

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

加快国际化和多元化发展

——中原内配 (002448) 调研报告

证券研究报告-公司调研

增持 (维持)

日期: 2012 年 11 月 1 日

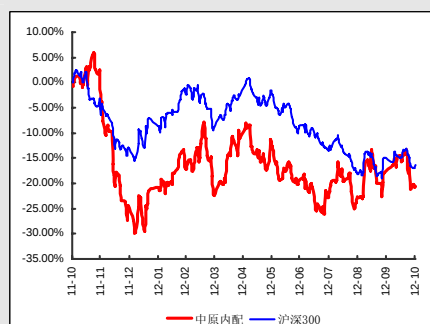
市场数据 (2012 年 10 月 31 日)

收盘价 (元)	24.00
一年内最高/最低 (元)	31.97/19.90
沪深 300 指数	2254.82
市净率 (倍)	1.76
流通市值 (亿元)	13.69

基础数据 (2012 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	13.65
每股经营现金流 (元)	0.71
毛利率 (%)	30.67
净资产收益率 (%)	11.97
资产负债率 (%)	20.75
总股本/流通股 (万股)	11762/5703
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司作为市场占有率居前的气缸套龙头企业, 将加快国际化和多元化发展, 实现较快增长。

投资要点:

- **出口市场开拓进入收获期。**公司一直致力于开拓出口市场, 营业收入保持稳定增长。目前公司出口收入占比达 48%, 可以有效减少单一市场大幅波动的影响。近期公司在海外市场的开拓获得了一些成果, 其中向通用汽车供应第五代发动机气缸套将带来较大的需求增量。另外公司决定在德国设立全资子公司, 致力于开拓欧洲市场。
- **产能逐步释放, 技术优势凸显。**2009 年以来, 公司长期受制于产能限制, 相继推进了两大产能扩张项目, 预计 2012 年综合产能达到 3200 万只, 2013 年达到 4250 万只, 为未来营收规模增长奠定了基础。随着排放标准的提升, 公司的产品技术优势将更显突出。
- **铸铝发动机发展带来增量需求。**铸铝发动机具有重量轻、散热性好等优点, 未来发展空间良好, 将为公司带来增量需求。
- **进入轴瓦领域, 跨出多元化第一步。**公司与中原轴瓦共同出资设立合资公司, 进入轴瓦领域。凭借合资方的技术设备和公司与国内外客户的良好合作关系以及强大的研发和资金实力, 预计未来能有效开拓市场, 获得一定的市场份额。在此基础上, 预计未来公司将逐步进入其他内燃机配件领域, 实现多元化发展。从国际上看, 作为公司的主要竞争对手, 美国辉门和德国马勒均是多元化发展的范例。
- **盈利预测。**预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.32 元和 1.59 元, 按 10 月 31 日收盘价 24.00 元计算, 对应的动态市盈率分别为 18.17 倍和 15.05 倍, 估值合理, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**新订单实际数量存在不确定性; 多元化发展存在不确定性; 产能扩建达不到预期; 原材料价格大幅波动。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	8.22	9.76	10.48	12.85
增长比率 (%)	32.11	18.68	7.36	22.71
净利润 (亿元)	1.04	1.26	1.55	1.88
增长比率 (%)	57.02	20.99	23.35	20.75
每股收益 (元)	0.88	1.07	1.32	1.59
市盈率 (倍)	27.12	22.42	18.17	15.05



目录

1. 出口收入快速增长.....	4
2. 产能陆续释放，环保是发展方向.....	6
2.1 新增产能陆续释放.....	6
2.2 排放标准趋严，公司优势突出.....	7
3. 铸铝发动机发展带来增量需求.....	8
4. 多元化发展的国际案例.....	9
4.1 多元化发展第一步：进军轴瓦行业.....	9
4.2 国际案例：美国辉门和德国马勒.....	10
5. 盈利预测与估值.....	14
6. 风险提示	14

图目录

图 1: 公司海外市场主要客户	5
图 2: 公司气缸套综合产能	6
图 3: 公司新订单情况	7
图 4: 气缸套工艺流程	7
图 5: 公司气缸套产品在全球和国内市场的占有率	9
图 6: 美国辉门历史销售收入	11
图 7: 美国辉门各产品部门收入占比	11
图 8: 美国辉门各区域销售收入占比	11
图 9: 马勒产品线	12
图 10: 德国马勒近几年销售额	13
图 11: 德国马勒各产品部门收入占比	13
图 12: 德国马勒各区域销售收入占比	13

表目录

表 1: 公司分区域市场收入与比例	4
表 2: 公司近两期前五大客户收入情况	4
表 3: 公司海外市场拓展重要事件	5
表 4: 公司产能扩张项目	6
表 5: 铸铝发动机与铸铁发动机比较	8
表 6: 国内汽车轴瓦配套市场容量估算	10
表 7: 可比公司估值比较	14
表 8: 财务报表预测	15

近期我们调研了中原内配（002448），就公司的经营与发展与上市公司进行了交流。

1. 出口收入快速增长

在国内汽车销量低速增长且商用车销量同比下降的不利局面下，公司上半年营业收入仍然取得了10.26%的较快增长，前三季度也达到6.04%。

一方面，虽然国内市场需求不旺，上半年下游商用车销量同比下降10.40%，其中重卡销量更是下降了31.62%，但通过调整市场结构、产品结构，公司国内收入下降8.80%，低于下游商用车销量降幅。

另一方面，公司一直致力于开拓出口市场，已经逐步进入收获期。上半年，公司出口业务收入达到2.62亿元，同比增速高达45.01%。出口收入比重也从2010上半年的25%上升到目前的48%。预计未来这一比例将维持在50%上下，可以有效减少单一市场大幅波动的影响。

表 1：公司分区域市场收入与比例

	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1
国内市场（亿元）	3.2	2.4	3.0	2.5	2.8
出口（亿元）	1.0	1.5	1.8	2.3	2.6
出口比重	25%	39%	37%	48%	48%

资料来源：中原证券，公司资料

从上半年情况看，对尼玛克和美国国际卡车的销售收入已经占据前两位，由此可见公司对海外市场开拓的成果。

从比较来看，对尼玛克公司的供货（间接供货给通用汽车）增长较快，上半年收入为1.56亿元，占比达到28.49%，是出口收入大幅增长的主要贡献力量。

表 2：公司近两期前五大客户收入情况

客户	2011		客户	2012H1	
	收入（亿元）	占比		收入（亿元）	占比
客户 1	1.52	15.55%	尼玛克	1.56	28.49%
客户 2	0.84	8.64%	美国国际卡车	0.37	6.83%
客户 3	0.53	5.44%	东风康明斯	0.23	4.16%
客户 4	0.42	4.29%	广西玉柴机器专卖发展有限公司	0.18	3.25%
客户 5	0.34	3.48%	广西玉柴机器股份有限公司	0.17	3.07%

资料来源：中原证券，公司资料

除了通用汽车和美国国际卡车外，公司海外市场的主要客户还包括康明斯、福特、戴姆勒奔驰、标致雪铁龙、菲亚特等。

图 1: 公司海外市场主要客户



资料来源：中原证券，公司资料

近期公司在海外市场的开拓也获得了一些成果。9月12日，公司通过德国戴姆勒公司 VDA6.3 过程审核，达到 A 级供应商标准。9月5日公司收到美国通用汽车《第五代发动气缸套提货时间表》，根据时间表，2013-2015 年度公司将分别供应第五代发动机气缸套 591.45 万只、1057.12 万只、946.94 万只。目前公司在通用汽车的市场占有率约 20%，估计未来会达到 35%。

表 3: 公司海外市场拓展重要事件

时间	事件
2012 年 9 月 12 日	通过德国戴姆勒公司 VDA6.3 过程审核
2012 年 9 月 5 日	收到美国通用汽车《第五代发动气缸套提货时间表》
2011 年 6 月	收到菲亚特动力科技公司签署的零件提交保证书

资料来源：中原证券，公司资料

注意到目前出口主要集中于美洲地区，大客户包括通用汽车、国际卡车、康明斯等，这与公司在美国的北美代表处的作用分不开。北美代表处成立于 2006 年，主要是在开拓市场的基础上为海外客户提供质量、技术、物流、分包装、再生产等全方位的服务。

鉴于北美市场的成功，公司决定在德国设立全资子公司，致力于开拓欧洲市场。欧洲是全球重要的汽车生产基地，商用车和乘用车产量规模庞大。公司已与戴姆勒奔驰、菲亚特、标致雪铁龙等企业建立了良好的合作关系。全资子公司的设立有利于进一步开拓市场，为大批量供货提供支持。基于公司产品技术、质量已经获得国际市场认可，我们认为公司未来在欧洲提高市场占有率是值得期待的。

2. 产能陆续释放，环保是发展方向

2.1 新增产能陆续释放

2009年以来，公司长期受制于产能，在高峰期难以完全满足市场需求，其中2011年度公司放弃订单500万只左右。为此已经相继推进了两大产能扩张项目，分别是IPO募投项目和非公开发行业募投项目。

表 4：公司产能扩张项目

项目	投资总额（亿元）	投资进度	新增产能（万只）
年产 1000 万只气缸套项目	3.21	99.22%	1000
年产 1300 万只气缸套项目	5.43	9.16%	-

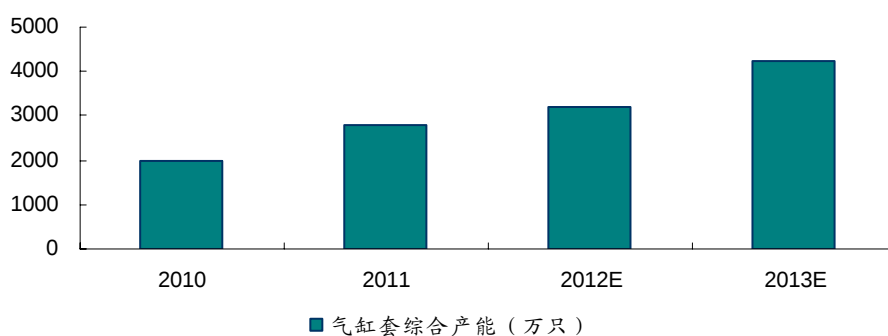
资料来源：中原证券，公司资料

其中年产1000万只气缸套项目是IPO募投项目，目前已经完全达产。达产后公司总产能达到3000万只。

另外，公司非公开发行2511万股募集资金投向年产1300万只新型节能环保气缸套项目。由于需求旺盛，公司已用自筹资金预先投入，先行建设4条生产线，其中乘用车生产线3条，商用车生产线1条，生产线建成投产后，估计可增加产能200万只。预计本项目将在2013年完全达产。根据可行性报告，项目达产后，预计新增销售收入6.67亿元、利润总额1.27亿元、净利润0.95亿元，盈利能力较好。

随着产能的陆续释放，公司承接订单的能力增强，为未来营收规模增长奠定了基础。预计2012年综合产能达到3200万只，2013年综合产能达到4250万只。根据规划，公司产能扩张的阶段目标是5000万只。

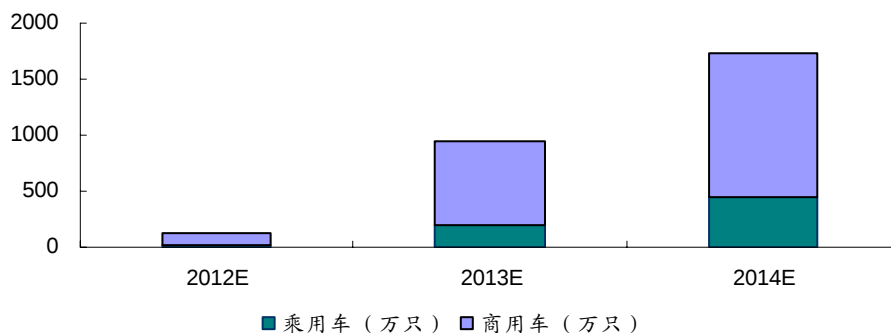
图 2：公司气缸套综合产能



资料来源：中原证券，公司资料

未来公司订单充足，有能力满足新增产能需求。根据初步测算，不考虑老订单变化，预计公司2013年新订单增加951万只，2014年增加1728万只。

图 3: 公司新订单情况



资料来源：中原证券，公司资料

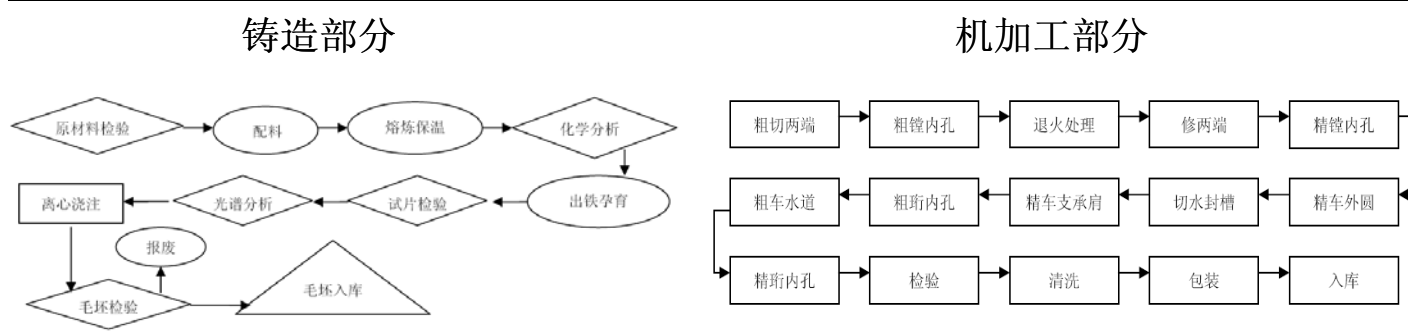
2.2 排放标准趋严，公司优势突出

随着汽车节能环保要求越来越高，对气缸套的要求也往低排放、低油耗方向发展，其中气缸套的材料、表面处理、珩磨技术是关键技术。

发动机气缸长期处于高温高压环境中，并处于高速摩擦中，对气缸套材料的选择主要考虑材料强度、硬度、耐磨性、抗蚀性和经济性五个方面。随着排放和油耗要求的提高，气缸内温度和压强更高，因此对上述几个方面的要求更趋严格。

根据国内外情况，合金铸铁、钢质材料、蠕墨铸铁等均有应用。但获得经济稳定的合适材料需要长期的技术和工艺储备。此外，为提高产品性能，需要采用各类表面改性技术和表面涂敷技术。同时对内孔进行珩磨，加工成合适的油槽，以减少润滑油消耗，并减少摩擦损失，对提高排放标准相当关键。

图 4: 气缸套工艺流程



资料来源：中原证券，公司资料

汽车的排放标准已经数次提高，根据《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》，自 2013 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的车用压燃式发动机与汽车必须符合国四标准的要求。在国四标准下，这对相应的气缸套产品提出了更高的技术要求。

经过长期的积累，公司具有突出的技术优势，是国内少数可以研发生产国四标准及以上气缸套产品的企业，并已经通过海外市场的开拓获得了国际厂家的认可。随着排放标准的提升，公司的产品技术优势将更显突出，有助于进一步提升市场占有率。公司推进新型节能环保发动机气缸套项目也正好契合了这一趋势。

3. 铸铝发动机发展带来增量需求

气缸套主要应用在柴油发动机机和铸铝汽油发动机上，而铸钢汽油发动机一般不需要气缸套，可直接在气缸内直接进行加工和表面处理。

相对于铸钢汽油机，铸铝汽油机有一些优势。首要的优势重量轻，通过减轻重量降低油耗。在同等排量的发动机中，使用铝缸体的发动机，能减轻20公斤左右的重量。根据测试，汽车的自身重量每减少10%，燃油的消耗可降低6%-8%。

铝的散热性能强于铁，发动机采用全铝合金，还增强了发动机的散热效果，提高了发动机工作效率，而且寿命也更长。

除此以外，在生产过程中，铸铁生产线占地面积大，对环境污染大，加工工艺复杂；而铸铝缸体的生产特点恰好相反。从市场竞争的角度来说，铸铝缸体具有一定的优势。

当然铸铁发动机也有其优势，如热负荷能力大、体积小、耐腐蚀性强。因此铸铁发动机和铸铝发动机都有其各自的匹配适用市场。

表 5：铸铝发动机与铸铁发动机比较

	优势一	优势二	优势三
铸铝发动机	重量轻	散热性好	加工过程更友好
铸铁发动机	强度高	耐腐蚀性强	成本低

资料来源：中原证券

目前来看国内铸铝发动机还有较大发展空间。虽然长城、奇瑞等企业相继都推出了铸铝发动机，但整体比例不高。其中存在的一些技术问题影响了自主品牌铸铝发动机的推广。铸铝缸体发动机内部仍然有一部分使用铸铁材料，特别是气缸套。铸铝与铸铁在燃料燃烧后热膨胀率不统一，就是通常所说的变形一致性出现问题，无法满足发动机的密封要求，这是铸铝缸体在铸造工艺上的一个难题。

从国外来看，铸铝发动机大概占据50%的比例。如果国内市场也达到这一比例，根据前期报告的测算方式，估计会形成大约8亿元的配套市场。目前公司超过90%的乘用车气缸套用于出口，国内销售微乎其微。因此未来国内铸铝发动机的推广，将为公司带来增量需求。

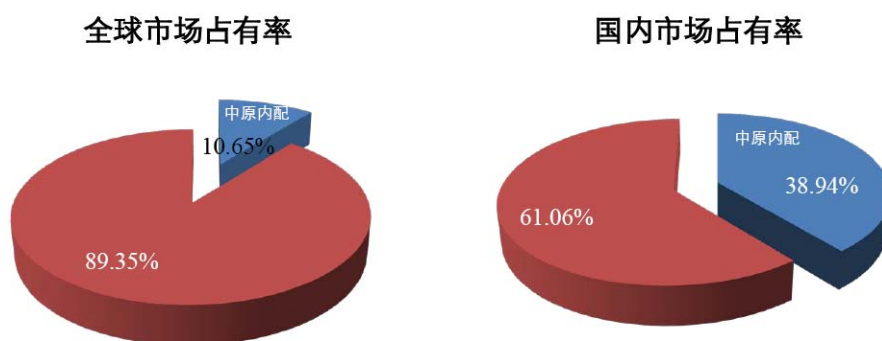
4. 多元化发展的国际案例

4.1 多元化发展第一步：进军轴瓦行业

根据前期报告《中原内配（002448）调研报告：气缸套亚洲老大，有望挑战全球第一》测算，按2009年计算，全球气缸套OEM配套市场容量约为78亿元，中国市场约为15亿元。考虑近几年市场增长的情况，估计这一市场容量约为100亿元。整体来说，全球气缸套单一市场规模并不算太大。

公司已经占据其中10.65%的市场份额，跻身全球三大气缸套供应商之一，未来多元化发展已经成为公司的重要课题。

图 5：公司气缸套产品在全球和国内市场的占有率



资料来源：中原证券，公司资料

8月11日，公司公告称，与河南省中原轴瓦股份有限公司共同出资设立河南省中原内配轴瓦股份有限公司，正式进入轴瓦领域。公开资料显示，河南省中原轴瓦股份有限公司成立于1985年，拥有员工300余人，固定资产总额达1500万元。年产各种规格系列轴瓦1000万付，年实现销售收入7500万元，年实现利税达900万元。

合资公司注册资本为6000万元，其中公司股权占比为73.33%，中原轴瓦为26.67%。根据可行性研究报告，新项目项目建设期为1.5年，项目达产后，每年可实现生产发动机轴瓦5000万件，营业收入1.89亿元，利润总额3164.79万元。并将根据市场环境、销售情况，择机进行二期项目建设。

轴瓦是滑动轴承中的滑动部件，其形状为瓦状的半圆柱面，一般用巴氏合金、铝基合金、铜基合金等耐磨材料制成。其中薄壁轴瓦质量稳定、成本低，在汽油机、柴油机上得到广泛的应用。

根据可行性研究报告，轴瓦的平均单价仅为3.78元。按汽油机轴瓦均价2元、柴油机轴瓦均价5元计算，以2011年汽车产量为基础，国内汽车轴瓦配套市场容量为9.32亿元。轴瓦属于易损件，一般情况下5-6万公里需要更换。按配套市场30%比例估算，则售后维修市场需求规模为2.80亿元。整体来说，汽车用轴瓦的

单一市场价值也并不算太大。当然除了汽车以外，工程机械、农业机械等领域对轴瓦也有较大的需求。

表 6：国内汽车轴瓦配套市场容量估算

	主机产量（万台）	轴瓦需求量（亿片）	需求金额（亿元）
汽油汽车	1509	3.02	6.04
柴油汽车	328	0.66	3.28
合计	1837	3.67	9.32

资料来源：中原证券

我国轴瓦生产企业有400余家，但其中具有较大规模的企业不到10家，主要以汽车集团内企业或合资企业为主。市场占有率居前的主要有上海菲特尔莫古轴瓦有限公司、江苏富通轴瓦股份有限公司、四川飞虹轴瓦股份有限公司等。

轴瓦市场相对分散，对公司进入轴瓦行业相对有利。凭借合资方的技术设备 and 公司与国内外客户的良好合作关系以及强大的研发能力和资金实力，预计未来能有效开拓市场，获得一定的市场份额。按新项目建设周期，预计将于2014年完全达产并贡献收益。

在此基础上，预计未来公司将逐步进入其他内燃机配件领域，如活塞、活塞环等。这也利于公司进入模块化供货领域，满足客户需求，实现多元化发展。

4.2 国际案例：美国辉门和德国马勒

作为公司的主要竞争对手，美国辉门和德国马勒均是多元化发展的范例。

◆ 美国辉门

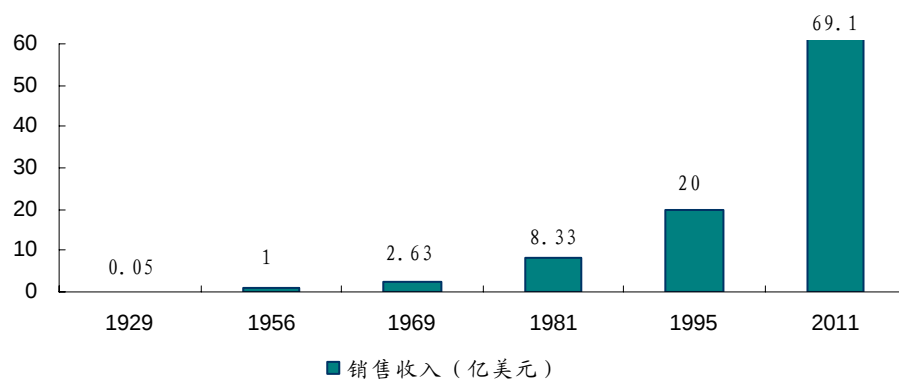
美国辉门公司始创于1899年的密歇根州底特律。目前，公司拥有超过4.5万名员工、150多家工厂，销售总额达69亿美元。辉门公司产品包括动力总成方面的活塞、活塞环、活塞销、缸套、动力缸系统、点火装置、气门圈、气门导管等，发动机密封系统方面的轴瓦衬套垫圈、密封垫、隔热隔音罩、密封件等，和车辆安全方面的摩擦产品、照明产品、雨刮产品等。

公司的前身Muzzy Lyon公司最初的产品是轴瓦，并取得了成功。1924年与Federal Bearings and Bushings公司合并，形成辉门公司。1941年公司的推进器获得市场认可，成为全球最大摩托艇推进器制造商。1955年，公司收购了National Motor Bearing公司，此后一年总销售额增长至1亿美元，跻身“财富500强企业”。1962年公司在比利时安特卫普市开始创立其首家海外服务中心，开始国际化道路。1998年，公司收购了Cooper Industries及其品牌，包括Anco雨刮、Champion®点火产品、MOOG底盘、Wagner和Abex摩擦产品以及Wagner和Blazer照明产品，大力推进多元化发展。2010年6月，辉门进一步将其业务扩展至亚洲，在中国上海创办了一流的总部和技术中心。

公司销售收入从1929年的480万美元增长至2011年69.1亿美元，这其中以并购实现多元化发展与国际化发展功不可没。目前不管从产品线来看，还是从区域

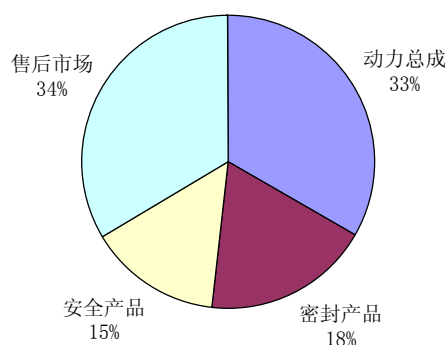
分布看，公司收入分布已经较为合适。

图 6：美国辉门历史销售收入



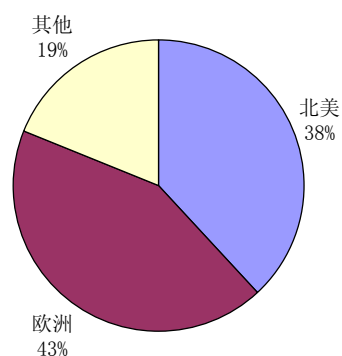
资料来源：中原证券，公司资料

图 7：美国辉门各产品部门收入占比



资料来源：中原证券，公司资料

图 8：美国辉门各区域销售收入占比



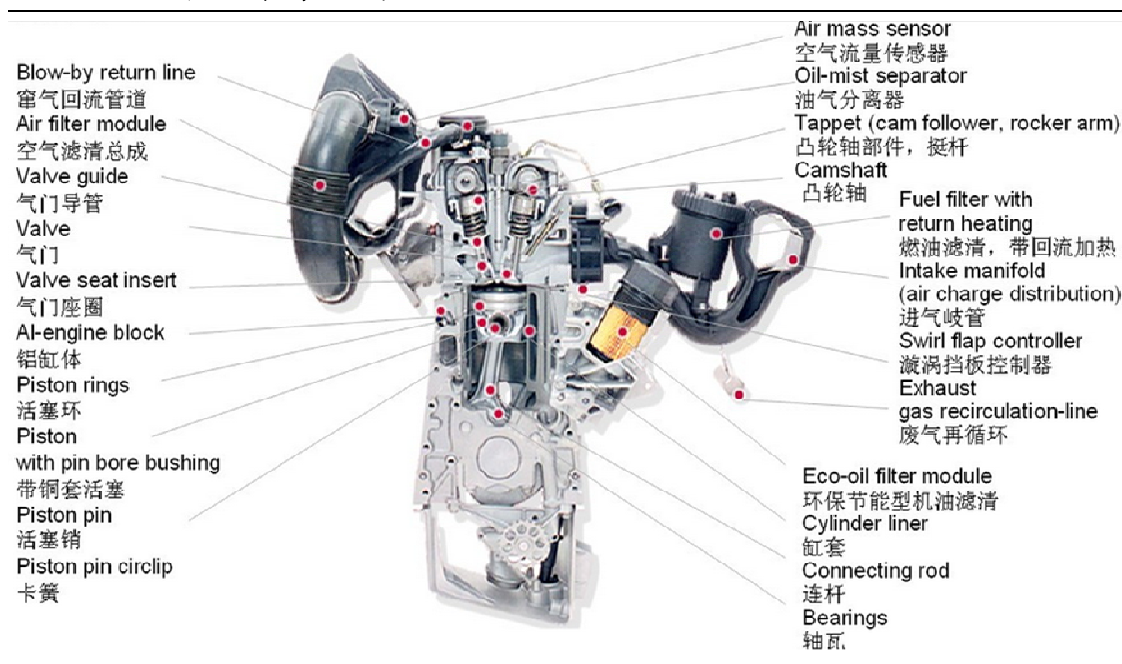
资料来源：中原证券，公司资料

◆ 德国马勒

德国马勒是全球前三十大零部件供应商，在全球拥有100多家工厂和4.9万名员工，并拥有分布全球的8个研发中心和3000多名研发工程师。

公司为市场提供的汽车相关产品包括活塞、活塞环、轴瓦、连杆、气门等发动机零部件及空气、液体管理系统等发动机外围设备。

图 9：马勒产品线



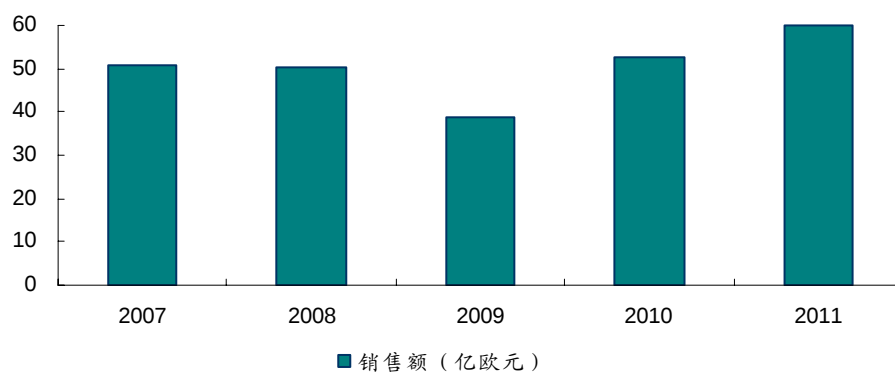
资料来源：中原证券，马勒

马勒最初仅为一个小规模的检测车间。1920年首次生产出轻合金活塞；继而发明了空气滤清器和机油滤清器；1927年第一个控制膨胀活塞；1931年世界上第一个柴油发动机的铝环活塞；1976年欧洲第一部过共晶铝合金发动机缸体；1988年生产系列产品的组合凸轮轴；2001年应用于高速客车柴油发动机的革新的活塞冷却概念。

目前马勒全球客户包括宝马、奥迪、卡特彼勒、通用、本田、现代、奔驰、日产、标致等；国内主要配套的厂家有上海大众、一汽大众、北京现代、长安福特、东风日产、锡柴、大柴、上柴、重汽、北汽福田等。

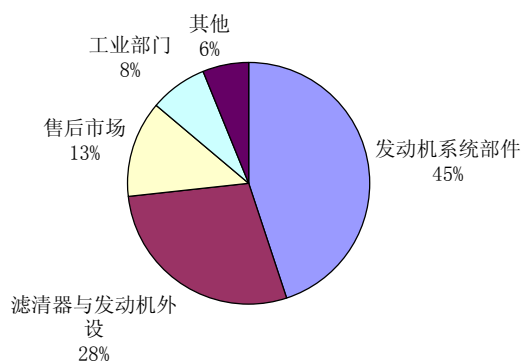
2011年马勒销售额达到60亿欧元，其中发动机零部件占比为45%，滤清器和发动机外设占比28%，多元化发展已相当成熟。从区域来看，欧洲和欧洲外市场各占50%，国际化程度恰到好处。

图 10: 德国马勒近几年销售额



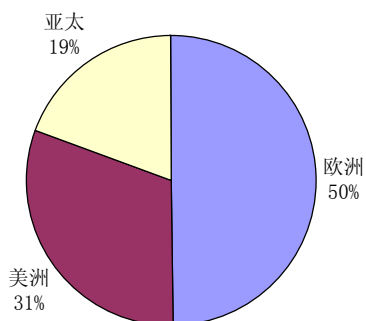
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 11: 德国马勒各产品部门收入占比



资料来源: 中原证券, 公司资料

图 12: 德国马勒各区域销售收入占比



资料来源: 中原证券, 公司资料

5. 盈利预测与估值

整体来看,我们认为公司作为市场占有率居前的气缸套龙头企业,将加快国际化和多元化发展,实现较快增长。

预计公司2012-2013年EPS分别为1.32元和1.59元,按10月31日收盘价24.00元计算,对应的动态市盈率分别为18.17倍和15.05倍,估值合理,维持“增持”评级。

表 7: 可比公司估值比较

上市公司	10月31日收盘价(元)	EPS(元)			市盈率		
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
天润曲轴	6.28	0.36	0.16	0.23	17.44	39.25	27.30
银轮股份	5.63	0.33	0.21	0.29	17.06	26.81	19.41
威孚高科	26.01	1.77	1.30	1.77	14.69	20.01	14.69
远东传动	8.06	0.70	0.53	0.63	11.51	15.21	12.79
平均					15.18	25.32	18.55

资料来源: 中原证券, WIND

6. 风险提示

- ◆ 新订单实际数量存在不确定性;
- ◆ 多元化发展存在不确定性;
- ◆ 产能扩建达不到预期;
- ◆ 原材料价格大幅波动。

表 8: 财务报表预测

利润表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	976	1048	1285	1675
增速	18.7%	7.4%	22.7%	30.3%
毛利	286	317	388	504
% 营业收入	29.3%	30.2%	30.1%	30.1%
营业税金及附加	4	5	6	8
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	75	79	96	126
% 营业收入	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	56	61	73	95
% 营业收入	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%
财务费用	9	-1	-2	-2
% 营业收入	0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	7	0	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	9	10	10	10
营业利润	144	183	223	286
% 营业收入	14.8%	17.5%	17.4%	17.1%
营业外收支	5	2	2	2
利润总额	149	185	225	288
% 营业收入	15.3%	17.7%	17.5%	17.2%
所得税费用	23	29	35	45
净利润	126	156	190	242
归属于母公司所有者的净利润	125.9	155.3	187.6	230.9
% 营业收入	12.9%	14.8%	14.6%	13.8%
少数股东损益	0	1	2	12
EPS (元/股)	1.07	1.32	1.59	1.96

现金流量表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	68	187	165	183
取得投资收益收回现金	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-268	-190	-213	-117
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-268	-190	-213	-117
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	520	0	0
银行贷款增加 (减少)	39	-161	0	0
筹资成本	-25	-23	-26	-32
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流净额	13	337	-26	-32
现金净流量	-188	333	-74	34

资产负债表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	182	516	442	475
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	114	116	143	186
存货	260	277	340	443
预付账款	68	72	88	115
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	705	1068	1121	1360
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	74	84	93	103
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	579	726	886	942
无形资产	59	56	53	51
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	10	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	1427	1934	2153	2456
短期贷款	161	0	0	0
应付款项	182	193	237	309
预收账款	14	16	19	25
应付职工薪酬	38	40	49	64
应交税费	3	3	4	5
其他流动负债	3	2	2	3
流动负债合计	400	254	312	406
长期借款	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	29	29	29	29
负债合计	431	284	342	437
归属于母公司所有者权益	996	1648	1807	2004
少数股东权益	0	1	3	15
股东权益	996	1649	1811	2019
负债及股东权益	1427	1934	2153	2456

基本指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS	1.071	1.321	1.595	1.963
BVPS	10.77	14.01	15.37	17.04
PE	22.42	18.17	15.05	12.23
PEG	1.00	0.81	0.67	0.55
PB	2.23	1.71	1.56	1.41
EV/EBITDA	14.71	10.07	8.62	6.77
ROE	12.6%	9.4%	10.4%	11.5%

资料来源: 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。