

精锻科技 (300258)

精锻齿轮前景广阔，1H12公司新产能逐步释放

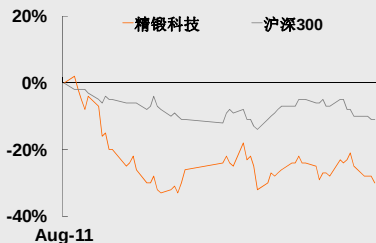
推荐 (首次)

现价：24.83 元

主要数据

行业	汽车零部件
公司网址	www.ppforging.com
大股东/持股	江苏大洋投资有限公司 /50.63%
实际控制人/持股	夏汉关/23.6%
总股本(百万股)	100
流通 A 股(百万股)	25
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	26.31
流通 A 股市值(亿元)	6.6
每股净资产(元)	8.7
资产负债率(%)	23.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王德安 S1060511010006
021-33830523
pengyong060@pingan.com.cn

余兵 S1060511010004
021-33830523
yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **精锻齿轮是汽车节能发展趋势之一，未来发展空间大。**精密锻造齿轮与切削加工的齿轮相比，具有尺寸小、强度高、使用寿命长，符合汽车轻量化发展趋势。国内精密锻造齿轮技术大多应用到乘用车变速器锥齿轮和变速器结合齿轮，粗略估算汽车差速器和变速器精锻件市场需求超过 229 亿元。日本、欧美每辆汽车精密锻造成形零件平均约 56kg，而我国生产的汽车中精密锻造成形零件的应用不足 20kg，国内精锻齿轮仍具有较大发展空间。精锻科技约占国内乘用车差速器锥齿轮 30% 的市场份额，是国内最大的轿车用精锻齿轮供应商。
- **汽车精锻齿轮行业进入门槛较高。**进入汽车精锻齿轮配套市场需要具备：先进的精密锻造模具设计和生产技术；购置价格昂贵的锻造、热处理设备；成熟的生产工艺；丰富的设计和生产人力资源储备；通过整车企业长期严格的认证。国内汽车精锻齿轮行业竞争主要在德日韩等国外企业和国内少数企业之间展开。国内企业产品价格约比国外企业低 20-30%，具有较强的价格优势。
- **产品升级和客户结构调整，保证公司高毛利率。**近几年公司不断优化产品结构，集中精力发展利润率较高的中高端轿车精锻齿轮，降低微型车齿轮产量占比。1H11 公司向外资和合资企业供货量超过 30%，预计未来有进一步提高的趋势。
- **募投项目进展顺利，产能问题逐渐解决。**公司目前产能利用率超过 100%，最紧缺的工艺是热处理，其次是锻压。公司已与 1H11 完成相关设备订购，预计在 1H12 年将陆续安装到位，解决公司现有产能偏紧的问题，2012-2013 年成长奠定良好的基础。
- **盈利预测及投资评级。**公司募投项目设备将于 2012 年上半年开始逐步安装到位，产能将会逐步释放。我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.85、1.14、1.46 元，对应最新股价 PE 分别为 29、22、17 倍。考虑到公司市场地位强，未来成长空间大，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**募投项目投产进度低于预期；新产品变速器轴类等零件市场开拓前景存在不确定性；在下游客户长期持续要求降价的压力下，高毛利率持续性。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	218	309	385	483	608
YoY(%)	32.2	41.6	24.8	25.2	26.1
净利润(百万元)	48	73	85	114	146
YoY(%)	134.0	52.0	17.5	33.4	28.0
毛利率(%)	43.1	45.3	42.2	43.0	43.7
净利率(%)	21.9	23.5	22.1	23.6	23.9
ROE(%)	28.6	30.3	9.3	11.0	12.4
EPS(摊薄/元)	0.48	0.73	0.85	1.14	1.46
P/E(倍)	52.0	34.2	29.1	21.8	17.0

正文目录

一、	精锻科技：国内最大轿车用精锻齿轮供应商	4
1.1	主营业务：乘用车精密锻造齿轮	4
1.2	主要客户：变速器企业和差速器总成供应商	4
1.3	股权结构：骨干持股有利于长期稳定发展	5
二、	行业概况	5
2.1	精锻齿轮技术含量高，竞争环境较为宽松	5
2.2	汽车精锻齿轮配套市场进入门槛高	7
2.3	汽车精锻齿轮市场潜力大	8
三、	募投项目进展顺利，1H12 开始逐步释放产能	8
3.1	募投项目提升产能	8
3.2	募投项目提升技术实力	9
3.3	扩展精密锻造技术应用范围	9
四、	投资建议及盈利预测	10
五、	风险提示	10

图表目录

图表 1	精锻科技 2010 年收入构成	4
图表 2	精锻科技毛利率水平	4
图表 3	精锻科技主要销售客户 单位：万元.....	4
图表 4	精锻科技股权结构	5
图表 5	精锻科技主要竞争对手	6
图表 6	精锻科技产品市场占有率（如有最新情况请添加）	6
图表 7	精锻科技 1H11 产品成本构成	7
图表 8	差速器和变速器精锻零部件市场空间估算 单位：万元	8
图表 9	募投实施前后产能 单位：万件	9
图表 10	募投项目拟投产进度 单位：万件.....	9

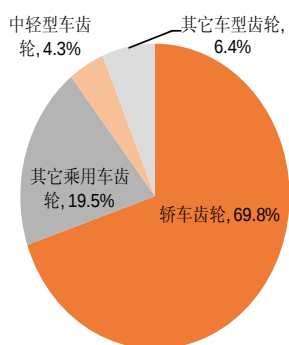
一、精锻科技：国内最大轿车用精锻齿轮供应商

1.1 主营业务：乘用车精密锻造齿轮

精锻科技主营业务为汽车精锻齿轮及其它精密锻件的研发、生产与销售，主要产品为汽车变速器半轴齿轮和行星齿轮、汽车变速器结合齿轮。公司是国内轿车领域精锻齿轮产销量最大的供应商，轿车精锻齿轮销售额连续三年位居行业第一。

公司主要产品为汽车变速器锥形齿轮（半轴齿轮和行星齿轮）和汽车变速器结合齿轮，优势产品是变速器锥齿轮，其中 2011 年上半年销售变速器半轴齿轮和行星齿轮收入占公司营业收入 90%以上。

图表1 精锻科技2010年收入构成



资料来源：公司公告

图表2 精锻科技毛利率水平

产品名称	2010 年	2009 年	2008 年
轿车齿轮	47.9%	49.3%	41.1%
其它乘用车齿轮	30.9%	29.0%	26.6%
中轻型车齿轮	34.6%	32.3%	32.9%
其它车型齿轮	37.5%	44.2%	34.5%
合计	43.9%	41.6%	35.1%

资料来源：公司公告

变速器是汽车传动系统重要组成部件，每辆汽车拥有一个及以上变速器总成（绝大多数汽车只有 1 个变速器总成），每个变速器总成中有 2 个半轴齿轮和 2 个行星齿轮；结合齿轮是汽车变速器中关键零件，每个档位需要 1-2 个结合齿。

1.2 主要客户：变速器企业和变速器总成供应商

在前轮驱动乘用车中，变速器集成在变速器内部。公司产品是直接装配在变速器内部，主要客户是变速器制造企业和变速器总成供应商，大多数情况下，公司是整车厂的二级供应商。

图表3 精锻科技主要销售客户 单位：万元

客户名称	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
吉凯恩扭矩技术系统(上海)有限公司	2,237.3	13.1%	4,987.1	16.6%	2,281.7	10.7%
GKN Driveline Bowling Green Inc (吉凯恩鲍林格林)	1,839.1	10.8%	2,031.2	6.8%		
柳州五菱汽车联合发展有限公司	1,564.0	9.2%	3,964.9	13.2%	3,007.6	14.2%
山东上汽汽车变速器有限公司	1,180.3	6.9%	1,856.0	6.2%		
大众汽车自动变速器(大连)有限公司	1,065.7	6.2%				

资料来源：公司公告

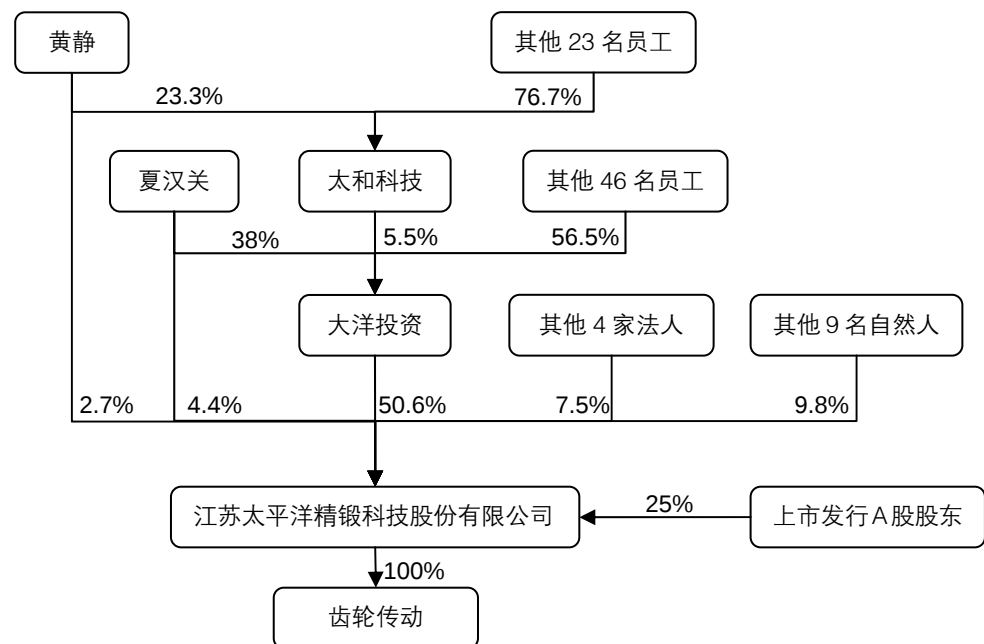
附注 1: 吉凯恩扭矩技术系统(上海)有限公司成立于 2006 年 10 月, 为总部位于英国的全球著名的汽车零部件企业 GKN 的独资公司, 主要产品: 差速器, 分动器及 TMD, 主要客户: 上海通用、通用墨西哥、日本日产、韩国双龙、华晨汽车、长城汽车、奇瑞汽车、江淮汽车。

附注 2: GKN Driveline Bowling Green Inc (吉凯恩鲍林格林) 位于美国俄亥俄州鲍林格林市, 主要生产扭矩零件, 用于前轮驱动 (FWD) 及全轮驱动 (AWD) 车辆, 主要客户为 BRP、伟世通、戴姆勒、日产及通用汽车。

1.3 股权结构：骨干持股有利于长期稳定发展

公司主要管理层和技术骨干通过直接或间接持有上市公司股票, 有利于管理层和技术骨干的稳定, 促进公司长期稳定发展。

图表4 精锻科技股权结构



资料来源：公司公告

二、 行业概况

2.1 精锻齿轮技术含量高，竞争环境较为宽松

■ 国际巨头与国内少数企业之间竞争

在汽车齿轮制造领域, 国内精密锻造齿轮技术主要应用到差速器锥齿轮 (半轴齿轮和行星齿轮) 和变速器结合齿轮上, 产品技术含量高, 主要被国际零部件企业和国内少数企业分享, 竞争环境较为宽松。以日本 O-OKA、德国 SONA-BLW、韩国韩松通商株式会社为代表的国际零部件企业在模具设计开发、精密锻造技术、装备水平、生产工艺、规模和品牌等方面具有较强的竞争力。国际市场主要被日本 O-OKA、德国 SONA-BLW、韩国韩松占据, 部分国内企业参与国际市场竞争。

国内汽车精锻齿轮生产企业年销售额达到 5000 万元以上规模的生产企业不到十家, 精锻科技、江苏飞船等少数几家企业具有一定竞争力。国内市场中高端轿车主要从国际零部件企业进口相关精锻齿轮, 中低端轿车和交叉乘用车主要以国内企业配套为主。

精锻科技是国内最具竞争力的乘用车精锻齿轮生产企业，公司轿车差速器锥齿轮（半轴齿轮和行星齿轮）市场占有率接近 30%，同时约 20%的产品出口到国际市场。公司产品比国际同行价格约低 20-30%，具有一定价格优势，产品具有较强竞争力。

图表5 精锻科技主要竞争对手

配套车型	竞争对手
自主品牌微型车和普通级轿车	江苏飞船、四川众友
自主品牌中级轿车、合资品牌普通级/中级轿车	江苏飞船、韩国韩松
外资、合资品牌中高级和高级轿车	日本 O-OKA、德国 SONA-BLW、韩国韩松

资料来源：公司公告

图表6 精锻科技产品市场占有率（如有最新情况请添加）

类别	2010 年	2009 年	2008 年
半轴齿轮	28.5%	26.7%	27.0%
行星齿轮	29.1%	27.4%	30.9%
结合齿轮	1.1%	1.7%	2.4%

资料来源：公司公告

■ 主要客户为变速器企业或差速器总成生产企业

➤ 配套合资和外资企业利润率有保障

世界汽车巨头的变速器一般从内部变速器厂或外部长期合作的独立变速器企业采购，这些变速器企业一般从外部采购齿轮零件或总成。

由于国外车型大多五年进行一次换代升级，变速器企业采购齿轮时，一般与齿轮生产企业签订五年长期配套合同，每半年根据原材料价格变化等进行调整。

齿轮生产企业与变速器企业签订的供货合同，供货周期长，价格较为稳定，能够保证齿轮生产企业获得长期稳定的利润水平。

➤ 配套自主品牌企业价格不稳定

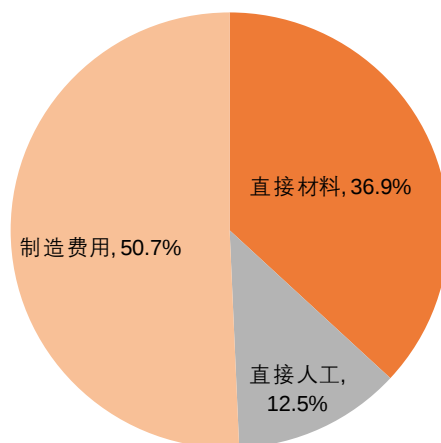
自主品牌企业主要通过采购内部变速器厂产品，内部变速器企业与上游齿轮供应商签订的供货合同需要每年进行一次商务谈判，签订的供货合同期限短，价格不稳定。

■ 原材料供应充足，产品原材料占比较低

精锻齿轮主要原材料为齿轮钢，国内各大型钢材和特种钢材均有供应，并且可从国际市场进口，供应较为充足，价格随世界钢材价格波动。根据客户要求不同，精锻齿轮用钢价格从 7000 元/吨到 18000 元/吨不等。

从精锻科技产品成本构成中可以看出，直接材料只占成本的 37%，原材料价格变动对成本影响比大多汽车零部件企业小，主要成本来自于制造费用。由于齿轮精锻涉及设备价格昂贵，同时加工过程中需要对大量能源消耗，导致精锻齿轮生产成本中制造费用占比超过 50%。

图表7 精锻科技1H11产品成本构成



资料来源：公司公告

■ 精锻齿轮替代部分切削加工齿轮

与切削加工齿轮相比，精密锻造齿轮无切削加工齿面工序，可以提高材料利用率，减少后序机械加工余量，降低能源消耗、节约资源并降低成本；同时，精密锻造未对齿面进行切削加工，保证了产品金属流线的延续，有利于提高齿轮的疲劳强度。

精锻齿轮生产方式生产的齿轮具有机械性能好、生产效率高、节能节材、高精度、高可靠、高寿命。精密锻造齿轮具有尺寸小、强度高、使用寿命长，符合汽车轻量化发展趋势，预计现有的部分齿轮制造将由精密锻造方式替代切削加工方式。

2.2 汽车精锻齿轮配套市场进入门槛高

■ 设备投入大

精密锻造行业是资金密集型行业，设备投资额大，而且高档设备（包括进口设备）较多，资金需求量大。汽车精锻齿轮的生产装备较为昂贵，且订货周期较长，需要较大规模的前期投入，目前关键的精锻设备、高精度模具加工和检测设备还主要从德国和日本进口。

汽车整车制造商及其配套商在选择供应商时，考虑较多的是技术研发能力、产品质量保证能力、供货能力和成本控制能力，若无大量的先进的精锻设备，将难以稳定地大批量生产出高质量齿轮，就无法满足整车厂对产品数量和供货时效的要求。因此，进入汽车整车制造商及其配套商的采购体系，必须要能迅速扩大产能，才可能市场中站住脚。因此，汽车精锻齿轮行业存在较高的装备和规模能力要求。

■ 产品制造难度大

➤ 模具开发和制造精度要求高

模具是精密锻造齿轮工艺链上的重要一环。模具的精度、强度与刚度、寿命、开发和制造效率决定了精锻齿轮的产品品质和成本。我国汽车精锻齿轮行业中，大多数企业的高精度齿轮模具不具备自制能力，加工设备精度水平落后，仅能自制低精度水平的模具。模具设计开发和制造能力及制造精度水平成为进入我国精锻齿轮行业重要的技术壁垒。

➤ 生产工艺流程长且复杂

精密锻造齿轮涉及的生产工艺繁杂，高精度模具设计与制造、齿坯加工及预热处理、精锻、机加工、热处理、检测和试验；精密锻造齿轮生产工序多，涉及的工序超过 20 道。

若企业无长期精密锻造齿轮制造经验，就无法形成一套成熟稳定的生产工艺，也就无法大批量生产合格的精锻齿轮。对于新进入者来说，积累成熟的精锻齿轮生产工艺是需要克服的重大障碍之一。

■ 认证周期长

汽车零部件供应商需要通过第三方质量体系认证和主机厂或其配套供应商的审核，审核通过后才能进入供应商名单。由于齿轮生产企业基本都为二级供应商，齿轮生产企业与一级供应商签订开发合同，待产品开发出来后，需要再经过一级供应商认证和汽车制造商认证后才算通过产品开发认证程序。产品开发认证过程，一般分为样件认可、小批量认可、现场批量生产能力认可以及批量供货后的持续改进，以进一步检验产品技术、质量的稳定性。因此，从产品开发到实现大批量供货，整个过程一般约需 2-3 年的时间。

汽车制造行业的经营特征，决定了汽车配套供应商与汽车制造商之间相互依存、长期合作的关系，即每一家汽车制造商都有相对稳定的一级、二级配套供应商。汽车制造商严格的配套体系，是新进入者重大障碍之一。

2.3 汽车精锻齿轮市场潜力大

国内精密锻造齿轮技术大多应用到乘用车变速器锥齿轮和变速器结合齿轮，主要以锥形齿轮为主，在其它类型齿轮上应用较少。日本、欧美每辆汽车精密锻造成形零件平均为 56kg，而我国生产的汽车中精密锻造成形零件的应用不足 20kg，精锻齿轮有逐步替代部分切削加工齿轮趋势，粗略估算汽车变速器和变速器精锻件市场需求超过 229 亿元，国内汽车精锻齿轮仍具有较大发展空间。

图表8 变速器和变速器精锻零部件市场空间估算 单位：万元

产品名称	乘用车	中重型商用车	轻型商用车	合计市场容量
半轴齿轮	65,000	42,000	24,000	131,000
行星齿轮	39,000	36,000	24,000	99,000
精锻结合齿坯	227,500	126,000	80,000	433,500
精锻结合齿坯坯	52,000			52,000
结合齿成品齿轮	682,500	360,000	240,000	1,282,500
精锻结合齿环	156,000			156,000
变速器轴类件成品	390,000	120,000	112,000	622,000
变速器总成	390,000	600,000	200,000	1,190,000
变速器齿轴成套组件	2,600,000	960,000	720,000	4,280,000

资料来源：平安证券研究所

三、募投项目进展顺利，1H12 开始逐步释放产能

3.1 募投项目提升产能

目前公司现有产品产能严重不足，产能利用率超过 100%，其中热处理和锻压工艺产能较为紧张，且相关设备属于订货周期较长的设备。公司已在 2011 年上半年完成相关热处理和锻压工艺设备订购工作，预计将在 2012 年上半年逐渐安装到位。

本项目达产后，可解决公司汽车变速器锥齿轮、汽车变速器结合齿齿轮、汽车变速器结合齿环产能不足的问题。募投项目除扩大公司齿轮产品的产能外，还适量新增汽车变速器轴类零件（输入轴、输出轴）的产能，从而延伸公司产业链，推动公司由零件生产向部件总成方向发展。

图表9 募投实施前后产能 单位：万件

产品名称	募投前产能	募投项目新增产能	募投达产后总产能
差速器行星齿轮	894.7	855	1,749.7
差速器半轴齿轮	890.5	855	1,745.5
变速器结合齿齿轮	101.4	476	577.4
变速器结合齿环	27.7	36	63.7
变速器输入轴及输出轴		48	48
合计	1,914.2	2,270	4,184.2

资料来源：公司公告

图表10 募投项目拟投产进度 单位：万件

产品名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
差速器锥齿轮	165.6	634.8	1,068	1,426	1,710
变速器结合齿齿轮	36.5	195	288	397	476
结合齿环	3	18	24	30	36
输入轴及输出轴	5	10	20	40	48
合 计	210.1	857.8	1,400	1,893	2,270

资料来源：公司公告

公司目前与 GKN（上海）分别于 2008 年和 2009 年签订了 5 年期供货协议；于 2010 年与麦格纳动力总成签订了 5 年期供货协议；于 2010 年 12 月与常熟美桥汽车传动系统制造技术有限公司签订了 5 年供货协议。

目前，大众（大连）双离合自动变速器项目 11 种零件已由公司供货，同时公司获得大众（大连）多个项目锥齿轮和结合齿轮供货提名信，我们预计到 2012 年由大众（大连）、大众（上海）和大众（德国卡塞尔）组成的大众系订单将会大幅增加，大众会成为公司第一大客户。随着公司向 GKN、大众和约翰迪尔等外资企业供货量将会逐年提高，我们估计到 2012 年外资企业采购量将超过公司销量的 50%。

3.2 募投项目提升技术实力

公司目前设备能够加工的精锻齿轮尺寸稍小，中大型精锻齿轮加工能力不足。本次募投项目购置的设备自动化程度更高，生产效率更高，能够加工的工件尺寸更大。

募投项目达产后，不但公司轿车精锻齿轮产能得到提升，同时能够加工更大尺寸的商用车和工程机械齿轮，公司面对的市场空间更大。

3.3 扩展精密锻造技术应用范围

本次募集资金部分投向技术中心建设，加大公司研发齿轮类零部件“近净成形”技术。“近净成形”技术是指零件成形后，仅需少量加工或不加工，就可用作机械构件的成形技术。

工业发达国家一直致力于近净成形新技术研究，所涉及的各领域都有很大进展，因而近净成形所占比重和成形件精度以及成形零件的复杂程度都有很大提高。轿车差速器锥齿轮、结合齿轮等零件是结构较为复杂的零件，目前已可采用近净成形技术来生产。我国近净成形技术在整个成形制造生产中所占比重还比较低，成形件精度总体水平比发达国家低 1-2 个等级，不少复杂部件我国还不能使

用净成形新技术生产。因此，目前开展净成形技术的研发对促进我国汽车产业从汽车制造大国成为汽车制造强国有着较好的战略意义。

公司加大“近净成形”技术研究，将会有利于扩展精密锻造技术的应用范围，扩大市场空间。

四、 投资建议及盈利预测

公司募投项目新增产能将在 2012 年上半年开始逐步释放，为公司 2012-2013 年增长奠定了基础。同时，随着原材料价格的回落，以及配套中高端轿车业务的增长，预计公司毛利率将会在 2011 年上半年出现下降后逐步回升。

预计 2012-2013 年公司主要产品仍然以乘用车变速器锥齿轮为主，同时变速器结合齿轮业务增长迅速。由于变速器结合齿轮市场需求是变速器锥齿轮的 6 倍，预计 2013 年以后公司未来主要增长点在于变速器结合齿以及轴类件业务上。

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.85 元、1.14 元、1.46 元，考虑到公司在轿车精锻齿轮市场地位，以及募投项目进展顺利，未来业绩可期，首次给予“推荐”投资评级。

五、 风险提示

1) 募投项目投产进度可能会低于预期；2) 新产品变速器轴类零件市场开拓前景存在不确定性；3) 在下游客户长期持续要求降价的压力下，高毛利率持续性。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E
流动资产	197	247	694	636	714	营业收入	218	309	385	483	608
现金	37	36	406	281	269	营业成本	124	169	223	275	343
应收账款	56	77	107	133	167	营业税金及附加	2	1	4	5	6
其他应收款	1	3	0	0	0	营业费用	12	15	12	19	25
预付账款	35	43	59	73	91	管理费用	25	29	34	42	55
存货	46	61	86	107	133	财务费用	11	14	17	11	12
其他流动资产	21	27	35	43	55	资产减值损失	2	3	2	3	3
非流动资产	186	298	469	660	742	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	144	216	364	536	625	营业利润	43	79	93	127	166
无形资产	26	39	55	71	86	营业外收入	15	7	8	7	6
其他非流动资产	11	38	45	49	26	营业外支出	2	1	1	1	1
资产总计	384	545	1163	1296	1456	利润总额	56	85	100	133	171
流动负债	206	252	219	239	254	所得税	8	13	15	20	25
短期借款	146	202	165	174	176	净利润	48	73	85	114	146
应付账款	19	34	41	51	64	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	41	16	13	14	13	归属母公司净利润	48	73	85	114	146
非流动负债	11	53	25	25	25	EBITDA	54	92	125	162	209
长期借款	10	25	25	25	25	EPS (元)	1.19	0.97	0.85	1.14	1.46
其他非流动负债	1	28	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	217	305	244	264	279	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	40	75	100	100	100	营业收入	32.2%	41.6%	24.8%	25.2%	26.1%
资本公积	53	92	661	661	661	营业利润	153.0%	83.6%	17.9%	37.6%	30.2%
留存收益	74	72	158	272	417	归属于母公司净利润	134.0%	52.0%	17.5%	33.4%	28.0%
归属母公司股东权益	167	239	918	1032	1178	获利能力					
负债和股东权益	384	545	1163	1296	1456	毛利率(%)	43.1%	45.3%	42.2%	43.0%	43.7%
现金流量表						净利率(%)	21.9%	23.5%	22.1%	23.6%	23.9%
单位:百万元						ROE(%)	28.6%	30.3%	9.3%	11.0%	12.4%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	16.5%	18.5%	13.5%	12.5%	13.7%
经营活动现金流	41	27	18	91	112	偿债能力					
净利润	48	73	85	114	146	资产负债率(%)	56.5%	56.1%	21.0%	20.4%	19.1%
折旧摊销	0	0	15	24	32	净负债比率(%)	72.02%	74.42%	77.83%	75.51%	72.15%
财务费用	11	14	17	11	12	流动比率	0.96	0.98	3.16	2.66	2.82
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	0.72	0.72	2.77	2.21	2.29
营运资金变动	0	0	-88	-57	-77	营运能力					
其他经营现金流	-18	-59	-12	0	0	总资产周转率	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
投资活动现金流	-39	-96	-186	-215	-113	应收账款周转率	4.0	4.3	4.1	4.0	4.1
资本支出	45	93	170	200	98	应付账款周转率	6.6	6.3	5.9	6.0	6.0
长期投资	0	-3	0	0	0	每股指标(元)					
其他投资现金流	7	-6	-16	-15	-15	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.73	0.85	1.14	1.46
筹资活动现金流	33	67	539	-2	-10	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.27	0.18	0.91	1.12
短期借款	54	56	-37	9	2	每股净资产(最新摊薄)	1.67	2.39	9.18	10.32	11.78
长期借款	-35	15	0	0	0	估值比率					
普通股增加	4	35	25	0	0	P/E	52.0	34.2	29.1	21.8	17.0
资本公积增加	46	39	569	0	0	P/B	14.9	10.4	2.7	2.4	2.1
其他筹资现金流	-36	-78	-18	-11	-12	EV/EBITDA	49.3	29.0	21.4	16.5	12.8
现金净增加额	35	-2	371	-126	-12						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257