

持续稳定增长可期

研究结论

- **预期公司将全面受益于一汽大众的新一轮发展。**目前一汽大众的配套业务对公司的盈利贡献超过 50%。过去两年，一汽大众由于产能紧张，多款畅销车型需要排队、加价，导致销量增长慢于行业，市场份额持续下滑。目前一汽大众成都新工厂已投产，佛山南海工厂也已获批开建，我们认为产能问题的解决将推动一汽大众未来三年进入新一轮发展阶段，销量表现将持续好于行业，带动公司的配套业务实现迅速增长。
- **公司对一汽大众的配套份额与销售结构持续提升。**公司作为一汽体系内外饰平台的地位已确立，未来配套业务将进一步向公司倾斜。2012 年公司从外资手中夺得改款奥迪 A6L 的配套业务，预计增厚业绩 10%；2013 年将再新增换代捷达的配套业务；此外，目前奥迪品牌车型占一汽大众销量比重为 24%，根据规划，2015 年奥迪品牌占一汽大众产能比重将提升至 42%，我们认为，公司对一汽大众的配套份额与销售结构将实现双提升，盈利水平将进一步提高。
- **多重负面影响已过，业绩向好趋势明显。**3 月份日本地震导致一汽丰田停产，天津英泰业绩随之大幅下滑，3 季度一汽丰田复产，产销量迅速回升推动天津英泰业绩触底反弹；此外，2010 年新设的 4 家公司由于开办费、折旧等因素导致今年亏损幅度同比大幅增加，我们预计随着一汽大众成都工厂、一汽丰田长春工厂的投产，2012 年新设公司将大幅减亏，并在 2013 年贡献盈利。此外，近期原材料价格开始回落，将有利于公司盈利能力将的好转。我们认为，目前公司盈利最差的时候已经过去，未来向好趋势明显。
- **盈利预测与估值定价。**公司作为一汽旗下重要的零部件平台企业，未来 3 年将随着一汽大众进入新一轮发展阶段，配套业务放量及销售结构的上移将推动公司业绩步入快速增长阶段；此外，公司产品主要原材料价格已经回落、加上丰田业务受地震影响已过，新设公司逐步减亏，公司 2012 年业绩向好趋势明显。目前公司估值仅为 2011 年 8.8 倍 PE，我们认为公司基本面良好，价值被低估，以 2012 年 12 倍 PE 进行估值，对应目标价 33.55 元，首次给予公司买入评级。
- **风险提示。**1) 乘用车行业需求景气度大幅下滑；2) 原材料价格超预期大幅上涨；3) 公司主要配套的整车厂产能释放进度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

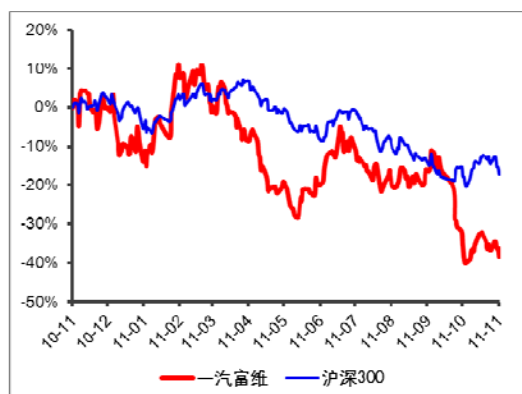
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 11 月 21 日)	20.40 元
目标价格	33.55 元
总股本/A 股 (亿股)	2.12
A 股市值 (亿元)	42.9
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 11 月 22 日

股价表现



资料来源：Wind

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,183	7,163	8,279	9,571
YOY	73.4%	15.9%	15.6%	15.6%
归属母公司净利润	571	486	591	729
YOY	60.8%	-14.8%	21.7%	23.3%
EPS(元)	2.70	2.30	2.80	3.45
ROE	29.7%	20.3%	20.6%	21.1%
市盈率(X)	7.5	8.8	7.3	5.9
市净率(X)	2.0	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	6.0	6.3	5.2	4.2

资料来源：公司报告，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声明。

目 录

1、公司是一汽旗下重要的零部件平台	4
1.1、公司简介与资产结构	4
1.2、本部车轮业务短期难有较大盈利贡献	4
1.3、合资公司质地优良，盈利贡献可观	5
2、三大因素驱动公司未来三年业绩高增长	7
2.1、一汽大众未来三年销量表现有望持续超行业	7
2.1.1、一汽大众产能问题突出，多款车型一车难求	7
2.1.2、产能问题解决，公司跟随一汽大众进入新一轮发展阶段	7
2.2、公司的战略地位与配套份额将实现双提升	8
2.2.1、公司已确立一汽集团内外饰业务平台的地位	8
2.2.2、一汽大众配套份额持续提升，奥迪业务利润贡献可观	8
2.2.3、新合资公司股比提升，更受益于一汽丰田的长期发展	8
2.3、豪华车占比增加将推动公司盈利水平显著提升	9
3、多重负面影响已过，业绩向好趋势明显	9
3.1、丰田复产，天津英泰盈利触底回升	9
3.2、新设公司将逐步减亏，业绩向好趋势明显	10
3.3、原材料价格回落，最艰难的时候已经过去	11
4、盈利预测及估值	12
4.1、核心假设与盈利预测	12
4.2、估值与投资评级	12
5、风险提示	12
5.1、乘用车需求景气程度大幅下滑	12
5.2、原材料价格再次大幅上涨	12
5.3、公司主要配套整车厂产能释放进度低于预期	13

图表目录

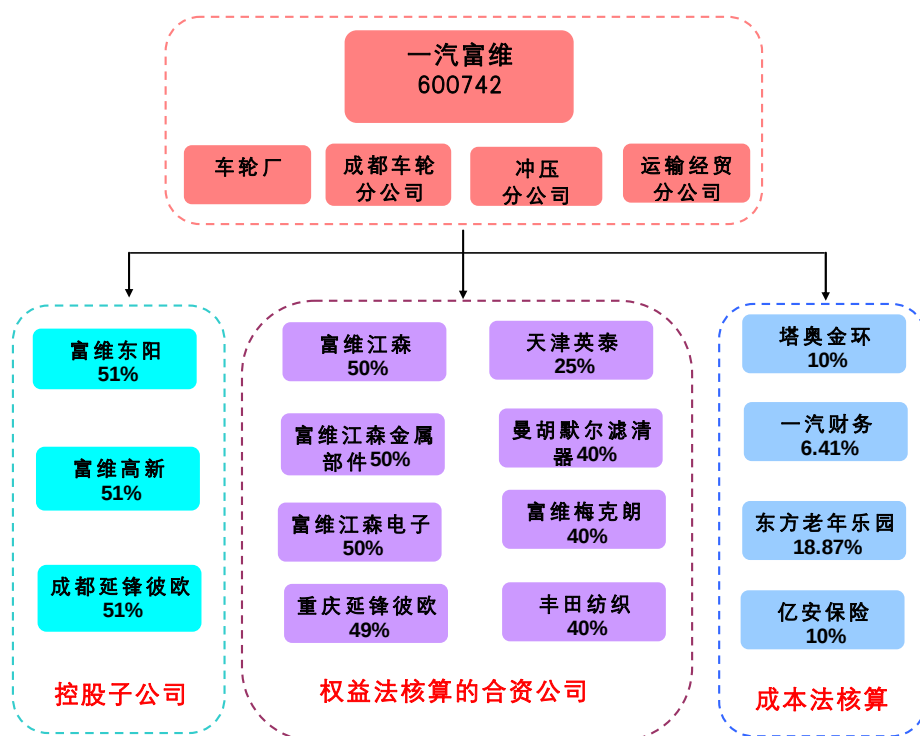
图 1 一汽富维现有资产与股权结构图	4
图 2 公司本部车轮业务收入、毛利率与本部盈利状况	5
图 3 一汽富维盈利来源结构（百万元）	6
图 4 四大变量决定公司业绩走向	错误!未定义书签。
图 5 一汽大众销量、市场份额与产能利用率	7
图 6 2011 年 1-9 月一汽大众分车型销量比重	8
图 7 奥迪 2010 年占一汽大众销量比重与 2015 年计划产能比重	9
图 8 热轧钢板 2010、2011 年月均价格对比(元/吨)	11
图 9 聚丙烯月均价格对比（美元/吨）	11
图 10 聚氨酯 TDI 月均价格对比（元/吨）	11
图 11 天津一汽丰田 2010-2011 年月度产量对比	10
图 12 2010 年新设 4 家公司盈利/亏损预测.....	10
表 1 公司本部业务三大客户销量增速、配套收入增速及收入贡献	5
表 2 一汽富维持股 20%以上的合资公司业务简介	6
表 3 公司 EPS 分拆.....	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1、公司是一汽旗下重要的零部件平台

1.1、公司简介与资产结构

一汽富维是一汽集团旗下首个上市的零部件公司,上市初期,公司主营业务是改装车及其他零部件,并涉及过汽车车箱、汽车经销、农贸市场等各种业务,后来明确了“以汽车零部件为主营业务”的发展战略,经过一系列资产置换与重组,形成了现有车轮、内外饰件、车身电子为主的资产架构。目前公司拥有车轮厂、成都车轮分公司、冲压分公司与运输经贸分公司;旗下还拥有 12 家控、参股的汽车零部件公司及 3 家非汽车类参股公司,已是一汽集团旗下重要的零部件供应平台。

图 1 一汽富维现有资产与股权结构图



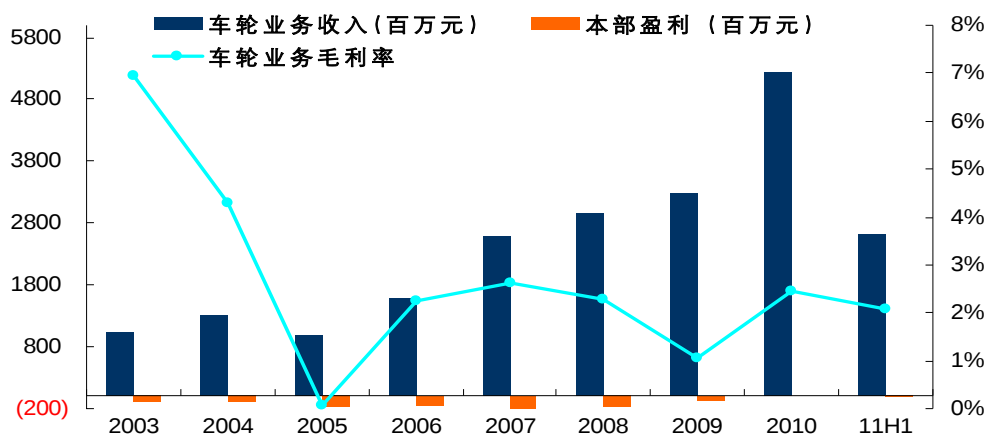
资料来源：公司资料、东方证券研究所

1.2、本部车轮业务短期难有较大盈利贡献

目前车轮业务已占到公司本部营业收入的 95%以上。车轮业务主要为一汽大众旗下捷达、新宝来等中低端车型以及一汽解放卡车配套钢车轮。我们认为,公司作为一汽体系内配套商,公司有着非常稳定的业务来源,但作为一汽集团整个庞大链条上的一环,相比同行业许多民营企业,公司在采购、销售方面均不具备很强的议价能力,因此车轮业务一直以来盈利能力较弱。2008 年,剥离改装车业务后,公司本部整体盈利状况开始好转,2010 年全年获得 1207 万元的盈利;但 2011 年上半年,由于汽车销量增长放缓,原材料价格大幅上涨等因素,本部又重新回到亏损状态。目前,公

公司已紧随一汽大众成都工厂建立了成都车轮分公司，未来将实现轮胎装配年产能 45 万辆、钢车轮年产能 120 万件。我们认为，未来公司将继续紧随一汽集团的发展步伐，但短期内盈利能力仍然难有较大的贡献。

图 2 公司本部车轮业务收入、毛利率与本部盈利状况



资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

表 1 公司本部业务三大客户销量增速、配套收入增速及收入贡献

	2007	2008	2009	2010	11H1
3 大客户销量增速					
一汽大众	33.6%	8.1%	34.1%	30.0%	15.8%
一汽解放	26.8%	0.3%	16.0%	49.8%	-27.1%
一汽轿车	42.9%	48.8%	57.0%	44.0%	9.6%
配套收入增速					
一汽大众	40.5%	9.6%	12.8%	37.7%	22.7%
一汽解放	106.2%	10.5%	2.4%	93.8%	-17.4%
一汽轿车	23.9%	41.8%	46.0%	45.0%	22.4%
3 大客户收入贡献	76.6%	82.6%	90.5%	92.0%	92.7%

资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

1.3、合资公司质地优良，盈利贡献可观

目前，公司旗下持股比例超过 20% 的汽车零部件合资公司共有 11 家，大多数公司都是在随着整车产品的引入、逐步在其零部件国产化的过程中发展起来的，并且合资另一方多为外资股东。这些公司一方面拥有外资股东带来的先进技术与经验，另一方面拥有整车企业稳定而庞大的配套市场，因此在过去几年国内乘用车市场快速增长的背景下，这些零部件企业的质地与盈利能力均处于业内领先水平。这 11 家合资公司中，除了天津英泰与 2010 年新成立的长春富维丰田纺织主要为一汽

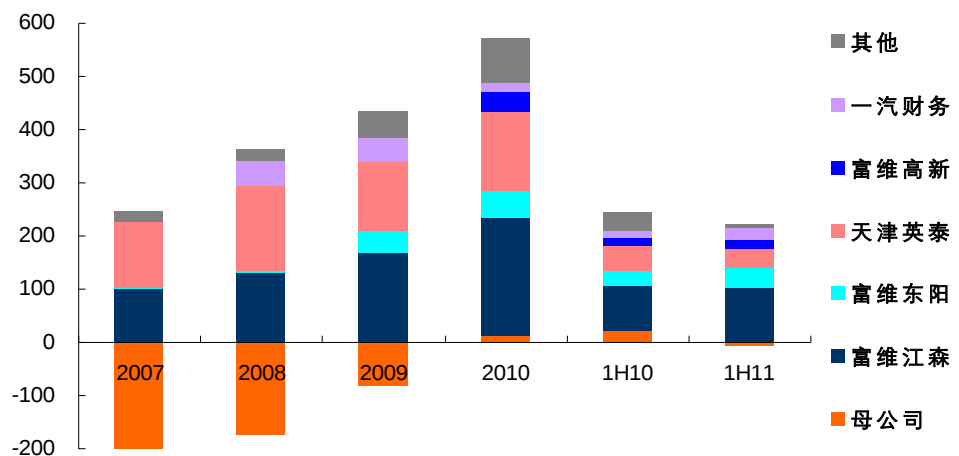
丰田旗下车型供货外，其他 9 家公司的主要客户均为一汽大众、一汽轿车、一汽解放等一汽体系内其他整车厂。2010 年与 2011 年上半年，仅富维江森、富维东阳、天津英泰 3 家公司就分别为公司贡献了 74% 与 82% 的利润。

表 2 一汽富维持股 20% 以上的合资公司业务简介

公司名称	股比	进入上市公司年份	主要产品	主要配套厂商与车型
一汽富维东阳	51%	2003	保险杠	一汽大众：奥迪 Q5、A4L、速腾、新宝来； 一汽轿车全车系、一汽解放 J6 卡车
成都富维延锋彼欧	51%	2009	保险杠	一汽大众成都工厂：新速腾 NCS、新捷达（预计）
一汽富维高新	51%	2010	散热面罩、后牌照板、装饰条、徽标、字标等	一汽大众：奥迪 A4L、A6L、新宝来、速腾、迈腾、CC、捷达；一汽轿车：B70、B50、马 6、睿翼。
富维江森汽车饰件	50%	2002	座椅、仪表板、副仪表板等	一汽大众：除奥迪 A6L 外所有车型 一汽轿车：B70、B50、马 6、睿翼
富维江森金属部件	50%	2007	座椅金属骨架	主要为富维江森饰件公司配套
富维江森汽车电子	50%	2010	点火线圈	一汽大众：捷达、宝来、高尔夫、速腾等
曼胡默尔富维滤清器	40%	2003	滤清器	一汽轿车：马 6、奔腾、一汽锡柴：6DL/6DM 柴油机、阿特拉斯、英格索兰空气压缩机等
富维梅克朗汽车镜	40%	2004	后视镜	一汽大众：奥迪 A4L、A6L、迈腾、新宝来； 一汽轿车：奔腾；一汽解放卡车。
重庆延锋彼欧富维	49%	2010	保险杠等外饰件	重庆及周边市场
天津英泰汽车饰件	25%	2003	座椅等内饰件	一汽丰田
长春富维丰田纺织	40%	2010	座椅等内饰件	一汽丰田长春工厂，预计 2012 年 9 月投产。

资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 3 一汽富维盈利来源结构（百万元）



资料来源：公司财务报告、东方证券研究所

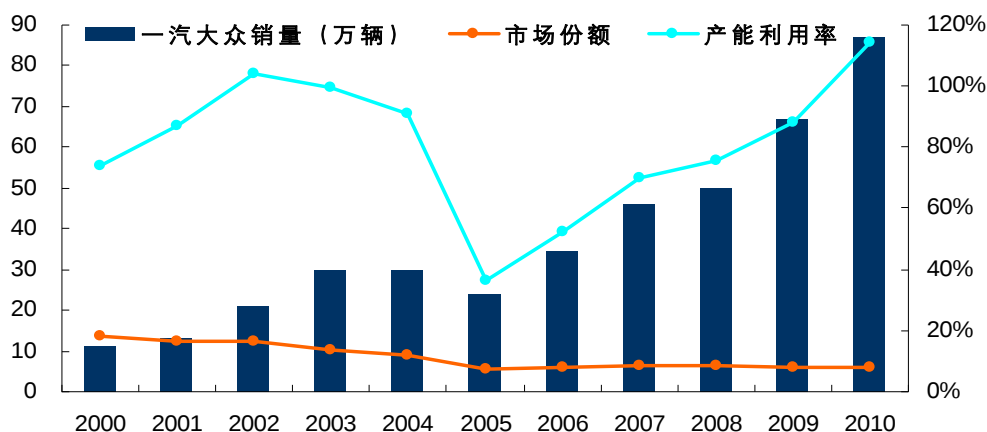
2、三大因素驱动公司未来三年业绩高增长

2.1、一汽大众未来三年销量表现有望持续超行业

2.1.1、一汽大众产能问题突出，多款车型一车难求

我们认为，对于一汽富维这种主要为体系内配套的汽车零部件企业而言，由于，产品的价格在新车型量产之前就已基本确定，因此其业绩走向主要取决于三大因素：配套企业的销量、公司对配套企业的市场份额、销售结构。我们估算，目前一汽大众配套业务对公司的业绩贡献超过 50%。大众品牌自 20 世纪 80 年代进入中国以来，已被消费者广泛接受。2009、2010 年汽车行业景气度空前，但由于产能建设进度落后于终端需求增长，一汽大众旗下多款车型出现加价、排队等“一车难求”的状况，导致公司产品销量增长远低于潜在需求的增长，公司的市场份额也持续下降。

图 4 一汽大众销量、市场份额与产能利用率



资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

2.1.2、产能问题解决，公司跟随一汽大众进入新一轮发展阶段

为缓解产能问题，谋求长期发展，一汽大众已经在成都新建工厂，佛山南海工厂目前也已获批开建，并计划到 2015 年将总产能扩张到 165 万辆/年。我们认为，产能问题的逐步解决将使得公司车型潜在需求逐步释放，未来 3 年一汽大众销量表现将好于行业。公司及旗下合资公司纷纷围绕一汽大众在成都设立分支机构：包括成都车轮分公司、成都一汽富维延锋彼欧、富维江森成都分公司、富维江森金属部件成都工厂等。我们认为，随着一汽大众成都工厂的投产，公司的配套业务将迅速放量并贡献盈利。此外，据媒体披露一汽大众南海工厂计划 2013 年建成投产，可能会生产合资自主品牌开利、高尔夫 7、奥迪 A3 等，未来将引入全新品牌西亚特。我们认为，公司将全面受益于一汽大众的新一轮发展。

2.2、公司的战略地位与配套份额将实现双提升

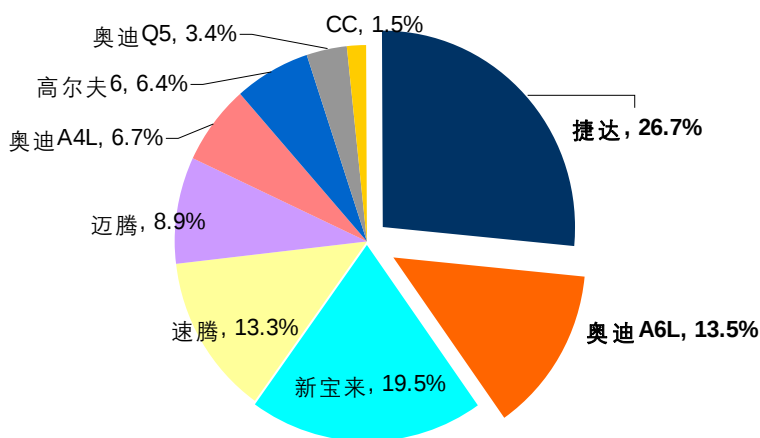
2.2.1、公司已确立一汽集团内外饰业务平台的地位

经过多次资产整合，目前公司已形成了立足车轮、发展内外饰件业务的战略目标，我们认为，公司在一汽集团体系内的地位也随之确立。过去几年，公司通过增持富维东阳、收购富维高新、新设成都富维延锋彼欧等，完成了内外饰件业务的布局；我们认为，未来一个阶段，一汽体系内整车的配套业务将进一步向公司倾斜，公司对一汽大众、一汽丰田、一汽轿车的配套份额有望进一步提升。

2.2.2、一汽大众配套份额持续提升，奥迪业务利润贡献可观

2012 年，公司将新增改款奥迪 A6L 的座椅、保险杠业务；2013 年，将再新增换代捷达的保险杠业务。目前，奥迪 A6L 的座椅由长春李尔（外资企业）进行配套，保险杠由长春华翔（隶属华翔集团）进行配套；现款捷达的保险杠业务由吉林新立德（隶属万向集团）进行配套。2011 年 1-9 月，奥迪 A6L 与捷达占一汽大众销量的比重分别为 13.5% 与 26.7%，我们认为，两款车型新增业务将带动公司的配套份额与业绩增长进一步增长，特别是豪华车奥迪 A6L 业务，我们假设改款车型 2012.7.1 上市，单月销量 1 万辆，座椅、保险杠业务的配套份额均为 60%、以座椅售价 1.5 万元/套、保险杠总成售价 3000 元/套计算，假设净利润率为 15%，那么仅改款奥迪 A6 业务对公司 2012 年的业绩贡献就达到 0.23 元，增厚幅度为 10%。

图 5 2011 年 1-9 月一汽大众分车型销量比重



资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

2.2.3、新合资公司股比提升，更受益于一汽丰田的长期发展

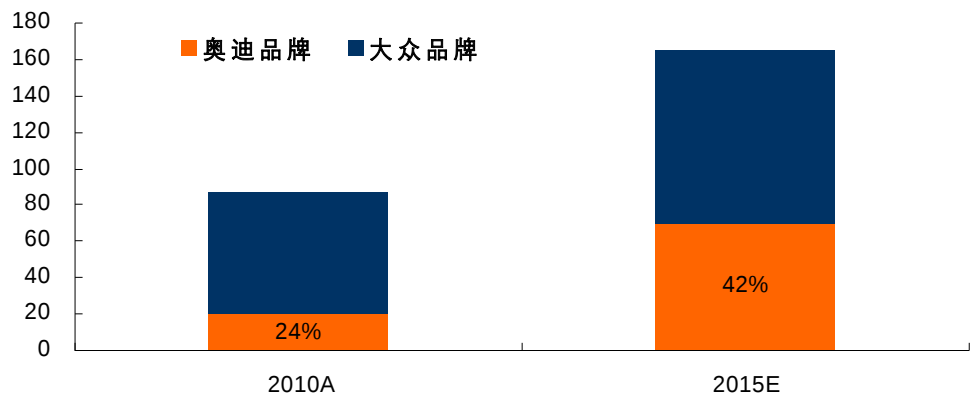
公司持股 25% 的天津英泰为天津一汽丰田独家配套座椅等汽车内饰件产品。2010 年对公司的业绩贡献为 26.2%。目前一汽丰田在天津、四川、长春的工厂总产能为 46 万辆，其中天津一汽丰田总产能 42 万辆，而 2010 年总销量已达到 48.4 万辆。为缓解产能紧张问题，年产 10 万辆的一汽丰田长春新工厂将于 2012 年下半年投产，生产卡罗拉车型。为就近配套长春工厂，2010 年 9 月，公司与丰田纺织（中国）成立合资公司长春一汽富维丰田纺织公司，双方的持股比率分别为 40%

与 60%。我们认为，与持股 25% 的天津英泰相比，公司在新的富维丰田纺织公司持股比例提升至 40%，意味着公司未来对一汽丰田的配套份额将进一步提升，将更充分受益于一汽丰田的长期发展。

2.3、豪华车占比增加将推动公司盈利水平显著提升

根据一汽大众的规划，2015 年的 165 万辆产能规划中，将有 70 万辆用于生产奥迪品牌车型，所占比重为 42%；而 2010 年，奥迪品牌占一汽大众总销量的比重仅为 24%。据近期媒体报道，奥迪有望增持一汽大众股权至 19%，我们认为，如果这一举措实施后，奥迪引入畅销新车型的动力将大大增强，新车型投放的增加必将推动销量快速增长。我们认为，豪华车销量占比的提升将推动一汽大众整体销售结构上移，同时国产化率的逐步提升将推动而为之配套的内外饰件业务单件价值量与盈利水平随之上升，未来公司旗下内外饰件业务的盈利能力提升仍有一定的空间。

图 6 奥迪 2010 年占一汽大众销量比重与 2015 年计划产能比重

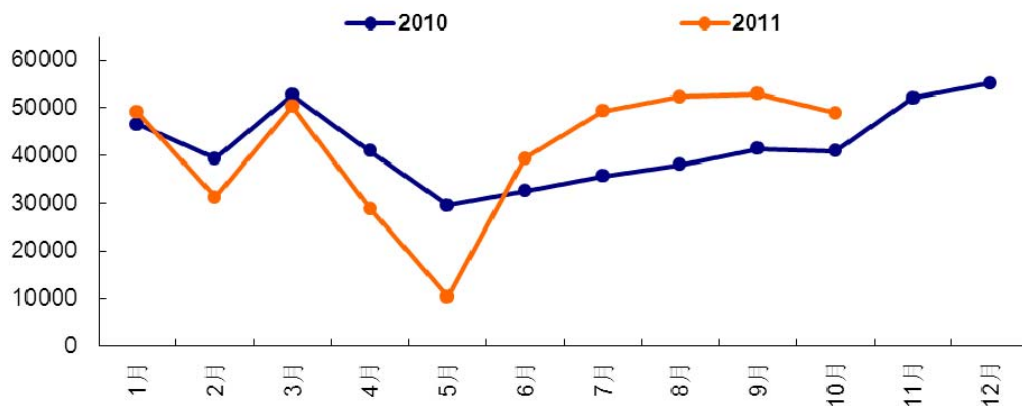


资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

3、多重负面影响已过，业绩向好趋势明显

3.1、丰田复产，天津英泰盈利触底回升

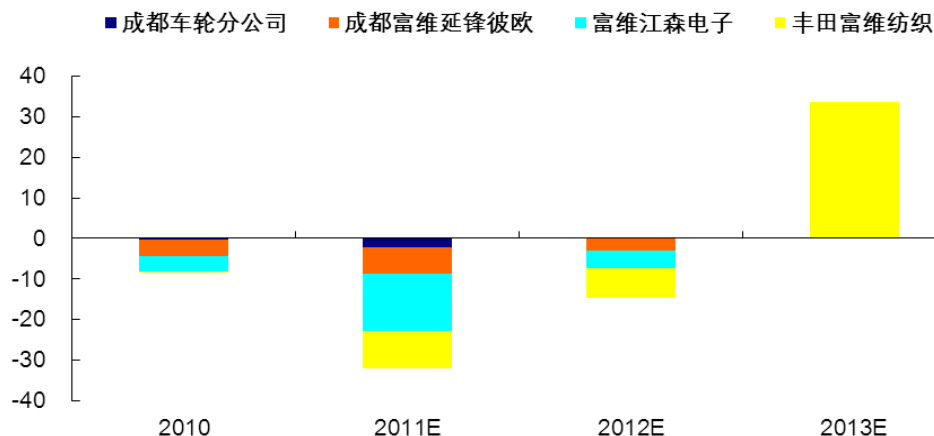
天津英泰自 2005 年投产以来，业绩随着一汽丰田销量的快速增长而增长，已成为公司重要的业绩来源。2011 年 3 月由于日本地震导致部分进口零部件来源受阻，天津一汽丰田上半年销量同比下滑 16.4%，天津英泰业绩随之出现 23.0% 的下滑，是公司上半年业绩下滑的主要因素之一。随着地震影响的减弱，6 月份各日系车厂逐步复产，为完成年度销售目标，厂家均采取了各种促销策略，日系车产销量同比增速迅速回升，我们预计 3 季度起，天津英泰的业绩开始触底回升，预计 2011-2013 年，天津英泰分别为公司贡献投资收益 1.18 亿元、1.41 亿元与 1.58 亿元。

图 7 天津一汽丰田 2010-2011 年月度产量对比


资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

3.2、新设公司将逐步减亏，业绩向好趋势明显

2011 年，公司盈利下滑的另一个主要原因是：2010 年新设的 4 家公司由于尚未投产，2011 年开办费、折旧等因素导致亏损幅度同比大幅增加。目前，一汽大众成都工厂已经投产，我们预计 2012 年，成都车轮分公司、成都富维延锋彼欧的亏损将随之大幅收窄；2012 年 9 月，丰田富维纺织将投产，预计 2013 年将贡献盈利。我们认为，随着地震影响的过去，以及新设公司逐步减亏，公司 2012 年业绩向好趋势非常明显。

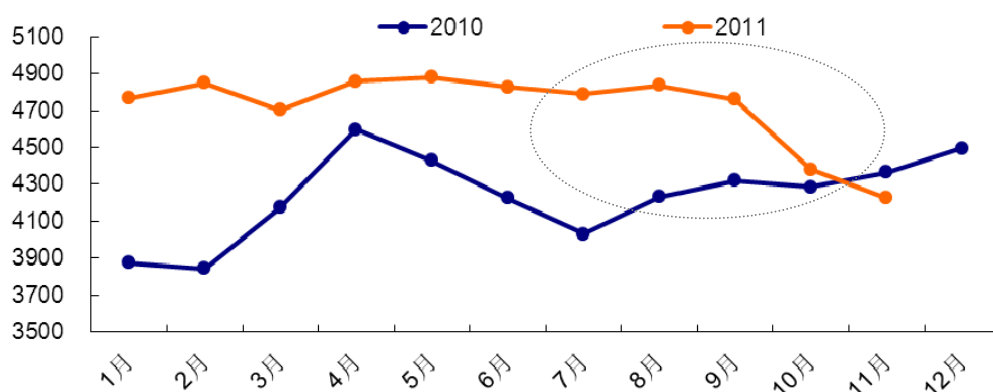
图 8 2010 年新设 4 家公司盈利/亏损预测（百万元）


资料来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

3.3、原材料价格回落，最艰难的时候已经过去

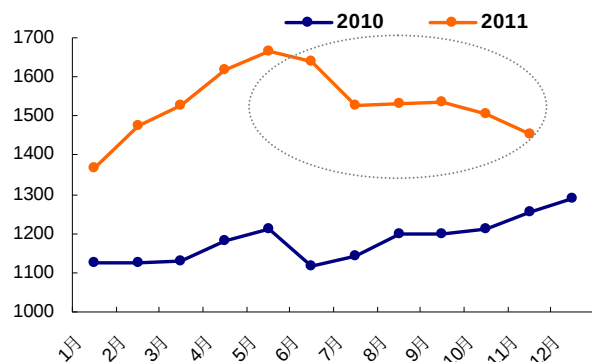
我们认为，2011 年原材料价格上涨对公司盈利造成了一定的负面影响，如车轮的主要原材料钢材、保险杠的主要原材料聚丙烯、座椅业务的皮革、金属骨架等价格上半年同比大幅走高；而 2 季度以来，原材料价格均出现不同程度的回落，我们认为，如果 2012 年原材料价格不再大幅上涨，则推动公司盈利能力进一步好转。

图 9 热轧钢板 2010、2011 年月均价格对比(元/吨)



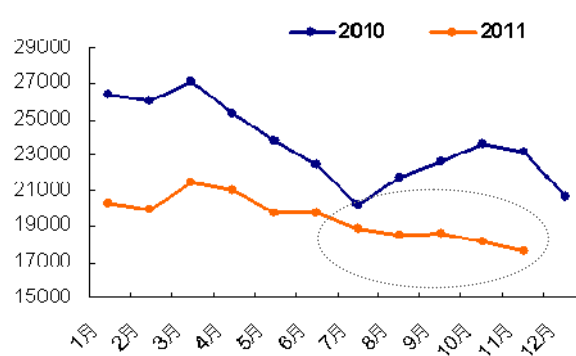
资料来源：中钢协、东方证券研究所

图 10 聚丙烯月均价格对比（美元/吨）



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 11 聚氨酯 TDI 月均价格对比（元/吨）



资料来源：CEIC、东方证券研究所

4、盈利预测及估值

4.1、核心假设与盈利预测

我们预测 2011—2013 年实现归属母公司股东的净利润分别为 4.86 亿元、5.91 亿元与 7.29 亿元，预计折 EPS 分别为 2.30 元、2.80 元与 3.45 元。

表 3 公司 EPS 分拆

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
母公司	-0.82	-0.38	0.06	-0.12	-0.09	-0.09
富维东阳(51%)	0.01	0.19	0.24	0.28	0.33	0.38
富维高新(51%)			0.18	0.17	0.19	0.23
富维江森(50%)	0.62	0.80	1.05	1.16	1.37	1.58
天津英泰(25%)	0.77	0.62	0.71	0.56	0.66	0.74
丰田富维纺织(40%)			0.00	-0.04	-0.03	0.16
一汽财务(6.41%)	0.22	0.21	0.07	0.10	0.09	0.10
其他	0.11	0.24	0.40	0.19	0.27	0.34
EPS	0.90	1.68	2.70	2.30	2.80	3.45

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

4.2、估值与投资评级

我们认为，公司作为一汽旗下重要的零部件平台企业，未来 3 年将随着一汽大众进入新一轮发展阶段，配套业务放量及销售结构的上移将推动公司业绩步入快速增长阶段；此外，公司产品主要原材料价格已经回落、加上丰田业务受地震影响已过，新设公司逐步减亏，公司 2012 年业绩向好趋势明显。目前公司估值仅为 2011 年 8.8 倍 PE，我们认为公司基本面良好，价值被低估，以 2012 年 12 倍 PE 进行估值，对应目标价 33.55 元，首次给予公司买入评级。

5、风险提示

5.1、乘用车需求景气程度大幅下滑

我们预期未来三年乘用车行业销量仍可保持 10%以上的平稳增长，但如果行业销售景气程度低于预期，或出现销量大幅下滑的情况，则将影响公司的配套业务，造成业绩低于预期。

5.2、原材料价格再次大幅上涨

上半年原材料价格大幅上涨对公司盈利能力造成损害，3 季度以来主要原材料价格开始回落；但如果未来仍超预期上涨，将对公司盈利造成负面影响。

5.3、公司主要配套整车厂产能释放进度低于预期

目前一汽大众、一汽丰田均因产能紧张开始异地扩张新建产能，预计将带动公司的就近配套业务快速增长，但如果产能建设进度低于预期，则有可能导致两家公司销量增速落后于需求增速，公司盈利因此受到影响。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,183	7,163	8,279	9,571	经营活动现金流	168	92	287	170
营业成本	5,816	6,701	7,722	8,920	归属母公司净利润	571	486	591	729
主营业务税金及附加	10	14	17	19	少数股东损益	47	86	104	125
销售费用	28	44	50	57	经常性非现金支出	89	88	105	119
管理费用	189	224	263	302	非经常性现金支出	(510)	(412)	(500)	(616)
财务费用	10	9	9	7	营运资金变动	(29)	(155)	(14)	(187)
资产减值损失	3	1	5	6	投资活动现金流	36	84	75	142
总投资收益	507	412	500	616	资本开支	(209)	(296)	(296)	(296)
营业利润	634	582	714	876	投资与投资收益	244	380	371	438
营业外净收入	3	3	2	2	筹资活动现金流	(188)	(23)	(163)	(101)
税前利润	637	585	716	878	股权及债权融资	50	0	0	0
所得税	19	13	20	23	贷款增加	(185)	50	(90)	(20)
净利润	618	572	696	855	支付股利利息及其他	(54)	(73)	(73)	(81)
少数股东损益	47	86	104	125	现金净流量	15	154	200	211
归属母公司净利润	571	486	591	729	现金期初余额	144	160	313	513
EPS (元/股)	2.70	2.30	2.80	3.45	现金期末余额	160	313	513	724

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	1,418	1,820	2,165	2,714	增长能力				
货币资金	160	313	513	724	营收增长率(%)	73.40%	15.86%	15.58%	15.60%
应收款项	697	806	931	1,075	EBITDA 增长率(%)	-	-4.95%	21.63%	21.41%
存货	478	633	644	825	EBIT 增长率(%)	-	-5.41%	22.09%	22.04%
其他流动资产	84	67	77	89	净利润增长率(%)	74.30%	-7.51%	21.75%	22.82%
非流动资产合计	2,163	2,413	2,761	3,148	盈利能力				
投资性房地产	186	177	167	158	毛利率(%)	5.93%	6.45%	6.72%	6.80%
长期股权投资	1,108	1,166	1,321	1,527	净利率(%)	9.99%	7.98%	8.40%	8.93%
固定资产	679	851	1,033	1,211	EBITDA 利润率(%)	11.36%	9.32%	9.81%	10.30%
在建工程	132	179	202	213	ROA(%)	21.08%	14.63%	15.20%	15.85%
无形资产	29	29	29	29	ROE(%)	29.7%	20.3%	20.6%	21.1%
其他非流动资产	29	11	9	10	ROIC(%)	24.99%	19.31%	19.58%	19.70%
资产总计	3,581	4,233	4,926	5,862	偿债能力				
流动负债合计	992	1,166	1,226	1,382	资产负债率(%)	29.1%	28.0%	25.3%	23.9%
短期借款	60	140	50	30	流动比率(倍)	142.9%	156.1%	176.6%	196.4%
应付账款及票据	738	824	950	1,097	速动比率(倍)	94.7%	101.8%	124.1%	136.6%
预收账款	2	7	8	10	营运能力				
其他流动负债	192	194	218	245	总资产周转率	2.11	1.83	1.81	1.77
非流动负债合计	49	19	19	19	应收账款周转率	6.33	4.76	4.76	4.76
长期借款及应付债券	40	10	10	10	存货周转率	13.81	12.06	12.09	12.14
其他非流动负债	9	9	9	9	应付账款周转率	10.72	8.58	8.71	8.72
负债合计	1,041	1,185	1,245	1,401	价值评估				
股本	212	212	212	212	P/B(倍)	1.96	1.65	1.37	1.13
储备	1,974	2,396	2,924	3,580	P/E(倍)	7.53	8.84	7.26	5.89
少数股东权益	354	440	544	670	EV/收入(倍)	0.68	0.59	0.51	0.44
股东权益合计	2,540	3,048	3,680	4,461	EV/EBITDA(倍)	5.96	6.33	5.16	4.24
负债和股东权益	3,581	4,233	4,925	5,862	EV/EBIT(倍)	6.71	7.16	5.81	4.75

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