

立足农用泵业，挺进环保工程领域

报告摘要:

公司作为农用水泵龙头企业，经过多年发展，在研发、品牌、销售渠道等方面形成了自己独有优势。目前产品涵盖了近 20 个系列、2000 多种规格型号，除去在农林灌溉领域有广泛应用外，在一些环保、重点工程中亦取得较为代表性应用。

公司业务呈现弱周期、符合政策导向型特征。公司现阶段产品主要用来满足农村、新城镇市场的需求，农业现代化、城镇化进程不断深化，需求稳健增长的趋势不变。十八大提出了新型农业现代化、新型城镇化的理念，未来增加农业的投资力度、全面提升城镇化质量和水平值得期待，也为公司的发展带来新契机。公司通过外延式扩张模式，积极介入环保工程领域，力争使之成为公司重要利润来源之一。

公司销售渠道相对完善、品牌建设有所积淀。公司目前拥有 1100 多家一级经销商和 3500 多家二级经销商，同时对销售渠道的掌控力比较强；在品牌建设方面，新界品牌被认定为中国驰名商标，随着农民收入的提高，在选购农业水泵时品牌意识也逐步提升，有利于公司产品销售。对于海外市场，自“SHIMGE”品牌诞生以来，公司就以自有品牌参与国际竞争，在 70 多个国家和地区注册了“SHIMGE”商标，在亚非拉市场有较大影响力。

募投项目“100 万台农用水泵”产能将在 2013 年、2014 年大幅释放，海外市场存在较大拓展空间、农机补贴力度持续加强为公司未来发展提供基础，公司抓住好发展有利因素，还是能值得期待。

预测 2012 年-2014 年 EPS 为：0.55 元、0.75 元、0.98 元，对应 PE 分别为 32.3、23.67、18.24。首次给予“谨慎推荐”评级。

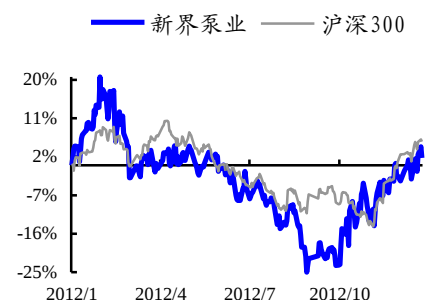
投资风险：原材料价格大幅波动、海外市场需求波动、市场存在竞争加剧程度超出预期可能

股票数据

2013-1-22

收盘价(元)	17.86
12个月股价区间(元)	13.02~21.66
总市值(百万元)	2,858
总股本(百万股)	160
A股(百万股)	160
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	26%	2%
相对收益	-4%	15%	-1%

相关报告

证券分析师: 吴江涛

执业证书编号: S0550512030001
(021)20361069 wujt@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	567	765	932	1165	1430
(+/-)%	26.81%	34.73%	21.87%	25.00%	22.77%
归属母公司净利润	59	60	88	121	157
(+/-)%	25.67%	1.71%	46.96%	36.50%	29.76%
每股收益(元)	0.74	0.38	0.55	0.75	0.98
市盈率	48.29	47.47	32.30	23.67	18.24
市净率	3.68	3.45	3.12	2.76	2.39
净资产收益率(%)	7.62%	7.27%	9.66%	11.64%	13.13%
股息收益率(%)	0.27%	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	80	160	160	160	160

目 录

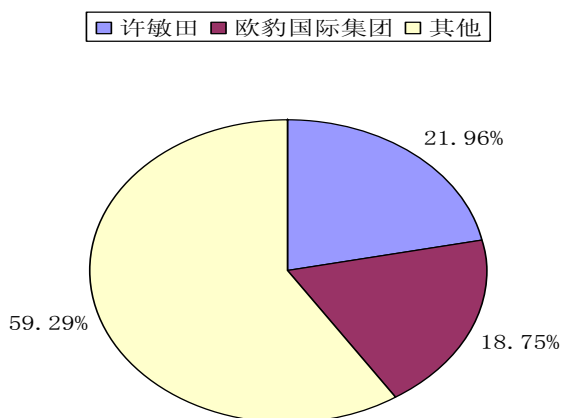
1. 公司概况	3
1.1 股权结构	3
1.2 公司业务	4
1.3 公司主要财务数据	6
2. 公司业务呈现弱周期、符合政策导向型特征	8
2.1 新型农业现代化进一步提升对水泵需求	8
2.2 新型城镇化拓展公司成长空间	10
2.3 通过外延扩张，积极介入环保工程	11
3. 公司销售渠道相对完善、品牌建设有所积淀	12
4. 抓住发展契机推动公司经营再上台阶	13
4.1 海外市场仍存在较大拓展空间	13
4.2 农机补贴力度加强推动公司水泵销售	14
4.3 募投项目开始发力	14
5. 公司投资建议及盈利预测	14

1. 公司概况

1.1 股权结构

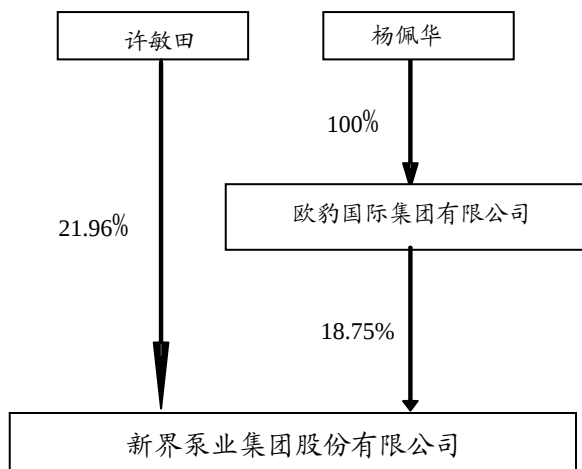
1997 年，由许敏田等 5 位自然人在台州新界泵业公司经评估的净资产基础上，发起设立台州新界泵业有限公司。2008 年 12 月经浙江省外贸厅批复，浙江新界泵业有限公司整体变更为外商投资股份有限公司。2010 年 12 月经中国证券监督管理委员会核准，公司在深圳交易所首次公开发行人民币普通股 2000 万股，并于 2010 年 12 月 31 日挂牌交易。目前公司实际控制人为许敏田、杨佩华夫妇，占有公司总股本的 40% 左右。

图 1：公司股本结构



数据来源：东北证券，公司半年报

图 2：公司与实际控制人产权及控制关系



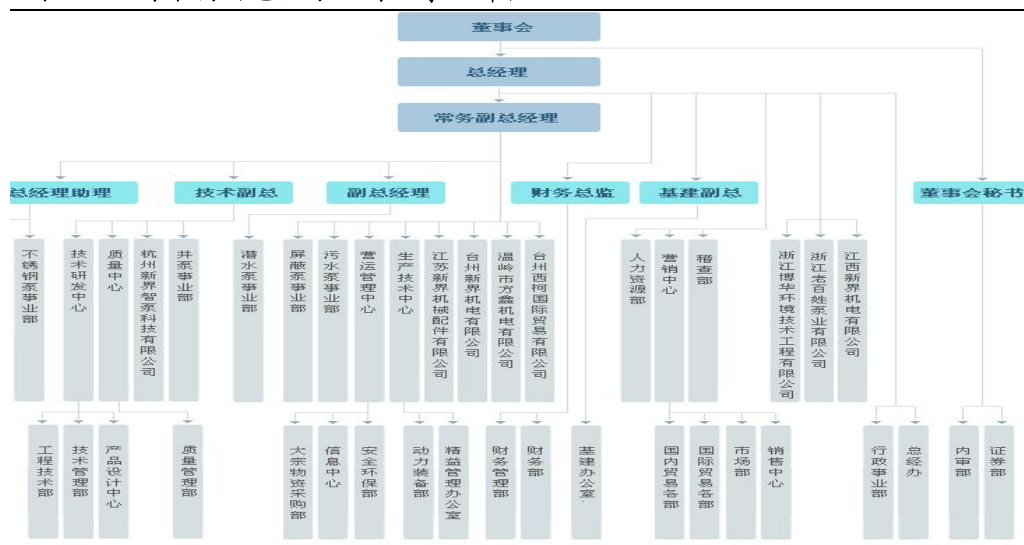
数据来源：东北证券，公司半年报

1.2 公司业务

作为农用水泵龙头企业，公司经营范围包括：泵及控制设备、风机、电机、发电机、空压机及零部件制造、销售。公司产品涵盖了近 20 个系列，2000 多种规格型号，主要满足农林灌溉、养殖高效增氧、生活汲水、泵站提水、建筑供水、市政工程及污/净水处理、冶金、工业用水等领域的需求。

公司业务主要分成六大事业部，即：潜水泵事业部、陆上泵事业部、污水泵事业部、井泵事业部、不锈钢泵事业部、屏蔽泵事业部。

图 3：公司架构（包括子公司及事业部）



数据来源：东北证券，公司网站

从产品系列来看，公司泵类产品亦分为农田灌溉、污水处理、工业应用、增压、生活供水、暖通六大类，其中有不少泵型存在较大通用性。

农田灌溉电泵包括：离心式清水电泵、充油式潜水电泵、手压自吸泵、充水式潜水电泵、潜水螺杆电泵、井用小型多级潜水电泵、干式潜水电泵等。污水处理电泵包括：切割型污水污物潜水电泵、搅拌式排污潜水电泵、全扬程多级污水污物潜水电泵、全精铸不锈钢污水泵等。工业应用泵包括：屏蔽式静音循环泵、消防汲水设备（QSG、HSG、WSG 系列）、多级离心泵（包括立式等）、立式多级管道泵、SP 系列小型一体化机组、全自动冷热水漩涡式自吸电泵、喷射式电泵、多级污水污物潜水电泵等。生活供水电泵代表的有：变频调速横（变）压给水设备、无负压自动供水设备、深井潜水泵等。暖通类包含有：SGR 型管道式离心泵系列、立式多级管道泵、轻型不锈钢卧式多级离心泵等。

公司产品除去在农林灌溉领域有广泛应用，在一些环保、重点工程中取得较为代表性应用。泰州泰达垃圾发电厂的 RO 反渗透及环保工程采用公司 BL、BW 系列泵 10 台（套）；中国环保创业园采用公司无负压供水设备、消防泵 10 套；深圳大运会主展馆除臭工程（采用公司 10 台 BL 型高压泵往海水里输送糖水以消除异味）；国家图书馆采购 6 台（套）CDLF、SGK 等型号水泵及设备用于生活用水工程；三一重工采购公司 BL、SGL 型设备 150 台（套）；华菱钢铁集团有限责任总部大楼污

水处理工程和生活用水工程由公司完成(使用了 BL、SGK、BLT 等系列 57 台(套))。

图 4: QDX(T)、QX(T)铁壳潜水泵

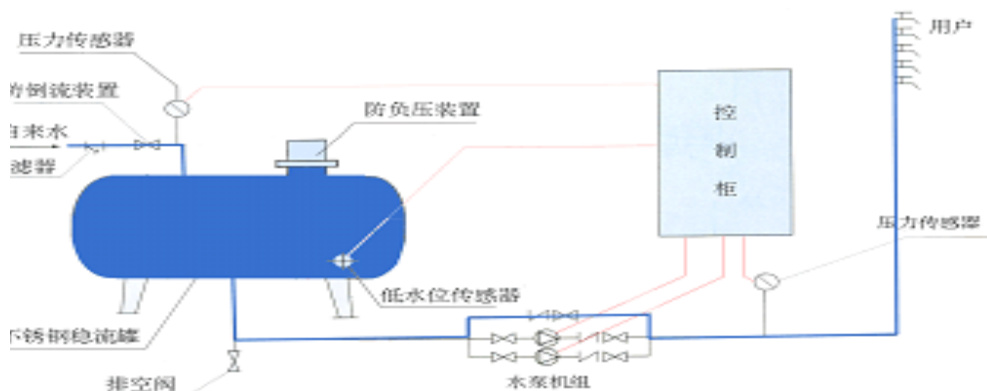
图 5: WWG 无负压自动供水设备



数据来源: 东北证券, 公司网站

图 6: 无负压供水设备工作原理图

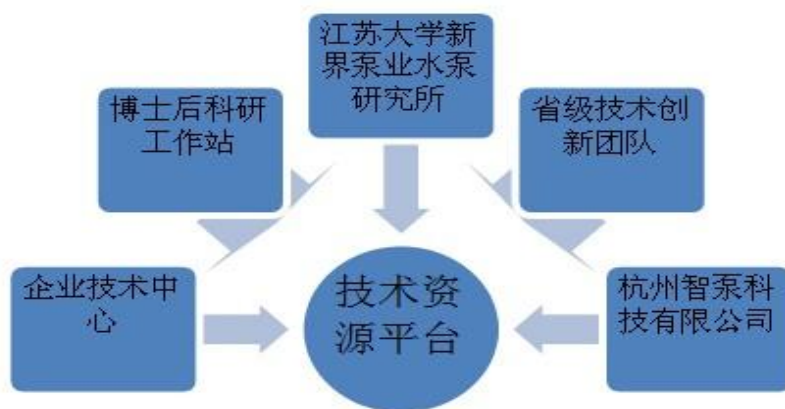
设备工作原理:



数据来源: 东北证券, 互联网

业务技术研发方面, 公司早在成立之初就组建了技术研发中心。杭州新界智泵科技有限公司作为技术研发中心的重要支撑点, 在高效电机、泵用控制技术、泵用通讯技术、泵用新能源技术等方面做重点研究, 同时也将杭州新界智泵作为未来引进高端泵类人才、与全球先进泵类企业合作的平台。技术研发中心还积极利用国内高校研究资源, 目前与中国农业大学、江苏大学、浙江大学进行深入的技术合作, 并与江苏大学组建了新界泵业水泵研究所, 2010 年设立了博士后流动站。

图 7：公司技术资源运作平台

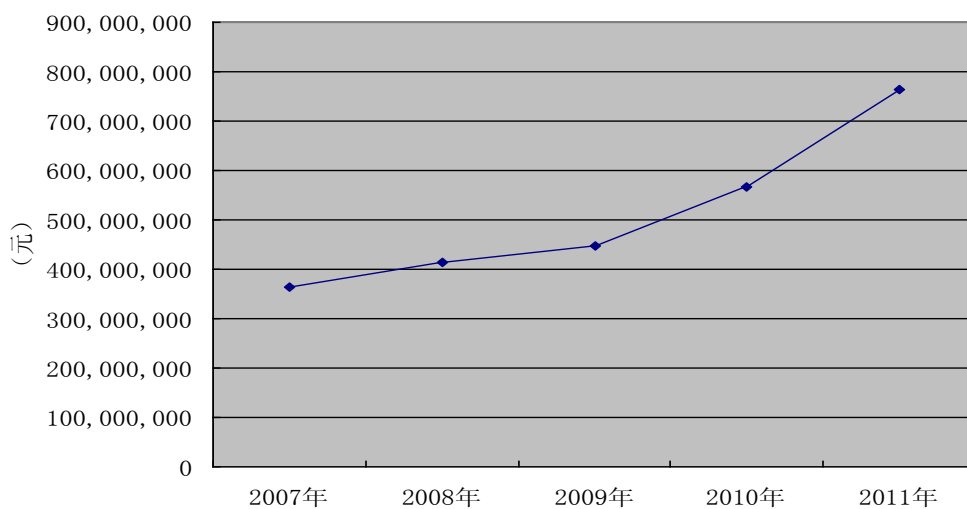


数据来源：东北证券，公司网站

1.3 公司主要财务数据

公司业务收入变化情况

图 8：公司近几年营业收入变化

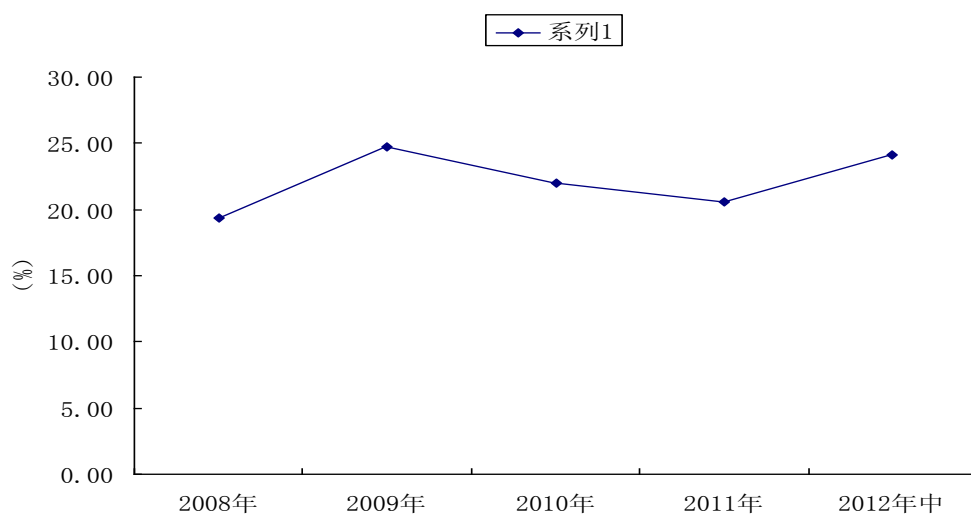


数据来源：东北证券，同花顺

公司主营业务收入中，来自国内市场需求占比大约占到 55%，来自国外（亚非拉为主）大约为 45%。目前，公司国外客户已遍及 100 多个国家及地区。

公司业务毛利率变化情况

图 9：公司业务毛利率近几年变化情况

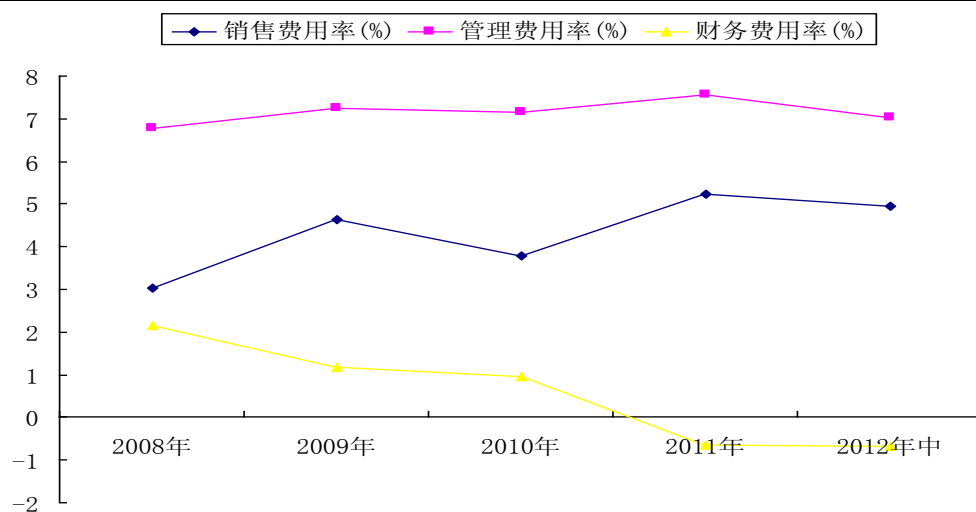


数据来源：东北证券，同花顺

公司产品基本遵循“产品成本+合理利润”的定价模式，其中合理利润是结合公司盈利目标、市场具体变化情况来确定的。原材料成本短期不出现剧烈波动，公司产品毛利率大幅波动的概率相对较小。此外，公司产品结构的变动也会带来整体毛利率的变动。

公司期间费用率变化情况

图 10：公司期间费用率



数据来源：东北证券，同花顺

从近几年的情况来看，管理费用率、销售费用率相对稳定。考虑到公司营销网

络建设相对完善，未来在国内大幅提升一、二级经销商数量可能性较小，在费用控制方面公司还是具备一定的主动权。

2. 公司业务呈现弱周期、符合政策导向型特征

公司主要拥有 5 大类、2000 余种规格的产品，可以满足国内外农村、新城镇市场对于水泵的节能、耐腐蚀、高扬程、大流量等不同性能的要求。

表一：公司主要产品及用途

产品名称	功能及用途
小型潜水电泵	体积小、重量轻、安装简便；适用于：农田补水或排水、旱地浇灌或喷灌、果园浇灌、林草地浇灌、养殖业增氧及补排水
污水污物潜水电泵	能够抽送泥浆、灰浆、生活废水、污水粪尿等固体悬浮物介质；适用于农村、集镇排污、排灌、河塘清淤、化粪池、畜牧业污水污物排放、农房基建等
井用潜水电泵	采用多级叶轮结构、扬程高、直径小；适应于井用取水、深井提水
自吸泵	该系列产品具备自吸功能的新型高效节能泵；适用于水井取水、乡村自来水管路增压、城乡水塔送水、热水器增压等
旋涡泵	相对自吸泵，旋涡泵结构精简、扬程高、流量小、成本经济
其他农用水泵	包括管道泵、清水泵、不锈钢泵、多级离心泵、无负压供水设备等，适应于：经济较发达地区的城乡饮水工程、乡镇排水、民房送水、管道增压、消防供水、污水处理、水净化等场合
空气压缩机	电动机的机械能转换成气体压力能的装置；广泛应用于石油、化工、冶炼、制冷、矿山通风、机械制造、食品加工等领域

数据来源：东北证券、公司招股说明书

经营战略层面上，空气压缩机业务估计会逐渐淡出，公司未来在做好传统泵业以外，逐步涉足高端电泵及环保工程领域。目前，公司泵类产品中七、八成左右都用在农业领域，考虑到三农需求的相对稳定性，公司业务呈现弱周期。

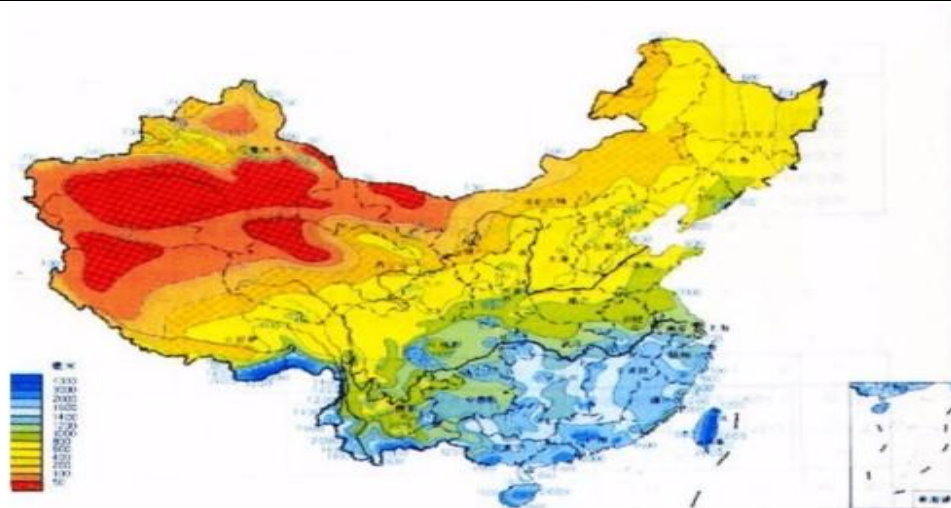
2.1 新型农业现代化进一步提升对水泵需求

十八大报告中强调了新型农业现代化，即以粮食优质高产为前提，以绿色生态安全、集约化标准化组织化产业化高为主要标志，基础设施、机械装备、服务体系、科学技术和农民素质支撑有力的农业现代化。其中，集约化产业化对资源利用率（其中水资源是重要的一环）、土地产出率提出了更高的要求。

国家一直重视“三农”问题，针对“三农”的投入不断加强，农田灌溉建设得到长足发展。解放之初国内使用各种提水机具灌溉的农田有 1582 万亩，占灌溉面积的 6.6%。到了 1975 年开始将喷灌技术列为全国科学技术发展规划重点项目并在随后几年推出滚轮、电动圆形、电动平移等系列喷灌机，1980 年时，全国总配套喷灌机组 2.1 万台左右，喷灌面积达 114 万亩，对节水灌溉起到很大的推动作用。上世纪八十年代中，开始低压管道输水技术和装备的研究和推广工作，同期重点开展提

升泵类产品的质量、技术水平、制造质量的提升，制定或修订了部分泵系列的产品标准。到了 1999 年底，全国渠道防渗、管道输水、喷灌、微灌等节水灌溉工程面积达到 2.6 亿亩。尽管如此，农田水利建设投资相对经济发展在较长时间存在滞后，国内仍有一半的耕地缺乏灌溉基本条件，不少灌溉区设施也存在年老失修情况。但中国作为全球 13 个主要贫水国之一，水资源人均占有量大约为世界人均占有量的 1/4，与此同时，国内地域广阔，水资源分布不均，降雨量时空分布差别较大，旱涝灾害频发，对旱涝调节的能力要求较高。

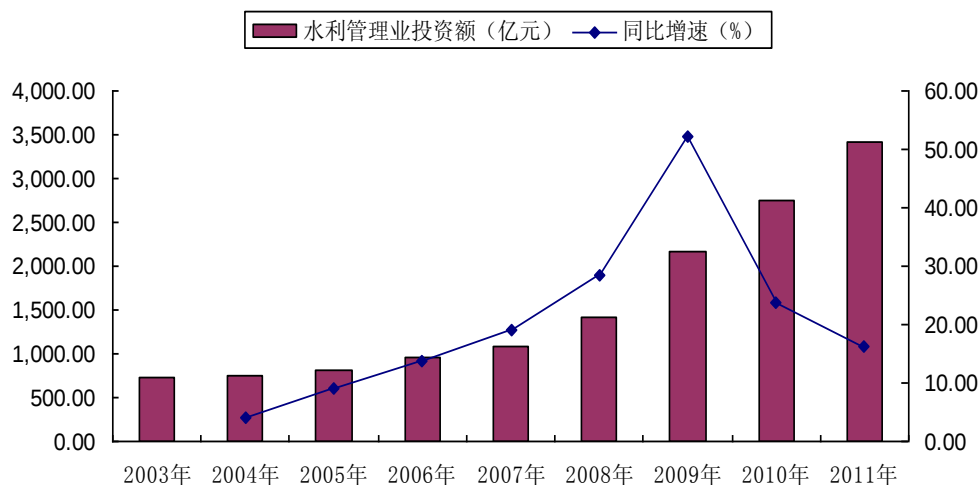
图 11: 中国降雨量分布图



数据来源：东北证券，互联网

早在《关于国民经济和社会发展九五计划和 2010 年的远景目标建议》中就明确要求大力普及节水灌溉，建设旱涝保收、高产稳产农田，意味着普及节水灌溉作为农业发展的基础国策。

图 12: 水利管理业年度累计投资额及同比增速

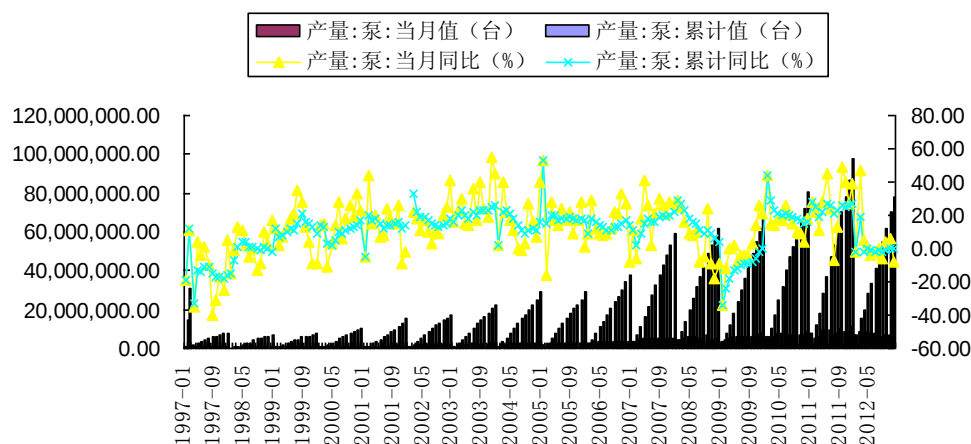


数据来源：东北证券，同花顺

2007 年以来水利管理业投资保持了较快增长。金融危机后，管理层提出了 2011-2020 年期间水利建设投资力争翻番，也就是要达到 4 万亿元，在资金来源的保证方面，提出要求各地将土地出让收益的 10% 用于农田水利建设。国家发改委关于印发水利发展规划（2011-2015）的通知中提到，水利发展面临主要问题有：防洪减灾体系尚不完善，中小河流治理和山洪地质灾害防御滞后（包括部分城市排涝能力严重不足，主要易涝地区农田排涝能力及沿海地区防御风暴潮能力偏弱等）；城乡供水保障能力不足，水资源供需矛盾突出（目前全国仍有近 3 亿农村人口存在饮水及安全问题）；水污染和水土流失问题严重（农村生活生产污水问题凸显）；农田水利基础设施薄弱，农业用水方式粗放（40% 的大型灌区骨干工程、50-60% 的中小型灌区存在不配套和老化失修问题，大型排灌泵站设施完好率不足 60%，全国有效灌溉面积中节水灌溉工程面积仅占 46%）等。在规划目标上，农村集中式供水受益人口比例提升到 80% 左右，力争完成 70% 以上的大型灌溉区和 50% 以上的重点中型灌溉区骨干工程的续建配套和节水改造任务，新增农田有效灌溉面积 4000 万亩，新增高效节水灌溉面积 5000 万亩，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.53 以上。为农业泵及电机类产品需求稳健增长提供保障，公司主导产品顺应了需求取向。

十八大再次提出了新型农业现代化，未来对水利建设、节水推广、农村用水的投资力度会有所加强，泵及电机类的占比存在提升的空间。按照规划的规模，“十二五”期间农业领域投资完成额应该在 2 万亿之上，复合增速 20% 左右，泵及电机设备按照 5% 测算，市场容量在百亿元左右。

图 13：国内泵产品产量及增速



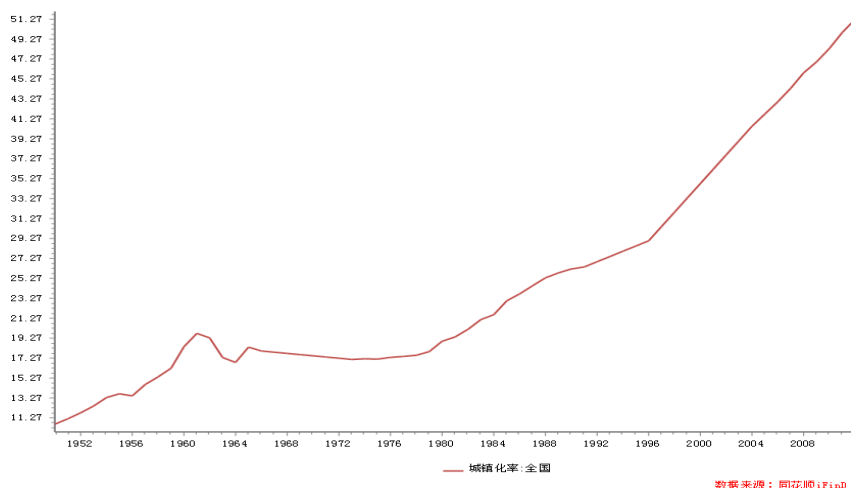
数据来源：东北证券，WIND

2.2 新型城镇化拓展公司成长空间

城镇化是个时时被关注的话题。十八大提出新型城镇化的理念，促进经济增长模式的转变，所谓的新型城镇化，就是改变单纯追求城市规模扩大的简单模式，通过以人为本，以新型工业化作为动力，推动城市现代化、城市集群化、城市生态化、农村城镇化，全面提升城镇化质量和水平，强调城市群、大中小城市及小城镇协调发展。

新型城镇化强调了新型工业化的推动力作用及城市的生态化，大批农村人口转变户籍身份，小城镇数量增加或规模扩大，集中供水需求增加（包括楼宇、小区的增压供水），同时人口聚集带来的生活污水处理问题等，都会对公司相关产品需求带来促进作用。

图 14：中国城镇化率变动情况



数据来源：东北证券，同花顺

2.3 通过外延扩张，积极介入环保工程

公司在立足农用水泵基础上，介入高端泵的研发、开拓，同时契合国家产业政策导向，通过并购浙江博华环境技术工程有限公司，进入环境工程领域。目前公司持有 51% 股份，成为博华的实际控制人。

浙江博华环境技术工程有限公司是一家专业从事环境技术开发、环境工程投资、建设及运营的环保公司，公司拥有环境工程（废水、废气、噪声）专项工程设计证书、环境污染治理工程总承包资质证书、环境污染治理设施运营资质证书等，能够在相关领域进行设计、设备采购、工程施工等服务（部分项目采用 BT、BOT 模式）。目前业务四大板块包括：水务投资与运营（城镇市政及工业园区等污水水处理）、水污染综合治理（生活、医院、工业领域）、废气综合治理（一般工业废气治理工程、化工有害废气治理工程、发电机组的除尘脱硫工程）、噪声综合治理工程。

从博华已中标的项目来看，客户涉及到工业园区、制药公司、污水处理公司、乡镇、工业企业，在多领域形成自己的工程经验。公司入主之后，借助平台有所发力，战略上不排除未来将环保工程业务提升为公司重点业务及主要利润来源之一，以实现公司阶段转型。

并购约定中，2013 年、2014 年博华净利润分别不少于 910 万元、1180 万元。

3. 公司销售渠道相对完善、品牌建设有所积淀

公司所处的农机水泵行业，市场集中度相对较低，生产企业大约有 3000 家左右，截止到 2008 年，规模达到亿元以上企业不到 30 家，行业未来整合的空间较大。公司目前的市场占有率为 3~4%，如要进一步提升公司产品市场占有率以保证绝对领先优势，需要品牌和渠道给予足够的支撑。

表二：2007 年排灌机械行业主要企业销售情况

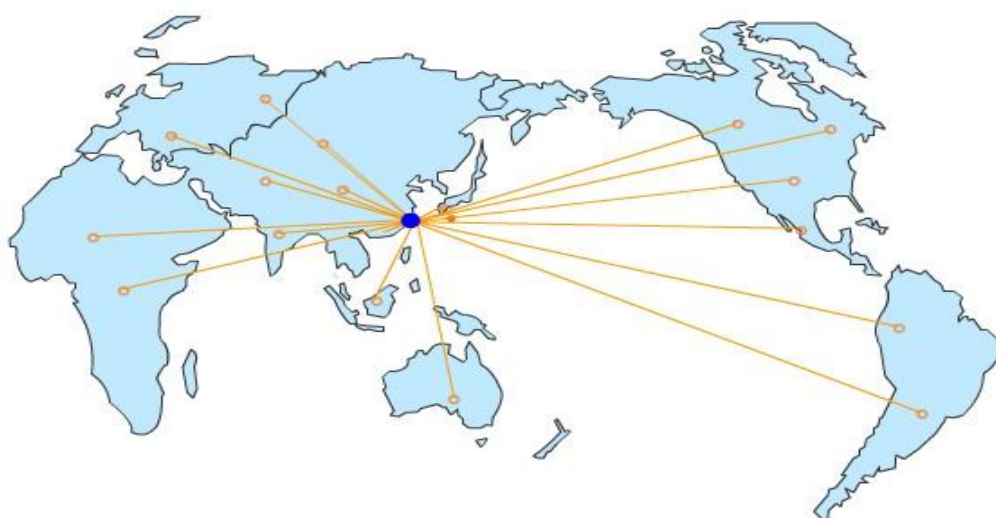
企业名称	销售量（不含出口，台）	销售额（不含出口，万元）	出口额（万美元）
浙江新界泵业	1029351	32545	1279.94
浙江大元泵业	739199	25568	931
泰州泰丰泵业	85240	34782	
天津甘泉集团	18645	15923	256
福建远东电机集团	298681	24045	1424.2
山东颜山泵业	20916	16245	2088
宁波巨神制泵实业	19200	24180	
鹰潭三丰水泵	1620	13000	

数据来源：东北证券整理

行业集中度低的特性决定了市场竞争激烈程度，品牌、渠道的建设对业内公司来说至关重要。作为农机水泵的设计、生产龙头企业，建立以省会、地区行政中心为一级经销商布点（部分地级市有三家的经销商），县级市、重点镇为二级经销商驻扎的格局。当前公司拥有 1100 多家一级经销商、3500 多家二级经销商，格局已经形成，未来会在中西部有所侧重。

公司对于经销商采取了返点的激励措施，根据销售额度给予一定比例的返点，对经销商起到较大激励作用，同时也对维护经销商关系起到积极作用。目前公司对经销商店面装修、公司产品的摆货位置都有统一要求，增强渠道掌控力。

图 15：公司海外营销网络



数据来源：东北证券，公司网站

目前公司在海外市场销售队伍有 30 余人，随着海外市场拓展力度加强，在经销商选择、队伍力量加强上都会有所动作。

公司坚持以自有品牌为主参与竞争的理念，海外销售的产品中，自有品牌的占比超过 90%。公司产品被浙江质量管理局认定为“浙江名牌产品”，新界品牌也被认定为“中国驰名商标”。随着农村居民收入的提升，选购水泵时对品牌、性价比更为看重，高可靠性、性价比高产品容易获得农民的认可，在某种程度上也会获得经销商的偏好。公司坚持狠抓质量和性能，经过多年经营，公司的品牌已逐渐被广大农户认可。

针对海外市场，自“SHIMGE”品牌诞生以来，公司就以自有品牌参与国际竞争，在 70 多个国家和地区注册了“SHIMGE”商标，在亚非拉市场有较大影响力。

4. 抓住发展契机推动公司经营再上台阶

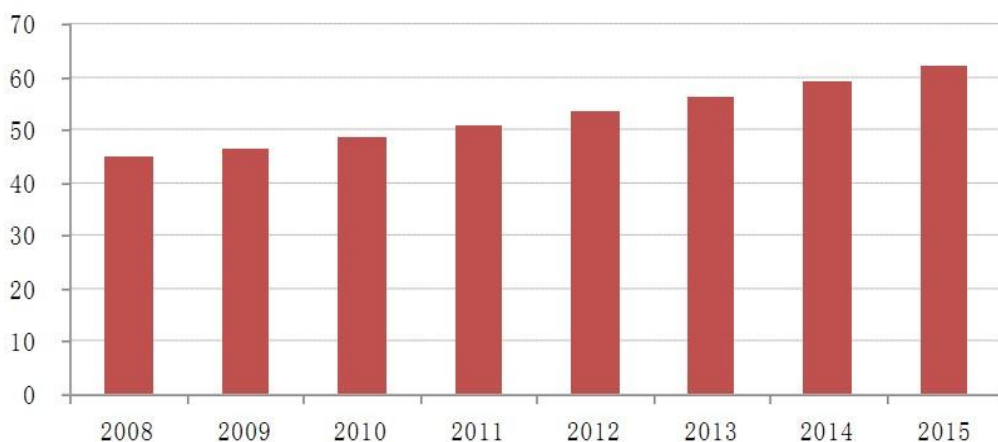
4.1 海外市场仍存在较大拓展空间

目前公司产品海外销售区域主要分布在亚非拉地区，其中又以农业生产为主，农业生产也存在提升灌排装备的需求（根据世界粮农组织预测，2015 年全球人口将达到 90 亿，节水农业成为全球性课题），而发展中国家工业基础相对薄弱，对进口依赖性较强。除此以外，针对欧美市场，考虑到欧美国家是农用水泵主要的研发、生产及销售国，公司可以通过和当地老牌水泵厂合作（不排除贴牌生产、收购渠道等）深化相关区域的市场份额。

根据中国农机协会排灌机械分会数据，到 2015 年预计全球农用水泵需求量将超过 60 亿美元，其中国内农业水泵产值占到半壁江山（目前约有一半都用来出口）。

图 16：全球农用水泵销售额及预测

全球农用水泵销售额和预测 （单位：亿美金）



数据来源：东北证券，中国农机协会排灌机械分会

4.2 农机补贴力度加强推动公司水泵销售

从实行补贴的农机销售经验来看，补贴的力度对于该种机具销售的促进作用不可低估，通过缩短换机周期、提高购买新机积极性等因素来影响当期需求量。据相关机构统计，2004~2006 年购置补贴实施以来，使得当年农民购机需求增加了 20~40%。

早在 2004 年就开始实行购买农机补贴政策，而农用水泵等排灌设备到了 2009 年 9 月才进入农机补贴目录，由于多种因素制约，目前还有部分省市水泵补贴还未完全落地，后期有望推动落实。

公司约有 60 多个规格型号进入补贴目录，在十几个省市补贴落地情况较好，粗略预测，随着补贴力度推进，未来公司产品补贴的覆盖率达到 40% 以上。在实施层面上，相对便捷，农户从一、二级经销商购入水泵设备并登记，享受 20~30% 差额补贴。

农机补贴近几年保持了较快增长，2010 年中央财政农机补贴达到 155 亿元，到 2011 年快速增加到 175 亿元左右，2012 年农机补贴额度应该在 200~230 亿元之间，未来几年每年增长 20 亿元左右的概率较大。

4.3 募投项目开始发力

产能提升作为公司战略发展支撑的一部分，公司上市募投项目“100 万台农用水泵”去年底基本完成建设，陆上泵等事业部都处于排产生产阶段，整体自动化水平有了较大提升，柔性生产能力亦大大提高。在募投项目产区，公司预留厂房空间为将来发展或产能扩张提供保障。

100 万台农用水泵将在 2013 年、2014 年大幅释放产能，新农业现代化、新城镇化、海外市场需求持续增长等一系列有利因素加之公司的得当经营战略，产能消化的压力并不明显。

5. 公司投资建议及盈利预测

公司作为农用水泵龙头企业，经过多年发展，在研发、品牌、销售渠道等方面形成了自己独有优势（某种程度来看，公司定位于泛农业水泵制造企业）。农业作为关系到国家安全的产业，管理层给予了高度重视，每年中央“一号”文件基本都聚焦在农业，十八大提出新型农业现代化对灌溉特别是节水灌溉提出更高要求，对农机补贴的力度还会不断加强，预计未来几年农机补贴增加额度将在 20 亿元左右。

新型城镇化成为中国经济发展的重要推动力之一，其带来的投资机会不可小觑。新型城镇化强调了新型工业化的推动力作用及城市的生态化，大批农村人口转变户籍身份，小城镇数量增加或规模扩大，集中供水需求增加（包括楼宇、小区的

增压供水),同时人口聚集带来的生活污水处理问题等,都会对公司相关产品需求带来促进作用。

公司顺应发展需要及国家产业导向,在巩固农用水泵的市场地位的同时,通过外延并购模式积极介入环保工程领域,公司管理层有意向将环保工程业务打造成为公司成长的重要动力之一。

农用水泵行业市场集中度提升还需要时间过程,市场竞争还是很激烈,海外市场拓展仍存在当地设置壁垒限制的风险。因此,需要关注市场的一些变化。

预测 2012 年-2014 年 EPS 为: 0.55 元、0.75 元、0.98 元,对应 PE 分别为 32.3、23.67、18.24。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	458	522	616	755	净利润	60	90	122	159
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	1	3	0	1
应收款项	40	56	65	76	折旧及摊销	11	21	30	34
存货	193	181	226	279	公允价值变动损失	5	14	7	2
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	2	0	0	0
流动资产合计	729	782	942	1156	投资损失	-6	-6	-3	-5
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-47	45	-28	-35
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	13	-2	-2
固定资产	121	251	295	335	经营活动净现金流量	26	163	121	148
无形资产	55	58	62	69	投资活动净现金流量	-154	-85	-27	-8
商誉	9	0	0	0	融资活动净现金流量	-105	-14	0	0
非流动资产合计	311	371	371	355	企业自由现金流	-139	67	95	132
资产总计	1039	1153	1313	1511					
短期借款	12	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	120	109	126	145		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	40	75	92	112	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.38	0.55	0.75	0.98
流动负债合计	190	213	251	291	每股净资产 (元)	5.17	5.73	6.48	7.46
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.16	1.02	0.76	0.92
其他长期负债	5	5	5	5	成长性指标				
长期负债合计	5	5	5	5	营业收入增长率	34.73%	21.87%	25.00%	22.77%
负债合计	194	218	256	295	净利润增长率	1.71%	46.96%	36.50%	29.76%
归属于母公司股东权益合计	828	916	1037	1194	盈利能力指标				
少数股东权益	17	18	20	22	毛利率	20.60%	24.02%	24.36%	24.64%
负债和股东权益总计	1039	1153	1313	1511	净利率	7.87%	9.49%	10.37%	10.96%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	16.47	21.00	19.40	18.50
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	96.69	93.33	93.69	94.57
营业收入	765	932	1165	1430	偿债能力指标				
营业成本	607	708	881	1077	资产负债率	18.71%	18.93%	19.49%	19.55%
营业税金及附加	2	2	3	3	流动比率	3.84	3.67	3.75	3.98
资产减值损失	1	3	0	1	速动比率	2.71	2.73	2.74	2.89
销售费用	40	49	61	75	费用率指标				
管理费用	58	70	88	108	销售费用率	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
财务费用	-5	-5	-6	-7	管理费用率	7.55%	7.55%	7.55%	7.55%
公允价值变动净收益	-5	-14	-7	-2	财务费用率	-0.64%	-0.51%	-0.51%	-0.50%
投资净收益	6	6	3	5	分红指标				
营业利润	62	96	134	176	分红比例				
营业外收支净额	7	7	7	7	股息收益率	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	70	103	141	183	估值指标				
所得税	9	14	18	24	P/E (倍)	47.47	32.30	23.67	18.24
净利润	60	90	122	159	P/B (倍)	3.45	3.12	2.76	2.39
归属于母公司净利润	60	88	121	157	P/S (倍)	3.74	3.07	2.45	2.00
少数股东损益	0	1	2	2	净资产收益率	7.27%	9.66%	11.64%	13.13%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760