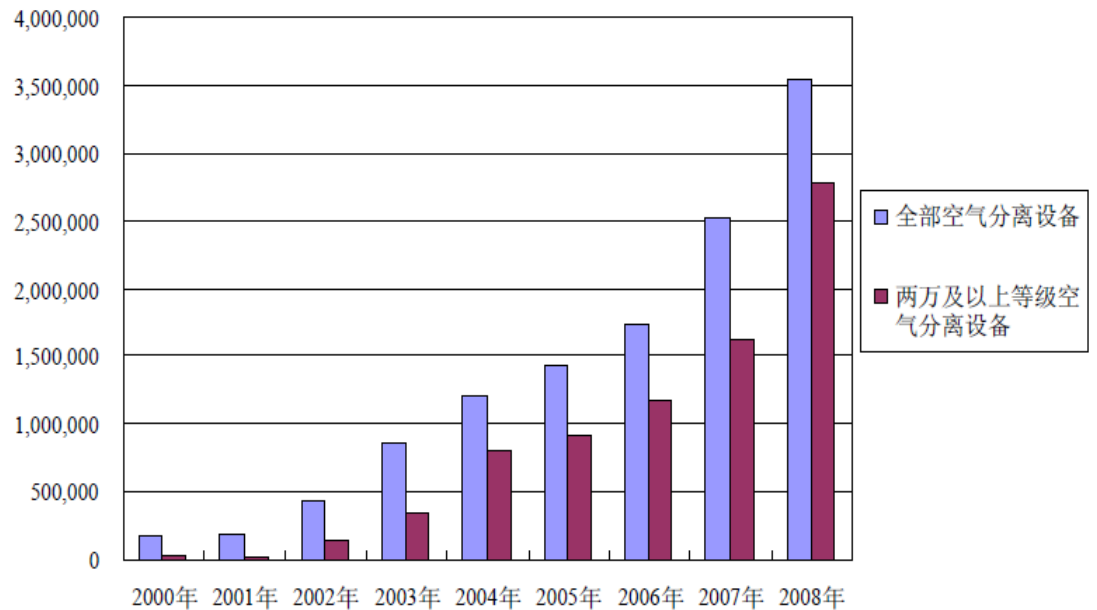
空分设备的工作原理是利用低温精馏技术，对空气进行分离后，制取高纯度的氧气、氮气及氩气等气体。具体是先将混合气体低温液化，然而再利用不同气体的沸点不同，通过控制升温温度进行气化，从而分离出不同的气体。低温液化过程通过压缩空气膨胀制冷实现。系统主要包括压缩系统、净化系统、制冷系统、热交换系统、精馏系统、产品输送系统、液体贮存系统和控制系统等。

成套空气分离设备的主要部机及气体产品储运设备包括精馏塔、板翅式换热器、离心式空气压缩机、离心式氧气压缩机、离心式氮气压缩机、离心式膨胀机、液氧液氮设备、液化贮槽、液化气体运输槽车等。

1、工业化推动国内大型空分设备需求快速增长

随着国内冶金、化工等重化工行业的发展，我国空分设备的产量也持续增长。2008 年，国内以制氧量为统计口径计算的空分设备产量为 353.8 万 m^3/h ，比 2000 年的 16.7 万 m^3/h 增长了 21.18 倍，详见图 3。其中大型空分设备产量由 2000 年的 2.53 万 m^3/h 增加到 2008 年的 277.5 万 m^3/h ，增长了 109 倍，占比由 2000 年的 15.15% 上升至 2008 年的 78.43%。2005 年之前，国内空分设备需求增长的主要推动因素为钢铁行业的产能增长，2005 年之后，化工及工业气体行业成为空分设备需求增长的主要推动因素。国内目前气体分离设备的年需求量在 100 亿元左右。

图 3：2000 年-2008 年我国空分设备产量 （万 m³/h）



数据来源：公司招股说明书

2、重化工业技术进步推动空分设备向大型化发展

空分设备是为了满足冶金、化工等行业对氧气、氮气、氩气等工业气体的需求而产生的，空分设备最初的主要功能为制取氧气，因此又被称为制氧机。1920S，制氧机的主要用户是钢铁企业，仅用于金属的气焊和切割，每一百万吨钢的年生产能力仅需配备制氧能力约为 200 m³/h 的制氧机。到 1930S 末，为满足氮肥工业对氮气的需求，制氧机也发展到能同时生产氧气和氮气，改称为空气分离设备，其应用领域逐步拓展到化工行业。1950S 末，随着氧气顶吹转炉炼钢工艺的出现，钢铁企业的用氧量迅速上升，每一百万吨钢的年生产能力，需要配置空分设备的制氧能力提高到约 1 万 m³/h，空分设备开始向大型化方向发展。此后，随着高炉富氧鼓风炼铁工艺的普遍采用，钢铁企业对空分设备的需求逐步向 3 万及以上等级发展。1980S，由于国际石油价格的上升，煤气化及煤液化等新型煤化工技术得到发展，推动了空分设备向特大型化方向发展，目前国际上投入运营的最高等级空分设备的制氧能力已达到 11 万 m³/h，国外空分设备制造企业正在进行 12 万等级的研制工作。

3、未来国内空分设备需求主要来自更新升级和煤化工

随着我国工业化进行到目前阶段，未来空分设备的主要下游行业钢铁、石化等行业的新增产能将相对稳定，空分设备的需求增长将主要来自下游钢铁、电力行业技术升级带来的更新改造需求，以及煤化工等新兴行业发展带来的新增需求，整体行业需求将进入稳定增长阶段。主要下游行业需求情况如下：

钢铁行业。100 万吨/年的钢铁产能需配套制氧能力 1.5 万 m³/h。若采用熔融大还原炼铁技术，则 100 万吨/年的钢铁产能需配套制氧能力 5 万 m³/h。未来钢铁行业对大型空分设备的需求主要来自更新改造，包括为降低能耗而使用大型空分设行代替中小型空分设备，以及为

达到节能减排效果采用新的冶炼工艺而形成的对大型空分设备的需求。按我国粗钢产能 7 亿吨测算，钢铁行业保有的空分设备的总制氧量为 1050 万 m^3/h ，其中多数为中小型空分设备，假设每年更新 10% 的产能，则年需求为 105 万 m^3/h 。如果现有钢铁冶炼产能中 20% 进行熔融还原炼铁技术改造，其所需的大型空分设备的总制氧量将超过 500 万 m^3/h 。

电力行业。每百万千瓦 IGCC 机组需要配备空分设备约 20 万 m^3/h ，目前我国在建和筹建的 IGCC 项目包括“神华惠州大亚湾 2×40 万 KW 项目和鄂尔多斯项目”、“华能集团天津滨海新区 25 万 KW + 2×40 万 KW 示范电站”、“华电集团杭州半山 20 万 KW 项目”、“大唐发电沈阳 4×40 万 KW 项目”、“东莞电化太阳洲 4×20 万 KW 项目”、“国电江苏海门 2×40 万 KW 项目”、“中电投廊坊 2×40 万 KW 项目”等，仅上述 IGCC 项目所需的空气分离设备的制氧量就在 130 万 m^3/h 以上。截止到 2010 年底，国内火电装机容量为 7.07 亿千瓦，如果对其中的 10% 进行 IGCC 技术改造，则所需的空分设备的总制氧量将在 1400 万 m^3/h 以上。

煤化工。发改委明确未来重点抓好煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等 5 类示范工程。年产每 100 万吨煤制合成油需配置的空分设备制氧能力约为 30 万 m^3/h ，年产每 100 万吨煤制甲醇需配套制氧能力 12 万 m^3/h ，每 1000 万 m^3/d 的煤制气产能需配套制氧能力 24 万 m^3/h ，年产每 100 万吨煤液化产能需配套制氧能力 10 万 m^3/h 。已获国家批准的处于建设或前期阶段的煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制天然气等示范工程包括“神华包头 60 万吨煤制烯烃项目”、“中天合创 300 万吨煤制二甲醚项目”、“新疆广汇 100 万吨煤制二甲醚项目”、“中煤黑龙江 60 万吨煤制烯烃项目”、“大唐克旗 40 亿方煤制天然气项目”、“大唐阜新 40 亿方煤制天然气项目”、“鄂尔多斯汇能 16 亿方煤制天然气项目”等，上述项目预计将形成 120 万吨/年的煤制烯烃、380 万吨/年的煤制二甲醚、3,000 万立方米/日的煤制天然气的生产能力。形成上述煤化工产品的生产能力，预计需要制氧能力约 200 万 m^3/h 的大型空气分离设备。2010 年末，在停滞一段时间后，国家发改委又批准了一批煤化工试点项目，目前这一批项目正处于前期设计阶段，预计未来一两年将进入设备招标和交付阶段。

化肥行业。30 万吨/年的合成氨需配套制氧能力 3 万 m^3/h 。2010 年国内化肥产量为 6600 万吨左右，基本稳定；原油产量 2.03 亿吨，年均增幅在 3% 左右；原油加工量 4.5 亿吨左右，年均增长 8% 左右。整体而言，石油化工行业未来需求将相对稳定。

综上所述，预计未来国内大型空分设备的年需求增速在 10%-15% 之间。

4、公司在国内大型空分设备领域具有优势地位

公司空分设备产品最大规格制氧量达到 6 万 m^3/h ，正在进行 8 万 m^3/h 的设备研制，并已承接一套 12 万 m^3/h 的大型空分设备订单。公司空分设备的下游用户主要为煤化工行业和钢铁行业。

国内中小型空分设备主要应用于中小型冶金企业，大型空分设备主要应用于煤化工、化肥、石化、大型冶金企业及采用 IGCC 技术的电力企业。在 2 万-4 万等级大型空分设备制造领域，公司的主要竞争对手为四川空分设备和开封空分公司，在 4 万及以上等级特大型空分设备制造领域，公司的主要竞争对手为液空（杭州）公司和林德（杭州）公司。目前大型空分设备占公司空分设备总产量的 90% 以上，2008 年公司在 2 万等级以下的空分设备领域市占率为 12.99%，在 2 万-4 万等级之间的空分设备领域市占率为 46.01%，在 4 万等级以上的空分设备市占率为 38.8%，公司大型成套空分设备的综合市占率为 41.24%。

5、公司分空设备订单持续增长

2006 年 3 月，大唐国际发电股份有限公司向公司订购了 3 套 5.8 万 m³/h 大型成套空气分离设备，用于其煤制烯烃项目；2007 年 2 月，神华包头煤化工有限公司向本公司订购了 4 套 6 万 m³/h 大型成套空气分离设备，用于其煤制烯烃项目；2007 年 11 月，大唐国际发电股份有限公司向本公司订购了 6 套 4.8 万 m³/h 大型成套空气分离设备，用于其煤制天然气项目。

2010 年公司完成大中型空分设备订单 33 套，其中 3 万等级以上空分设备 12 套，新增订单的合同金额较上年同比增长 50.01%，当年公司还成功签订了 1 套 12 万等级空分设备的出口合同，在特大型空分设备领域取得了重大突破。

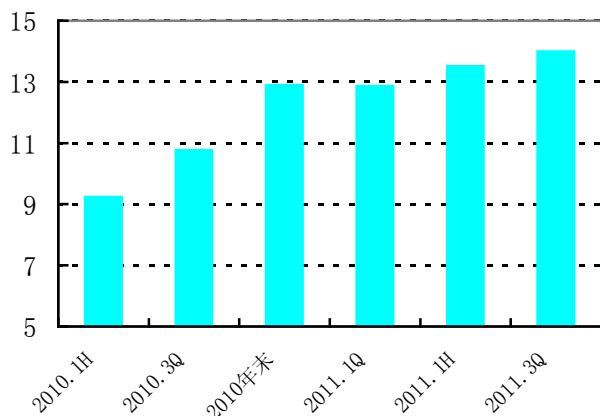
2011 年 10 月，公司获得中煤陕西榆林能源化公司 360 万吨煤制甲醇项目一期工程 4 套 6 万 m³/h 的空分设备，金额为 9.52 亿元，首套交付期为合同生效后 17 个月内。该项目应该是 2010 年底新批的项目。

此外，从预收账款来看，自 2010 年下半年起，公司各个季度末的预收账款在持续增长，由 2010 年 6 月末的 9.23 亿元增至 2011 年 9 月末的 13.99 亿元，显示公司新接订单和在手订单情况良好，详见图 4。

6、公司分空设备收入近年随经济周期波动

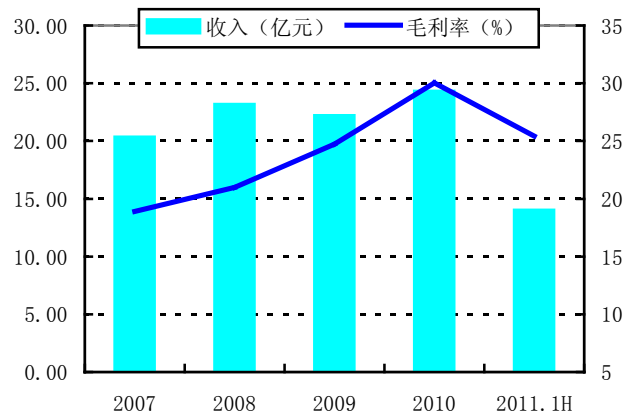
由于公司空分设备主要用于钢铁、石化等周期性行业，因此其收入也不可避免地受到国内经济周期的影响，详见图 5。而且，从以往的情况来看，公司空分设备的需求周期应该是滞后于经济周期，2010 年下半年以来公司空分设备收入和订单的增长主要是对 2009 年以来这一轮经济周期的滞后反应。随着国内经济下行，预计 2012 年公司空分设备的订单和收入增速也将受到一些不利影响，但长远来看，这一块业务有望实现 15% 左右的增长。

图 4：2010 年 6 月以来公司预收账款余额（亿元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 5：2007 年—2011 年公司空分设备收入及毛利率



资料来源：民族证券、WIND 资讯

2007 年-2010 年，公司空分设备毛利率逐年上升，主要因为 5 万及以上等级特大型成套空分设备占比上升，今年上半年公司空分设备毛利率回归到 25.43% 的水平。

三、气体销售处于快速扩张阶段

工业气体是指氧、氮、氩、氦、氖、氦、氩、氢、二氧化碳、乙炔、天然气等。由于这些气体具有固有的物理和化学特性，推广应用速度非常快，几乎渗透到各行各业。目前工业气体的市场供应模式主要有瓶装气体供应、液态气体供应、现场生产直接供应和管道集中供应。气体供应中，氧气、氮气是主要产品，占全部工业气体产品的 90% 左右。

1、未来国内气体需求年增 10%-12% 之间

根据美国工业气体市场的分析，气体工业的增长率一般为国内生产总值增长的 1.25 倍至 1.5 倍。2002 年我国工业气体年增长率为 12%，2005 年为 15%，假设未来 5 年国内 GDP 年均增速在 8% 左右，则国内气体年需求增速在 10%-12% 之间，预计到 2016 年，年产值可达 1000 亿元左右。

2、国内工业气体自供率超过 50%

国内钢铁企业、化工企业的气体车间或气体厂主要从事自用气体的生产，没有独立面向市场。1980S，外资开始进入中国气体市场，通过收购、新设等方式建立气体公司，向国内气体用户提供气体产品。随着气体供应商供气模式的引入，国内企业原有的气体车间、气体厂、供气站等纷纷发展为独立的气体公司。

目前国内共有气体企业 2000 余家，其中自产自销气体占 50% 以上，国外公司已经在国内投资设立了近百家合资或独资的气体公司，占市场化气体销售的 1/3 以上。国际上大型的气体供应商都是由空分设备制造商发展来的。

3、公司近年来积极布局气站项目

公司目前共有气体项目 17 个，其中上市前已建成投产的项目有 5 个，分别为河南气体公司、湖北气体公司、波兰气体公司、建德气体公司和九江气体公司，其中河南气体公司为河南信阳钢铁配套，空分能力为 1.36 万方，属于比较大的项目，其他为小项目。上市前在建项目 1 个，为河南信阳二期，该项目已于 2011 年 3 季度投产。2010 年新增气体项目 5 个，分别为承德气体、蚌埠气体、吉林气体、济源气体和衢州气体，其中济源项目、蚌埠项目、吉林项目于今年投产，承德和衢州项目将于 2012 年投产。2011 年公司新增气体项目为 6 个，分别为萧山气体、长沙气体、江苏如东气体、广西金川新锐气体、吉林博大气体和吉林金开气体项目，这些项目将于明后年投产。整体来看，目前已有的 17 个气体项目中，已建成投产的供气能力为 11.75 万方，在建项目供气能力共约 20.51 万方，这些项目的陆续投产将推动公司气体业务收入的快速增长。

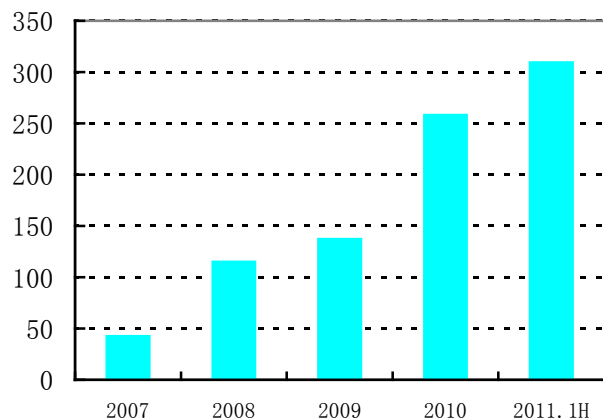
此外，公司近年新建和收购的大型气体项目多采取与重点客户签订最低供气量的方式，因此，即便经济波动，公司气体项目的收入和盈利也还是比较有保障的。

4、气体业务收入快速增长

随着公司气站项目的陆续建设和投入，过去几年里公司气体销售业务收入快速增长，从

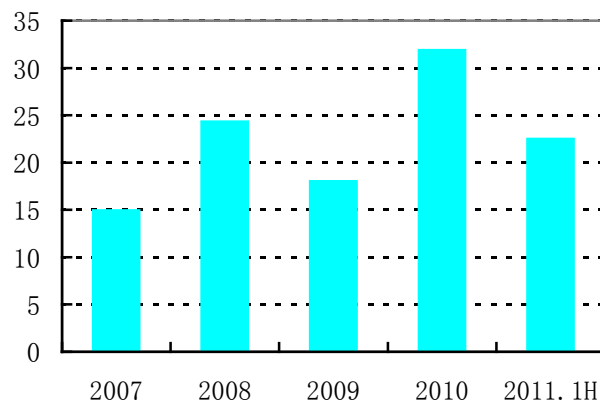
2007 年的 4000 多万元增至 2011 年的超过 6 个亿，详见图 6。气体业务的毛利率由于新项目的投建比例不同而有波动，长远来看气体项目毛利率有望稳定在 27.5% 左右，详见图 7。根据公司气体项目的建设情况，我们预计公司气体业务 2011 年—2013 年的收入分别为 7 亿元、15 亿元和 25 亿元左右。

图 6：2007 年—2011 年公司气体业务收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 7：2007 年—2011 年公司气体业务毛利率



资料来源：民族证券、WIND 资讯

四、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司主要业务收入预测如表 1 所示。

表 1：公司分部业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分部收入					
空分设备	2,222.72	2,435.11	2,922.13	3,214.35	3,696.50
气体业务	137.21	258.26	700.00	1,500.00	2,500.00
分部收入增长					
空分设备	-4.16%	9.56%	20%	10%	15%
气体业务	19.19%	88.22%	171.04%	114.29%	66.67%
分部毛利率 (%)					
空分设备	24.73	30.02	26.50	26.50	26.50
气体业务	17.88	31.75	27.50	27.50	27.50

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年—2013 年收入分别为 40.21 亿元左右、52.27 亿元左右和 67.96 亿元左右，分别增长 33%、30%和 30%，净利分别为 4.98 亿元、6.6 亿元和 8.68 亿元，每股收益分别为 0.83 元和 1.1 元和 1.44 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
--------	-------	-------	-------	-------	-------

主营业务收入	2,686	3,023	4,021	5,227	6,796
主营业务成本	2,027	2,128	2,938	3,821	4,966
主营业务税金及附加	20	16	20	26	34
营业费用	70	83	72	94	122
管理费用	240	339	382	470	612
财务费用	-9	19	6	26	34
资产减值损失	31	23	25	30	35
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	21	10	10	10
营业利润	310	436	588	770	1,003
营业外收支	24	38	28	37	48
税前利润	334	475	616	806	1,050
所得税费用	57	74	92	121	158
净利润	278	401	523	685	893
少数股东损益	27	46	25	25	25
母公司所有者净利润	251	355	498	660	868
EPS（元）	0.76	0.97	0.83	1.10	1.44

资料来源：民族证券。

五、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 28.95 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.8%左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 40.0%，则公司的加权资金成本为 9.76%，β 值取公司过去 1 年对沪深 300 指数的波动率为 1.03，永续增长率为 1.0%。得出公司的每股价值为 29.65 元，见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 28.95 元-29.65 元，建议增持。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	517	693	902	1,136	1,369
资产减值损失	25	30	35	35	35
折旧摊销	95	120	148	176	204
资本支出	(445)	(520)	(548)	(576)	(604)
营运资本支出	239	94	127	136	136
公司自由现金流	431	417	665	907	1,140

资料来源：民族证券

六、风险因素

公司风险因素主要在于：一是空分设备下游行业多为重工业，需求随经济周期波动；二是已有空分设备订单由于项目建设原因，可能延迟交付；三是气体项目建设进度不如预期，气体销售价格和销量的波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4,085	5,158	6,416	8,254
现金	1,974	2,402	2,833	3,593
应收账款	1,073	1,432	1,862	2,420
预付账款	400	529	687	894
其他应收款	11	15	20	26
存货	626	779	1,014	1,320
其他	0	0	0	0
非流动资产	1,524	1,896	2,321	2,751
长期投资	116	124	132	140
固定资产	2	2	2	2
无形资产	1,364	1,714	2,114	2,514
其他	42	56	73	95
资产总计	5,609	7,054	8,737	11,004
流动负债	2,498	3,274	4,252	5,518
短期借款	3	0	0	0
应付账款	827	1,168	1,521	1,980
其他	1,668	2,106	2,731	3,538
非流动负债	521	666	766	875
长期借款	294	364	374	365
其他	227	302	392	510
负债合计	3,018	3,940	5,018	6,393
少数股东权益	194	219	244	269
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,396	2,894	3,475	4,342
负债和股东权益	5,609	7,054	8,737	11,004

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	354	864	928	1,205
净利润	355	498	660	868
折旧摊销	76	95	120	148
财务费用	19	6	26	34
投资损失	-21	-10	-10	-10
营运资金变动	-135	239	94	127
其它	59	35	38	38
投资活动现金流	-342	-443	-518	-546
资本支出	-349	-445	-520	-548
长期投资	0	0	0	0
其他	7	2	2	2
筹资活动现金流	1,263	7	20	102
短期借款	3	-3	0	0
长期借款	60	71	10	-9
普通股增加	1,065	0	0	0
资本公积增加				
其他	-78	-6	-106	-34
现金净增加额	1,275	428	430	761

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,023	4,021	5,227	6,796
营业成本	2,128	2,938	3,821	4,966
营业税金及附加	16	20	26	34
营业费用	83	72	94	122
管理费用	339	382	470	612
财务费用	19	6	26	34
资产减值损失	23	25	30	35
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21	10	10	10
营业利润	436	588	770	1,003
营业外收支	38	28	37	48
利润总额	475	616	806	1,050
所得税	74	92	121	158
净利润	401	523	685	893
少数股东损益	46	25	25	25
归属母公司净利润	355	498	660	868
EBITDA	534	704	936	1,210
EPS（元）	0.97	0.83	1.10	1.44

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	12.54%	33.00%	30.00%	30.00%
营业利润	40.83%	34.69%	30.98%	30.28%
归属母公司净利润	41.46%	30.60%	30.93%	30.27%
获利能力				
毛利率	29.62%	26.93%	26.91%	26.92%
净利率	13.25%	13.02%	13.11%	13.14%
ROE	14.81%	18.08%	19.72%	20.56%
ROIC	12.06%	13.62%	15.03%	16.04%
偿债能力				
资产负债率	53.81%	55.86%	57.43%	58.09%
净负债比率				
流动比率	1.64	1.58	1.51	1.50
速动比率	1.38	1.34	1.27	1.26
营运能力				
总资产周转率	1.86	1.75	1.67	1.62
应收帐款周转率	0.35	0.36	0.36	0.36
应付帐款周转率	0.27	0.29	0.29	0.29
每股指标（元）				
每股收益	0.88	0.83	1.10	1.44
每股经营现金	0.88	1.44	1.54	2.00
每股净资产	5.98	4.81	5.78	7.22
估值比率				
P/E	43.59	31.03	23.42	17.82
P/B	6.67	5.34	4.45	3.56
EV/EBITDA	28.95	21.98	16.53	12.78

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在 $\pm 5\%$ 之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn