

机床工具

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 32.00元

当前股价: 27.28元

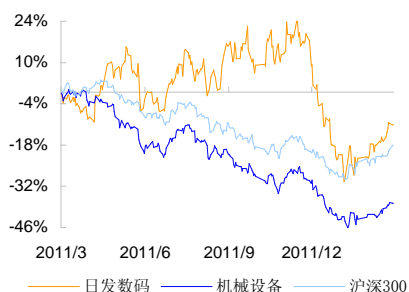
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2451.86
总股本(百万)	88
流通股本(百万)	22
流通市值(亿)	6
EPS	1.14
每股净资产(元)	11.27
资产负债率	21.91%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
日发数码	14.80	-22.91	-18.32
机械设备	13.90	-5.62	-18.77
沪深300指数	6.09	3.37	-8.43



日发数码

002520

推荐

性能和价格优势促高速发展, 产能扩张破增长瓶颈

投资要点:

- 公司主要生产数控金属板材加工成形设备。产品数控化率达92%。主要产品为数控平板加工机床、数控卷板加工机械、普通平板加工机床,收入占比分别为70%、22%和8%。其中数控剪切机和数控卷板加工机械国内市场占有率分别为13%和12%。产品主要应用于汽车、家电、造船、铁路、高压输电和钣金加工配送等行业。
- 我国数控金属成形机床市场规模将迅速增长。2011年我国金属成形机床行业产值450亿元,占金加机床产值23%,低于35%的国际平均水平;行业数控化率不到10%,远低于50%的国际平均水平;因此数控金属成形机床发展空间巨大。预计“十二五”期间我国数控成形机床将年均增长23%,到2015年国产数控金属成形机床产值将达到300亿元,出口将达到15亿美元。
- 产品和价格优势促公司增长超行业平均速度。相比国内对手,公司高档标准型大吨位折弯机和大型卷板成套加工设备领域领先;相比国外对手,公司产品性能持平而售价只是国外产品50%-60%;公司在国内率先提供成套的钣金加工解决方案。我们预计公司销售增长速度将达30%,高于行业平均水平。
- 在建项目将缓解高速增长和产能不足的矛盾。公司现有产能利用率已经100%,面对市场高速增长,公司已开展约9亿产能的在建项目。未来公司数控卷板加工机械产能将由1亿增至3.8亿,净增利润3400万;数控平板折弯机械产能将由2.8亿增至7.3亿,净增利润5000万;数控转塔冲床产能将由2.7亿增至4.7亿,净增利润2800万。新增产能计划于2013年底前陆续达产。预计2014年收入将达17亿。
- 目标价32.00元,给予推荐评级。预测11年到13年EPS分别为:1.09、1.34、1.52元,复合增长率20%,对应PE为25、20、18倍。综合考虑公司前景和行业前景,我们给予2011年30倍、12年24倍、13年19倍估值,预计6-12个月目标价32.00元,给予推荐评级。

风险提示:

- 下游行业周期性波动将带来风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	643	839	1081	1392
收入同比(%)	71%	30%	29%	29%
归属母公司净利润	75	96	118	134
净利润同比(%)	91%	27%	23%	13%
毛利率(%)	25.3%	25.6%	25.3%	24.6%
ROE(%)	32.3%	8.3%	9.4%	9.8%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.34	1.52
P/E	30.84	24.86	19.69	17.93
P/B	9.95	2.02	1.86	1.70
EV/EBITDA	32	21	15	12

资料来源: 中投证券研究所

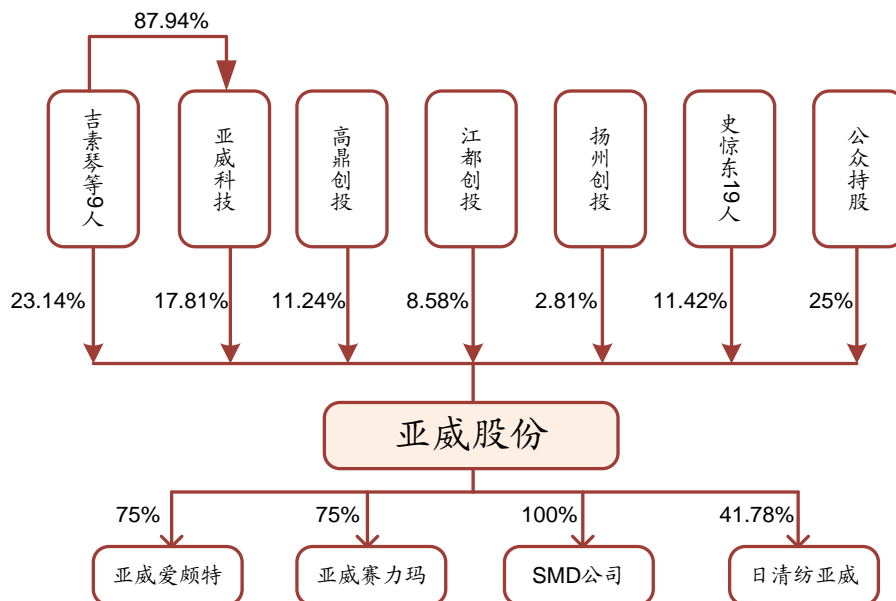
## 目 录

一、公司简介：数控金属成形机床主要提供商.....	3
二、数控金属成形机床：成形机床中的增长点.....	6
2.1 机床行业简介.....	6
2.1.1 世界机床行业：整体走出危机困境，行业增长强劲.....	6
2.1.2 我国机床行业：发展迅速，但大而不强.....	7
2.2 数控金属成形机床：“十二五”将迎来快速增长.....	9
2.2.1 我国金属成形机床：发展迅速但仍处于低端.....	9
2.2.2 发展方向：数控金属成形机床将是行业增长点.....	11
2.2.3 下游需求是推动行业发展的主要动力.....	11
三、公司竞争优势明显，发展前景良好.....	14
3.1 公司主要产品性能国内领先，国际先进.....	14
3.2 公司销售和服务网络完善，向制造+服务型企业转换.....	16
3.3 公司技术研发能力出色，品牌美誉度高.....	17
3.4 产品出口处于行业内领先地位.....	18
3.5 率先由单一产品制造向钣金加工全面解决方案供应商转变.....	18
3.6 公司今后两年将超越行业发展速度.....	19
四、募投项目和超募资金使用.....	19
4.1 募投项目盈利分析.....	19
4.2 超募资金使用情况.....	20
五、盈利预测与投资建议：推荐.....	21

## 一、公司简介：数控金属成形机床主要提供商

公司是国内主要的数控金属成形机床提供商。公司主要生产各种金属板材加工成形设备，产品定位中高端，数控化率达到 92%。公司起源于 1956 年成立的国营江都机床总厂，一直是我国金属成形机床的定点生产企业。公司经过 2000 年后的一系列股权改造成为民营企业，由管理层控股。2011 年 3 月 3 日 IPO 上市，公司核心管理层通过个人以及亚威科技共同持有公司 38.8% 的股份，公司各事业部中层领导通过江都创投间接持有公司 8.58% 的股份。

图 1 上市后股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司共控股三家子公司，参股一家子公司。其具体情况如下表：

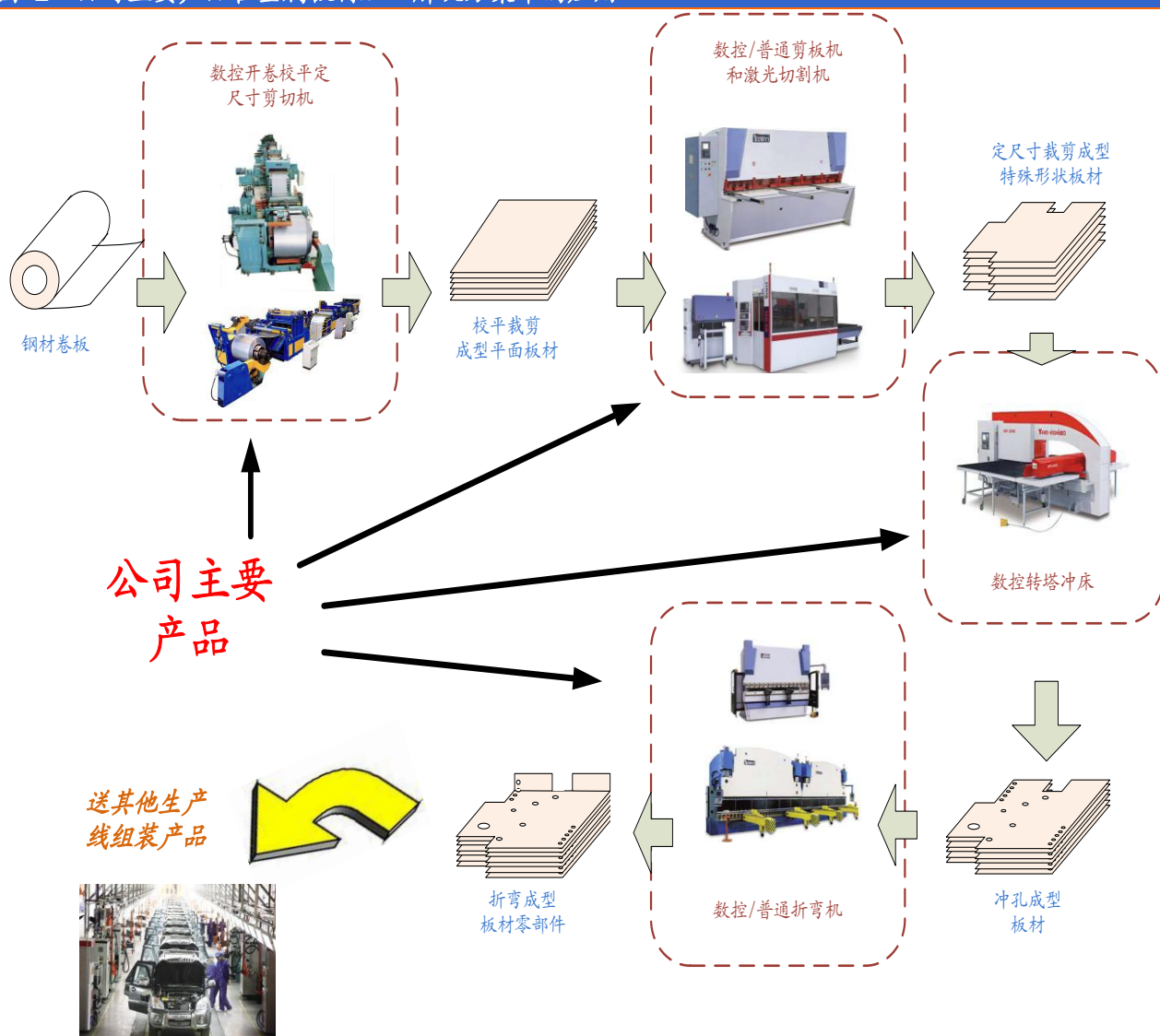
表 1 公司控股子公司，参股公司简要情况

名称	性质	注册资本	主要情况
江苏亚威爱颇特 特锻压机床有 限公司	中外 合资	131 万美元	公司注册地为江苏省江都市新区龙川路，主要生产经营地为江苏省江都市，主营业务为数控折弯机、数控剪板机等机械的生产、销售。
江苏亚威赛力 玛锻压机械有 限公司	中外 合资	100 万美元	公司注册地为江苏省江都市经济开发区张网工业园，主要生产经营地为江苏省江都市，主营业务为卷板加工机械及其配件的生产、销售。
SMD 欧洲销售 公司	全资	12 万欧元	公司注册地为荷兰，作为公司在欧洲市场的销售主体和技术服务中心，开拓欧洲市场并为欧洲市场提供技术及售后服务支持。
日清纺亚威精 密机器（江苏） 有限公司	中外 合资	666 万美元	公司注册地为江都市仙女镇黄海南路外资工业园，日清纺亚威的经营范围为生产数控机床、太阳能发电装置制造设备和其他机床、设备和附件，销售本公司自产产品、提供产品的保养服务。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司提供金属板材加工的各种成形机床。公司既能提供中高端的平板加工机床产品，又能提供卷板加工机床产品，在提供金属板材零件加工的整体解决方案方面具有领先优势。公司的主要产品分为三大类，分别为数控平板加工机床、普通平板加工机床、数控卷板加工机械。数控平板加工机床包括数控折弯机，数控转塔冲床、数控剪板机、数控激光切割机；普通平板加工机床包括普通折弯机、普通剪板机；数控卷板加工机械包括数控开卷校平剪切线、数控开卷分条卷取线。

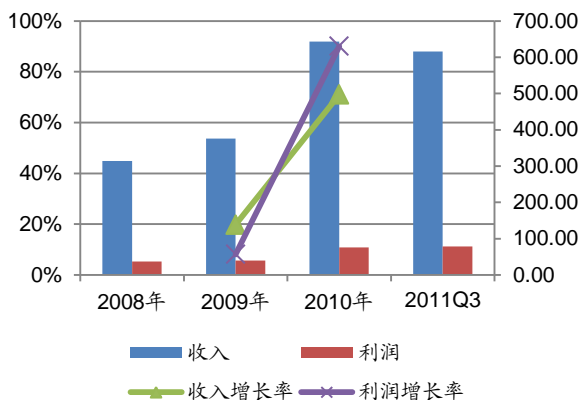
图 2 公司主要产品在金属板材加工解决方案中的应用



资料来源：公司公告、中投证券研究所

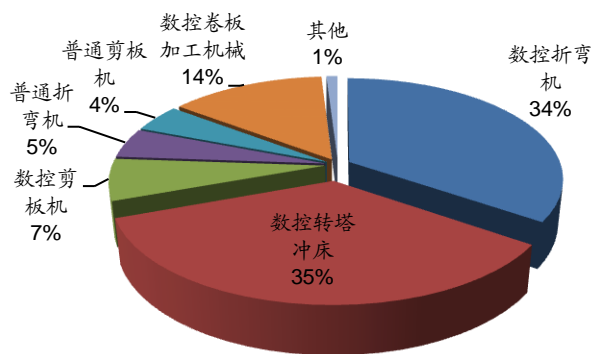
公司近三年收入和利润迅速增长，尤其是 2010 年经济总体走势复苏，市场对公司产品的需求迅速增长，带来公司收入和利润几乎翻番。从 2010 年收入组成看，数控折弯机、数控转塔冲床和数控卷板加工机械分别占收入的 35%、35%和 14%，是公司主要收入来源。

图 3 公司收入和利润情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

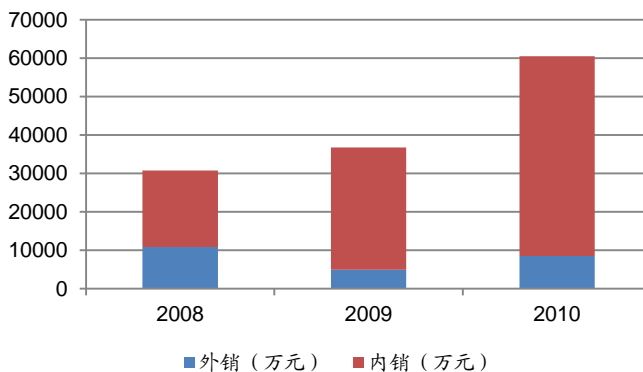
图 4 2010 年各产品收入占比



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

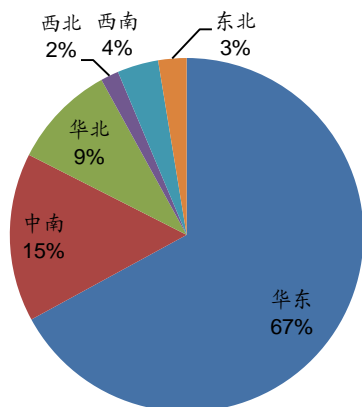
公司产品 2010 年 15% 出口, 85% 国内销售。其中国内市场中华东占主要部分, 其次是中南; 出口主要以亚洲和欧洲为主。

图 5 公司主要产品内外销情况



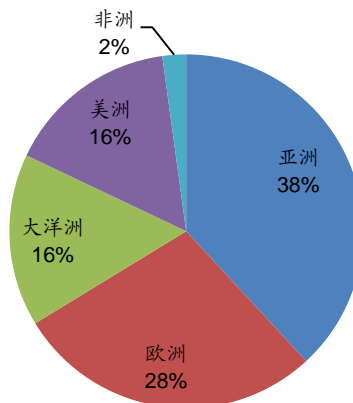
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 2010 年公司产品内销市场分布



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 7 2010 年公司产品外销市场分布



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

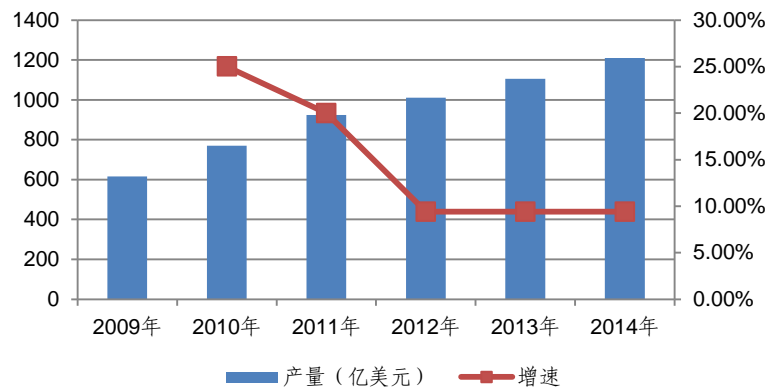
## 二、数控金属成形机床：成形机床中的增长点

### 2.1 机床行业简介

#### 2.1.1 世界机床行业：整体走出危机困境，行业增长强劲

全球机床总体已经走出了金融危机的困境。2010年全球机床产量比上年增长25%，2011年全球机床消费量也将增长20%。据工业市场研究公司FreedoniaGroup研究显示，世界各国对金属切削机床、金属成形机床和机床附件等机床产品的需求将保持每年9.4%的强劲增长势头，到2014年，全球的需求量将达到1210亿美元。

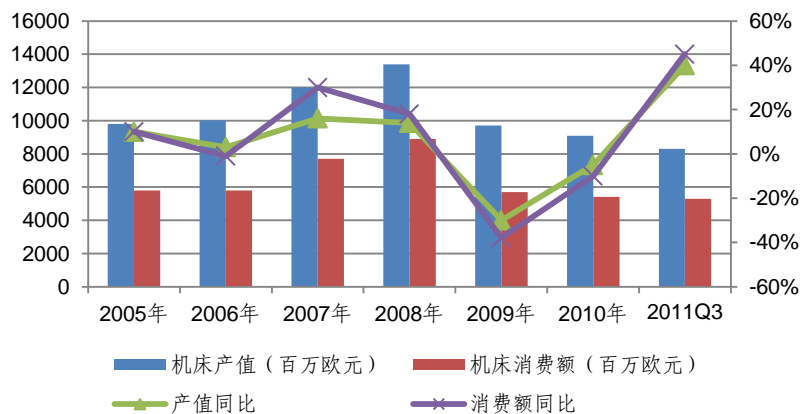
图 8 世界机床行业将继续增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

机床主要生产国德国和日本都实现强劲复苏。德国2011年前三季度机床总产值（包括金属加工机床产值、机床附件产值以及机床安装、维修和保养等费用）为89.7亿欧元，比2010年同期的65.86亿欧元增长了36%。如果除去机床安装、维修和保养等费用，则2011年上半年德国机床产值（金属加工机床与相关零部件）为82.2亿欧元，比2010年同期的59.74亿欧元增长了38%。

图 9 德国机床行业运行情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

日本机床工业协会 (JMTBA) 12 月 12 日公布的初步报告显示, 日本 11 月机床订单年比攀升 15.9%, 月比上升 10.8%, 至 1120.28 亿日元。另据 JMTBA 预测, 2011 年全年日本机床的订单额有望达到 1.3 万亿日元, 较 2010 年增长约 30%。如果能够达到这一目标, 日本的机床订单将基本恢复至 2008 年的水平。

**从需求类型来讲:** 全球金属切削机床的市场规模将保持每年增长 8.6% 的增速, 到 2014 年将增长至 610 亿美元, 仍将占据世界机床市场的主要份额。全球金属成形机床将保持每年增长 8.3% 的增速, 2014 年其市场规模将达到 230 亿美元。全球机床附件市场将保持每年 11.6% 的增速, 到 2014 年将增至 370 亿美元, 将成为增长最快的细分市场。

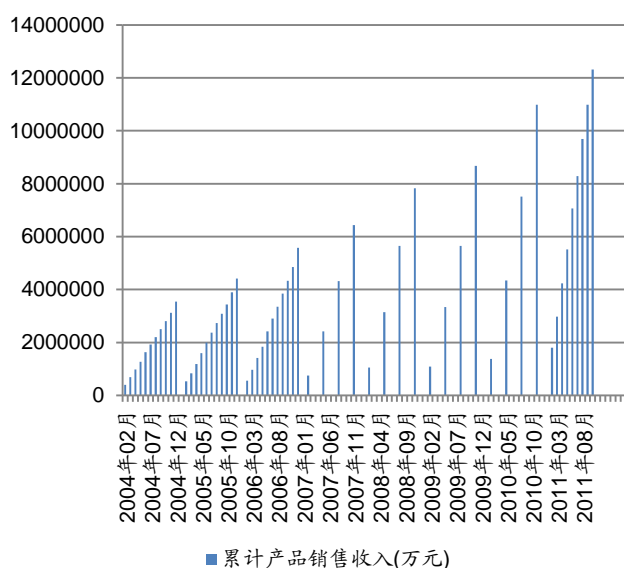
**从需求水平来讲:** 全球各国发展不平衡。虽然发达国家的机床工具需求量已基本趋于稳定增长或饱和状态, 但是发展中国家发展势头强劲, 尤其是亚洲国家, 如中国、印度、泰国、越南、墨西哥等国家对机床工具的需求不断增大, 未来市场需求旺盛, 潜力很大, 这将推动全球机床工具行业的持续发展。未来几年, 全球机床工具的需求量将不断增长, 这为行业进行再制造提供了可能性。

**从需求行业来讲:** 到 2014 年, 工业机械设备市场将继续成为世界机床最大的需求市场。此外, 交通运输部门的需求得益于汽车产业从 2009 年的低点逐步复苏的影响, 将强劲增长。此外, 商用飞机的生产也促进了市场对机床的需求。电子设备市场的增长也将扩大对机床产品的需求。

## 2.1.2 我国机床行业: 发展迅速, 但大而不强

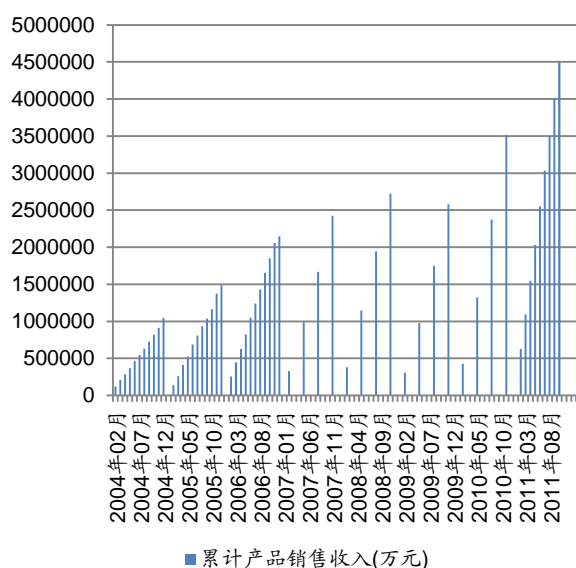
**中国的机床工业发展迅速。** 在生产方面, 2009 年首次超越日本、德国, 成为世界机床生产第一大国。2010 年, 中国机床行业产值 209 亿美元, 占世界机床总产值的 31%, 将近 1/3 的份额, 工业总产值同比增速达到 40.6%。消费额 272.8 亿美元, 占世界机床消费总和的 48%。进口额 91 亿美元, 创历史新高, 其中金属加工机床 (金切、成形) 94.2 亿美元, 同比增长 59.8%。以上几项指标均居世界第一。而出口额 18 亿美元 (国内统计为 18.5 亿美元) 居世界第六 (在日本、德国、意大利、台湾省、瑞士之后)。中国已成为世界上的“机床大国”。

图 10 我国金属切削机床销售情况



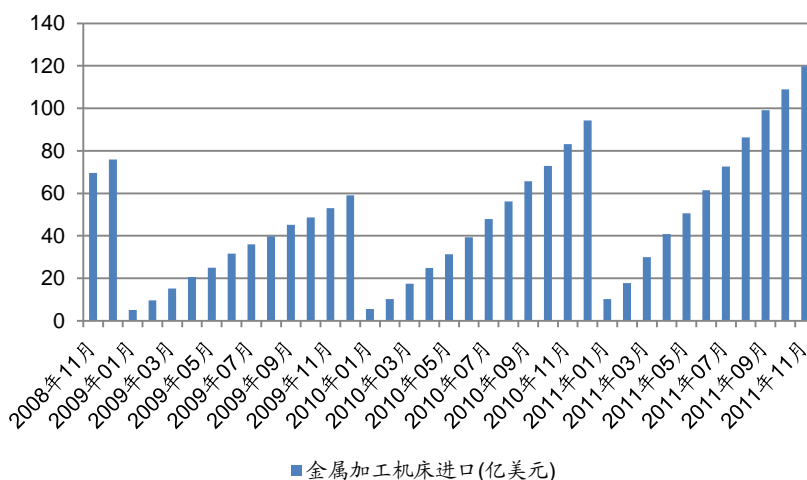
资料来源: WIND、中投证券研究所

图 11 我国金属成形机床销售情况



资料来源: WIND、中投证券研究所

图 12 我国金属加工机床行业进口情况



资料来源: WIND、中投证券研究所

进入 2011 年后, 我国机床行业继续保持较快发展。行业产值和利润均增加 30% 以上。2011 年上半年, 中国机床工具行业延续了 2010 年的火爆情况, 仅第一季度, 累计完成机床工具行业工业总产值 2424.2 亿元人民币, 同比增长 41.4%。产品销售产值 2358.7 亿元人民币, 同比增长 42.0%。实现利润 109.1 亿元人民币, 同比增长 78.5%。

表 2 我国机床行业 2011 年前三季度运行情况统计

项目	产值 (亿元)	同比增长
机床全行业	4721	33.5%
机床全行业利润	305	31.8%
金属切削机床	1105	26.5%
金属切削机床行业利润	66	21.6%
金属成形机床	425	40.1%
金属成形机床行业利润	27	38.1%
金属加工机床进口	644	54.4%
金属加工机床出口	117	31.7%

资料来源: CEIC、中投证券研究所

但是中国机床行业仍以中低端产品为主, 高端高附加值产品仍主要靠进口。2011 年上半年, 中国数控机床累计进口额 46.5 亿美元, 同比增长 54.83%, 占金属加工机床总额的 76.48%, 占全部机床产品进口总值的 44.81%。而且, 机床工具产品的进出口价格差距明显, 金属加工机床的进出口价格差距达到 220 倍, 数控机床产品价格差距也达到了 100 倍, 非金属加工机床, 进口价格是出口价格的 1000 倍, 各种机床工具产品的逆差数额在逐月扩大, 中国数控机床对国外的依赖依旧未减。

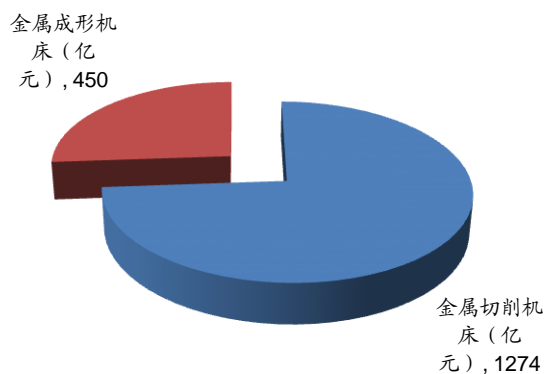
发展大型高端数控机床是国家战略。在“十二五”规划中, 政府对于高端制造业已经提到了一个战略性的高端, 将发展大型、精密、高速数控设备和功能部件作为国家重要的振兴目标之一。随着一系列扶植政策的陆续出台, 未来几年中国的机床行业有望在保持快速增长态势的同时, 在质量和技术水平上达到一个突破。“十二五”规划预测, 到 2015 年中国机床工具行业要实现工业总产值 8000 亿元人民币, 数控机床年产量超过 25 万台, 国内市场占有率达 70% 以上, 全年出口额达 110 亿美元, 全行业平均工业增加值率达 30%。

## 2.2 数控金属成形机床：“十二五”将迎来快速增长

### 2.2.1 我国金属成形机床：发展迅速但仍处于低端

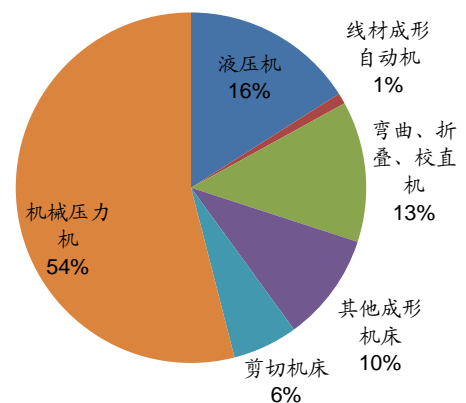
金属加工机床分为金属切削机床和金属成形机床。其中金属成形机床主要包括液压机、机械压力机、剪切机床、弯曲折叠校直机、线材成形自动机和其他成形机床，其中压力机占据了一半以上份额。金属成形机床广泛应用于汽车、家电、医疗器械、电气开关、机械、军工、船舶等行业。我国 2011 年前三季度金属切削机床产值约 1274 亿元，而金属成形机床产值约 450 亿元。

图 13 我国金属加工机床成分占比



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 14 我国金属成形机床细分情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

金属成形机床主要产品类别和应用领域如下表

表 3 金属成形机床主要分类用途和应用领域

产品类别	用途和领域
大型自动冲压线	轿车零件 40% 以上是金属板材冲压件，而车身覆盖件和车身结构件是金属板材冲压件的主体，生产这些冲压件的主要设备是大型冲压生产线。
压力机(包括转塔冲床)	是对金属板料进行冲压加工的自动化设备，可一次上料按照设定的程序在不同的位置完成多个相同或不同的冲孔、成形等加工工艺。
剪板机及剪切生产线	是对金属板料进行剪切加工的自动化设备。可一次编程剪切不同尺寸的板材，配置不同的前送料和后出料装置，可组成剪切中心，提高剪切精度、质量和效率。广泛应用于各类机械加工行业。
折弯机	对金属板料进行折弯加工的自动化设备，可一次性完成复杂零件的编程和折弯加工成形，具有高速度、高精度的特点。
激光切割机	是对金属板料进行激光切割加工的自动化设备，可一次上料按照设定的程序在不同的位置完成任意形状的切割或打标，并能进行管材的切断或打孔等加工工艺。
弯管机	将管子弯成任意角度的三维形状，可进行双向弯曲，并在同一流程中实现固定半径与可变半径的弯曲。

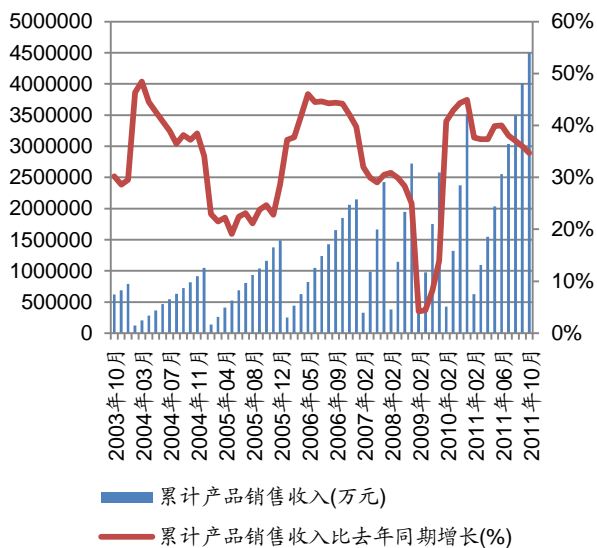
**复合加工生产线**

该机集数控转塔冲床与数控角剪机于一体，将板材冲孔、成形及剪切工序一次完成，特别适合于有后续折弯工序的面板类工件的加工。

资料来源：中国锻压协会、中投证券研究所

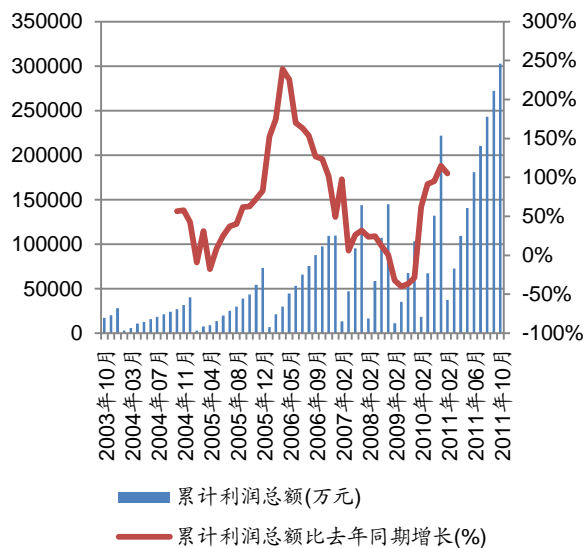
近十年我国成形机床经历了两次增长高峰。2003年和2006年销售收入增长率近50%。“十一五”期间，我国金属成形机床工业总产值从202.9亿元增加到407.5亿元，翻了一倍以上，年均复合增长15%。2009年受经济大环境影响增长降至5%以下。随着经济的逐渐复苏，金属成形机床的增长率又迅速反弹到40%以上。从利率角度看，利润增长率远高于收入增长。尽管如此，2010年我国金属成形机床工业总产值在整个金属加工机床仅占23.8%，整体占比较国际平均水平35%偏低。

**图 15 我国金属成形机床收入增长情况**



资料来源：WIND、中投证券研究所

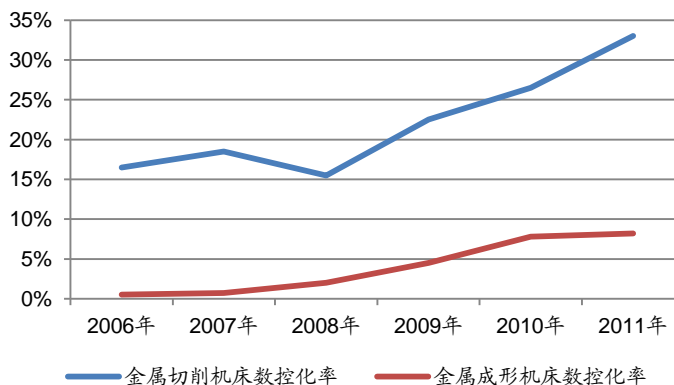
**图 16 我国金属成形机床利润增长情况**



资料来源：WIND、中投证券研究所

我国金属成形机床产品结构仍属于低端，数控化率较低。截至2010年底，我国金属切削机床产量数控化率为29%，产值数控化率为60%左右。而金属成形机床产量数控化率为稍大于5%，产值数控化率约为30%。此外由于我国高档金属成形机床严重依赖进口，2010年我国金属成形机床进口金额高达19.1亿美元。而同期我国金属成形机床出口仅5.7亿美元，约占金属加工机床出口总额的31%。

**图 17 我国金属加工机床数控化率情况**



资料来源：CEIC、中投证券研究所

## 2.2.2 发展方向：数控金属成形机床将是行业增长点

**金属成形机床的占比提高和数控化率提高将为数控金属成形机床带来增长双动力。**随着我国工业水平和工艺水平的提高，将有更多零件可以用精密锻压加工来替代金属切削加工，金属成形机床加工在机械加工中的比重将逐渐增加，由现有约25%上升到国际上35%的平均水平。随着技术的不断发展，市场对数控金属成形机床的需求增加很快，成形机床的数控化率还将稳步提升，为国产数控金属成形机床发展提供了更高的发展空间。

**国内市场国产数控成形机床占有率较低，发展空间较大。**多年来，国产数控金属成形机床的市场满足度一直比较低，比金切机床还要低，进口数控金属成形机床占据了国内绝大部分市场份额。近几年，国产金属成形机床市场占有率数量不足三分之二，金额约为三分之一；其中国产数控金属成形机床的市场占有率更低，数量不足六分之一，金额就更少。

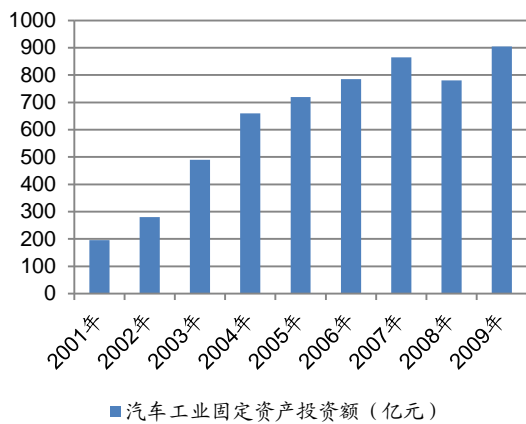
**扩大出口将为行业提供巨大市场空间。**放眼国际，欧美国家经济复苏加工制造业进入上行周期，以金砖四国为代表的发展中国家制造业加速发展，都将带来对机床的强烈需求。我国数控金属成形机床出口量少、比重低，而进口量很大，逆差巨大，存在扩大出口的增长空间。近几年，金属成形机床产品进口金额与出口之比约20倍，其中数控金属成形机床进出口之比约80倍。这样的现状将刺激国内企业把出口作为增长目标之一。抢占国际市场，分享国际市场的大蛋糕，无疑将成为国内数控金属成形机床行业未来重要的发展目标。

**数控金属成形机床在“十二五”将迎来较快发展，年增长23%。**根据《机床工具行业十二五发展规划》，我国2015年将实现机床工具行业工业总产值8000亿元的目标，较2010年5536.8亿元增长44.5%，同时国产机床市场占有率达到70%以上（按销售额计算），机床出口额达到44亿美元以上。我们假设金属成形机床行业增速与机床工具行业整体增速保持一致，2015年金属成形机床行业总产值将达到600亿元。假设2015年我国金属成形机床产值数控化率提高到50%以上，届时我国国产数控金属成形机床的产值规模将达到300亿元以上，同时金属成形机床出口金额将达到15亿美元（2008-2010年，金属成形机床出口金额占金属加工机床出口总额的31%左右）。考虑到2011年我国成形机床产值400多亿元，产值数控化率30%，实际数控成形机床产值近130亿元。因此“十二五”期间数控成形机床产值年增长23%以上。

## 2.2.3 下游需求是推动行业发展的主要动力

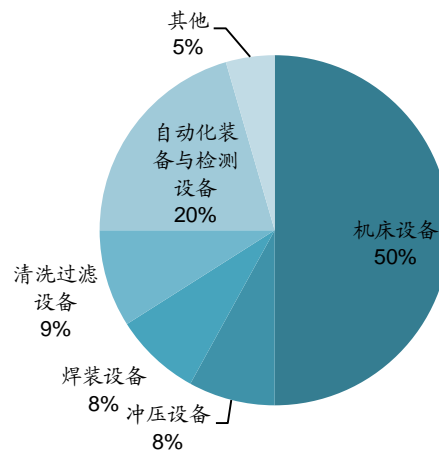
**汽车行业的飞速发展将带来数控成形机床的巨大需求。**汽车行业是机床下游最大的消费方，每年占消费总量的40%以上。汽车行业主要消费的成形机床包括数控冲床、数控折弯机、以及成套板材加工设备，主要应用于整车生产线和零部件加工。

图 18 汽车工业固定资产投资额



资料来源: WIND、中投证券研究所

图 19 汽车行业固定资产投资结构

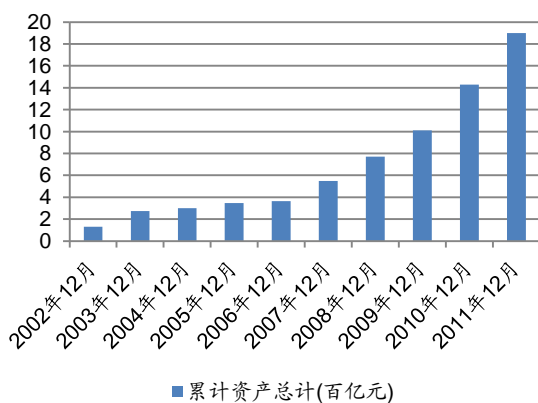


资料来源: WIND、中投证券研究所

根据国家《汽车产业调整和振兴规划》，汽车行业“十二五”到“十三五”投资将达到 1.5 万亿元。若按平均每年投资 1000 亿元，设备占比 70%，其中机床占比 50%计算，则汽车业每年为机床提供约 350 亿元的市场。对于技术实力不断提高的我国国产数控成形机床企业来说，这部分新增的机床市场将带来巨大的发展机遇。

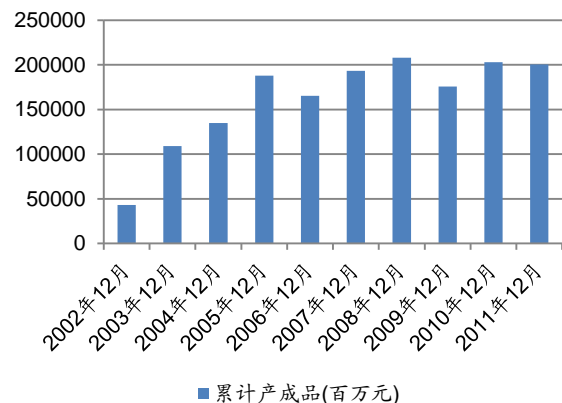
**铁路建设对成形机床的需求回升将带来对成形机床的需求增长。**2011 年我国完成铁路基本建设投资 4690 亿元，完成新线铺轨 3176 公里、复线铺轨 2468 公里，投产新线 2022 公里、复线 1752 公里、电气化铁路 2647 公里。2012 年我国将安排铁路固定资产投资 5000 亿元，其中铁路基本建设投资 4000 亿元，新线投产 6366 公里。考虑到 2011 年下半年铁路建设受到一系列不良事件影响而几乎停滞的因素，我们认为即使在较为悲观的预期下，2012 年铁路建设仍将保持较高水平。考虑到我国铁路运输的战略地位，中长期来看铁路建设必将保持相当长时间的高位运行。而在铁路设备制造业中，高速列车的车体和机车的需求增长更快。高速列车的车体和机车的制造，需要使用大量高档数控金属成形机床。主要是由于高速机车对车体和大型覆盖件的要求比较高，车体和覆盖件普遍采用了铝合金或不锈钢等材料，其表面加工要求很高，带来对数控金属成形机床产品的需求

图 20 我国铁路车辆制造企业资产增长情况



资料来源: WIND、中投证券研究所

图 21 我国铁路车辆产成品

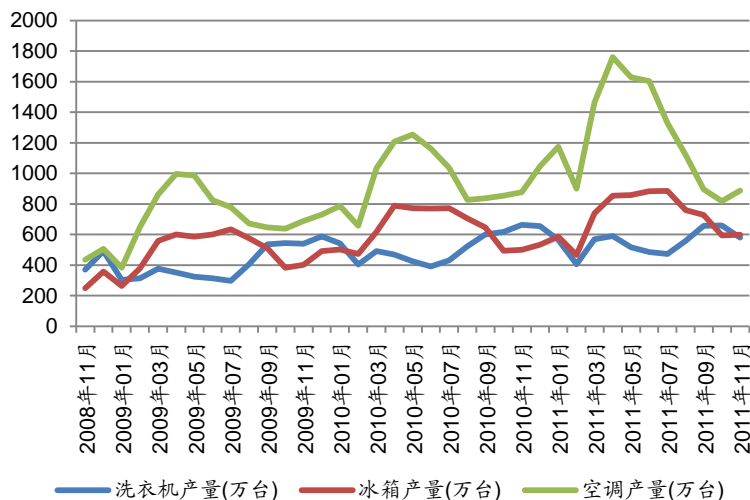


资料来源: WIND、中投证券研究所

**家电行业增长乐观，将带来对金属成形设备的大量需求。**当前，支撑家电刚性需求增长的因素依然存在。首先，两年来政府保障房的开工总数量超过 2000 万套，“十二五”期间还将有 3000 万套，这一市场带来的家电新增需求是以前没有的。其次，全国的城镇化进程还在进一步加快。未来城镇每年会增加 800 万到 1000 万

户家庭。此外，还应该看到结婚潮的延续。从1986年到1991年是中国人口的最后一个生育高峰，1200万人群步入适婚年龄段。这对于高端家电的消费拉动非常明显。家电下游需求的稳定增长为家电生产企业带来设备更新需求，从而也拉动了金属成形机床的消费。

**图 22 我国洗衣机、冰箱和空调历年单月产量**



资料来源: CEIC、中投证券研究所

**特高压输电工程给成形机床带来新的强劲需求。**2012年1月5日，国家电网召开工作会议透露，2012年国家电网将加快以特高压电网为骨干网架的坚强智能电网建设。将集中力量推进特高压前期工作，确保四项特高压交流工程和三项特高压直流工程获得国家核准并开工。“四交三直”即锡盟至南京、淮南至上海、蒙西至长沙、雅安至皖南特高压交流工程，哈密南至郑州、溪洛渡至浙西、哈密西至重庆特高压直流工程。还要力争浙北-福州一条特高压交流工程，和淮东-四川、锡盟-泰州两条特高压直流工程在年内获得核准。预计“十二五”期间高端电网投资（特高压+超高压）投资额将达到7500亿元，是“十一五”的2.5倍。而全国电网总投资将达到2.5万亿元，较“十一五”增长25%，增量部分完全来自于特高压建设投资。电网输变电设备制造所需要的加工机床主要有加工变压器矽钢片的冲压设备，钢结构加工的数控金属成形成套设备，包括数控折弯机、数控剪板机、数控转塔冲床及卷板类加工机床等。输变电设备制造业的高速成长为金属成形机床行业提供了广阔的市场空间。

**表 4 特高压电网投资规模**

投资项目	十一五	十二五
变电站数量	2	48
单位变电站成本(亿元)	11.8	11.8
变电站投资(亿元)	24	568
输电线路长度(km)	638	38362
单位输电成本(百万/km)	4.1	6
输电线路投资(亿元)	26	2302
<b>交流特高压总投资(亿元)</b>	<b>50</b>	<b>2870</b>
换流站数量(座)	4	24
单位换流站成本(亿元)	39.3	39.3
换流站投资(亿元)	157	944

输电线路长度 (km)	3273	16000
单位输电成本 (百万/km)	5	8
输电线路投资 (亿元)	163.65	1280
<b>直流特高压总投资 (亿元)</b>	<b>321</b>	<b>2224</b>
<b>特高压总投资 (亿元)</b>	<b>371</b>	<b>5094</b>

资料来源：国家电网、中投证券研究所

**专业板材加工中心的兴起将带来对成形机床的新增需求。**欧美发达国家早在上世纪 70 年代末,就纷纷在工业化集中的城市设立专业化金属板料剪切配送中心,为各行业包括汽车行业集中提供各种定尺平板;同时各行业钣金件的生产也逐渐从制造企业分离出来,委托给专业的钣金厂生产。专业的剪切配送中心和钣金厂能满足不同行业对产品多样化、低成本及短周期的需求,符合生产工艺柔性制造的理念。国内金属板料剪切配送业兴起时间不长,专业钣金制造业也是刚刚起步,但已经明显朝欧美发达国家的趋势发展,未来对精密高效金属板材加工成套系统的需求会日趋旺盛。

### 三、公司竞争优势明显,发展前景良好

**公司具有比较优势,将享受成形机床占比提高和数控化率提高的发展机遇。**我国成形机床占整个机床行业的比例较国外低,且我国成形机床的数控化率不到 10%,而国外成形机床数控化率在 50%以上。随着我国制造业产业结构升级和产品结构升级,我国数控成形机床具有很大发展空间。公司是专业化生产数控成形机床的厂家,数控化率高达 92%,具有一定的市场占有率优势。公司在剪切机和折弯机上的市场占有率相对较高,超过 10%,但在压力机占有率较低,而这一产品在成形机中规模最大,因此公司综合的产品市场占有率在 4%左右,还有很大发展空间。随着数控化成形机床在我国的普及率迅速上升,公司生产的数控成形机床将大面积替代传统的普通成形机床,公司将迎来收入快速增长。

**表 5 公司产品市场占有率**

产品类型	公司销量(万元)	全行业销量(万元)	市场占有率
剪切机床(数控剪板机、普通剪板机、数控卷板加工机械)	64295	8052	12.52%
机械压力机(数控转塔冲床)	539283	7061	1.31%
弯曲、折叠、矫直机(数控折弯机、普通折弯机)	136556	15643	11.46%
<b>合计</b>	<b>740134</b>	<b>30756</b>	<b>4.16%</b>

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

#### 3.1 公司主要产品性能国内领先,国际先进

公司产品主要是数控折弯机,数控转塔冲床,数控剪板机等,国内外主要竞争对手如下:

**表 6 公司产品主要竞争对手**

产品类别	国内竞争对手	国外竞争对手
数控折弯机	江苏金方圆、江苏扬力集团、南海力丰	日本天田、瑞士百超、加拿大爱克
数控转塔冲床	江苏金方圆、江苏扬力集团、济南捷迈、广	日本天田、日本村田、芬兰 FINN-POWER、

	东大同	中国台湾台励福
数控剪板机	黄石锻压、江苏扬力集团、江苏金方圆、南海力丰	日本天田、瑞士百超、加拿大爱克
数控卷板加工机械	国内能研制高端卷板机械产品的厂家很少	意大利FIMI、韩国大铤、中国台湾的威泰、荣华、腾麒
激光切割机	大族激光、江苏扬力集团、江苏金方圆	德国通快、日本天田

资料来源：公司公告、各公司网站、中投证券研究所

**数控折弯机具有较强的产品性能优势。**亚威股份数控折弯机公称力范围在350KN-30000KN之间，而国外数控折弯机的公称力范围普遍在6000KN以下，如德国通快的产品公称力范围为500KN-6000KN，日本天田的产品公称力范围为490KN-2200KN。因此亚威数控折弯机的公称力范围更大，加工范围可以从薄板延伸至中板。和国内其他外折弯机技术性能比较，亚威机床的滑块速度是国内领先水平。另外公司在2010年11月承担了国家工信部“高档数控机床与基础制造装备”重大专项中“大型开式伺服折弯机”项目。如果新产品问世，将进一步加强公司在数控折弯机领域的优势，特别是大吨位产品领域。

**数控转塔冲床国内领先，但是和国际先进产品相比还有一定差距。**从加工复杂度方面看，公司能够进行5轴控制，并标配36-40个工位，国内竞争对手普遍进行3-4轴控制，标配32个工位，相比之下，亚威的产品能够进行更加复杂的加工工序。但是和国际先进产品相比还有一定差距，如日本天田已经开发出了双旋转工位的数控转塔冲床，可以配备45-70个模位，但亚威的主打产品仍然是单旋转工位。从加工精度方面看，国内外主流产品加工精度彼此相当，都是0.1mm，但在日本天田产品提供的柔和模式中（需降低加工效率），加工精度可以提高至0.07mm，更胜一筹。公司在2010年11月承担了国家工信部“高档数控机床与基础制造装备”重大专项中“机械伺服数控转塔冲床”项目，现正在样机试制阶段。由于新产品将采取直线电机、机械伺服，比传统的液压伺服具有更高的速度和精度。如果新产品问世，将大大拉近与国际知名品牌的差距。

图 23 公司生产的数控折弯机



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 24 公司生产的数控转塔冲床



资料来源：公司网站、中投证券研究所

**激光切割机具有一定优势，外购激光器拉低毛利率。**通快和大族以研发激光器为主，所以产品在激光发生器的更新换代和能耗方面表现突出；天田和亚威的产品在精密机床的运行速度、机床轻量化方面表现突出。所以亚威的产品与大族和通快的产品相比，在体现精密机床的参数单轴最大定位速度、X/Y轴最大加速度、机床轻量化方面非常出色，加工效率优于这两家竞争对手；但与天田的最高端产品

“磁浮驱动激光切割机”相比还有不小差距，亚威的产品性能基本达到天田中高端产品的水平。由于亚威的激光切割机激光器外购，产品毛利率可能在30%-35%的水平，略低于大族激光等自主配套激光发生器的产品毛利率，后者可能高于40%。综合来看，公司的前期储备非常充分，产品质量和性能已经达到国内先进水平，国际中高端产品的水平，替代进口产品、拓展国内市场的前景值得看好。

柔性化的板材加工整体解决方案相比国内对手具有先发优势。公司板材处理各个环节都有较有竞争力的产品，这些产品通过集成可以组成对板材加工的柔性化整体解决方案。日本天田就是以这种模式发展起来的。柔性生产线是为了提高生产线效率，将单机或多机与工业机器人有机结合的产物。亚威股份的单机产品已经覆盖了折弯机、剪板机、转塔冲床、激光切割机、卷板加工机械等多个产品类别，是国内产品线最求全的板材加工成形机械提供商，已经具有了开发多类型柔性生产线的的能力，并且近年来已经有产品储备与供货经验，而国内的竞争对手还没有类似产品的供货经验。

图 25 数控激光切割机



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 26 柔性化板材生产线解决方案



资料来源：公司网站、中投证券研究所

### 3.2 公司销售和服务网络完善，向制造+服务型企业转换

公司销售方式以直销为主要销售方式，自建了较完善的销售网络。在国内设立了7家一级办事处，30余家二级办事处，业务重心集中在华东、覆盖了全国大部分省份。国内销售网络是公司主要竞争力之一，主要竞争对手如日本天田、德国通快都在国内设立了生产、服务网点，但服务网点的数量明显不如亚威。日本天田在我国有10家销售中心，德国通快在全国有14家销售中心。国外销售网络还处于发展阶段，是公司下一步出口战略的发展重心。在国外则主要通过欧洲和北美销售公司销往国外30多个国家和地区。现在亚威负责国外销售的团队已经由4人增长到了20余人，业务增长非常迅速。

图 27 公司国内销售网点布局



资料来源：招股书、中投证券研究所

图 28 公司国际销售网点布局



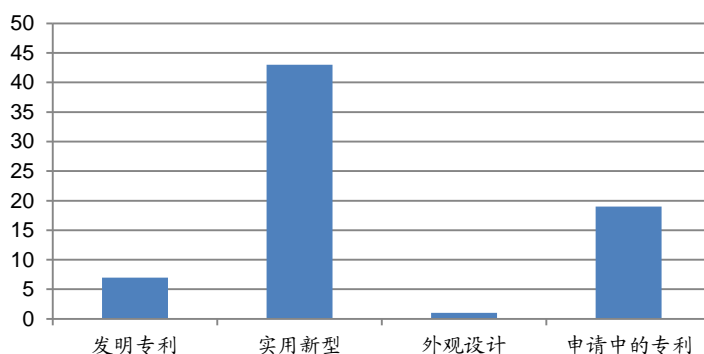
资料来源：招股书、中投证券研究所

**售中售后服务迅速而到位是公司营销优势。**制造业服务化是行业发展的趋势之一，中国机床企业也要转变粗放式的经营模式，从简单的产品制造商向整体服务供应商转变，从单纯生产产品向以用户为主导的定制生产方式转变，为用户提供成套产品、解决方案等，不断提高服务水平。由于机床的使用专业性很强，在销售的过程当中就需要配备专业的工程师对客户进行安装、调试和培训。公司的定制化产品逐渐增多，技术售后服务显得越来越重要，因此在销售体系之上加强了售后服务体系建设。并且产品中如大型数控折弯单元、数控开卷线等属于高端的个性化定制类产品，所以平板加工机床与卷板加工机械的销售队伍有明确分工，这些特点都拉开了竞争对手和公司的差距。由于亚威的服务点布局最密集，而且公司要求 300 公里范围内必须 24 小时上门，而国外厂商则一般很难做到提供贴身的技术售后服务，因此公司完善的销售和技术服务网络也提高了公司产品的市场竞争力，未来有望进一步打开其进口替代空间。

### 3.3 公司技术研发能力出色，品牌美誉度高

**公司具有业内技术研发领先优势。**公司是国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业，设有国家级博士后科研工作站、江苏省企业博士后技术创新中心和江苏省级技术中心，2005 年获数控冲压机床首批中国名牌称号。公司目前拥有大专以上学历工程技术人员 200 多人，其中副高级以上 20 人，中级职称 88 人。企业拥有地市级以上有突出贡献的中青年专家 4 名、省“333”工程培养对象 6 名。公司长期聘用的国内著名高校教授级专家博导 6 名，国外资深专家 4 名。截至 2011 年 1 月底，公司共获得 51 项专利，其中 7 项发明专利、43 项实用新型专利、1 项外观设计专利以及正在受理中的 19 项专利申请。近年来，公司共有 8 个产品项目被列入国家级重点新产品，5 个产品线被列入国家级火炬计划。2010 年 11 月，公司承担的“大型开式伺服折弯机”、“机械伺服数控转塔冲床”获得了工信部关于“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项立项课题的批复。

图 29 公司专利申请情况



资料来源：国家知识产权局、公司公告、中投证券研究所

**优质的品牌领先于同业厂商。**经过多年在成形机床行业里的深耕细作，公司的产品质量得到了下游客户广泛的认可和好评，进而在市场中树立起优质品牌形象。亚威专注金属板材加工成形机床行业的研制及销售具有 30 多年的历史，其研制销售的“亚威牌”系列金属成形机床产品在国内具有很高的知名度，在国际也具有一定的知名度。2005 年公司“亚威牌”数控冲压机床获得了国家质量监督检验检疫总局认定的中国名牌称号，是国内同行业中获得此荣誉的首批企业之一。在国内，亚威的高端产品售价一般略高于同类产品，这是国内市场对公司产品性能及品牌的认可。借助良好的品牌声誉，公司产品获得了如宝钢、唐钢、青岛海尔、比亚迪、郑州宇通、华为、中兴、帝森克努伯等中高端客户的认可。

### 3.4 产品出口处于行业内领先地位

长期以来，亚威致力于推行“开发高端技术，开拓高端市场”的外向发展战略，产品先后通过了欧洲性能试验和安全检测，取得出口欧洲的“CE”通行证。亚威在荷兰投资创建拥有海关保税仓库的 SMD 欧洲销售公司，并相继在欧洲地区的德、法、意等 9 个国家建立了营销网络，年销售数控机床 200 多台套，在此基础上，亚威相继在美国亚特兰大设立销售中心，在澳大利亚、印度、南非等 20 多个国家设立国际经销机构，产品的国际市场占有率跃居全国同行业前列，其中高档数控成形机床出口量居全国之首。值得一提的是公司自主研发的数控开卷校平剪切线与大型数控双机联动折弯单元配套组成的柔性生产线出口德国一家特大型金属板材加工企业。这套总重量 750 吨，剪切高强度板厚 12mm、宽 2000mm、折弯工作台面总长 27 米、拥有 32 个数控轴的大型成套钣金加工生产线售价 500 万欧元，创下我国重型数控成形机床成套设备精度最好、规格最大、创汇额最高的出口历史纪录。

### 3.5 率先由单一产品制造向钣金加工全面解决方案供应商转变

公司是国内板材加工机床设备领域产品线最长，少数几家既能提供中高端平板加工机床设备又能提供卷板加工机床设备的企业之一。在一揽子提供板材加工设备的基础上，公司开始将单个机床与自动上下料系统装置组合起来形成柔性加工单元产品，进一步为下游客户提高了生产率，同时也降低人力成本。公司的 HIQ-3048 数控板材冲压柔性加工系统将冲裁和自动上下料系统结合在一起，有效提高了薄板冲压加工效率和产品质量，做到一次按钮完成全部加工过程，真正做到“无人值守”，在劳动力成本不断上升及生产效率不断提高的背景下，柔性加工系统将成为未来的发展方向，产品市场空间较大。

### 3.6 公司今后两年将超越行业发展速度

我们认为 2011 年公司销售增长将好于行业平均水平。由于数控金属成形机床下游主要涉及到板材消费的各个行业，总体来说 2011 年国内固定资产投资（不含农户）扣除价格因素实际增长 16.1%，此为 2011 年全年公司增长情况的基调。具体分析下游需求行业来说：2011 年房地产开发投资实际增长 20.0%，增速比上年回落 5.3 个百分点。铁道部 2011 年铁路建设投资约 5000 亿元。2011 年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 13.9%。2011 年受国家宏观调控、鼓励政策的退出、上年基数较高和部分城市限购等因素的影响，我国汽车产销增速回落，汽车产销分别为 1841.89 万辆和 1850.51 万辆，分别增长 0.84% 和 2.45%。2011 年全国造船完工量 7665 万载重吨，同比增长 16.9%。另据中国机械工业联合会预计，2011 年机械工业产销将增长 25%。综合以上数据我们认为行业平均增速 2011 年预计达到 25%。由于公司绝大部分销售额来自数控产品，是行业产品升级的方向，所以我们认为公司 2011 年增速将大于行业平均增速，约为 30%。

进入 2012 年，下游领域基本发展向好，将带动公司收入进一步增长。房地产调控政策不动摇，我国房地产市场或将进入深度调整期，但 2011 年保障房建设剩余工程，2012 年 700 万套新建工程的审批和资金到位都要一个过程，由此带来对板材钢材的需求有一个明显的滞后过程；2012 年国家电网将加快以特高压电网为骨干网架的坚强智能电网建设，投资将较“十一五”增长 25%；乘用车市场上，家用轿车温和增长，以校车为代表的客车将异军突起带动行业对板材加工的需求；家电方面，虽然刺激政策已经推出，但是随着 85 后人口高峰的结婚高潮的来临，近几年还是将保持对家用电器旺盛的刚性需求；铁道部 2012 年基本建设投资额为 5000 亿元，相比 2011 年持平；2011 年全国造船新承接船舶订单量 3622 万载重吨，同比下降 51.9%，截至 12 月底，手持船舶订单量 14991 万载重吨，比 2010 年底手持订单下降 23.5%。另据中钢协统计今年春节较往年有所提前，节后开市钢材市场依然还处于销售淡季，下游需求有限，但是进入二季度需求将反弹，这也将带动对金属板材加工机械的需求。结合公司现有订单情况看，2011 年底到 2012 年初订单有所回落，但预计 3 月份后会有所反弹。由此我们估计 2012 年相对于 2011 年，公司仍能保持 25% 以上增速，如考虑公司海外市场的开拓进展情况，增速将进一步提高。

## 四、募投项目和超募资金使用

### 4.1 募投项目盈利分析

由于成形机床行业的迅速发展以及公司在行业中的竞争优势，公司 2010 年产能已经非常趋紧。平均产销率都在 95% 以上，尤其是数控卷板加工机械，产销率更是达到了 107%。为了应对未来市场需求的增长，公司拟投入 2.5 亿元对数控转塔冲床、数控卷板加工机械和数控折弯机床进行技术改造和产能扩张。预计产能扩大将近一倍，可以满足今后几年市场的强劲增长。项目达产后预计将新增销售收入 5.4 亿元，新增净利润 7 千万元。

**表 7 公司募投项目产能和盈利预期**

项目名称	2010 年产量 (台)	新增产能 (台)	新增收入 (万元)	新增利润 (万元)
数控转塔冲床技术改造项目	312	245	21275	2862.7
高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目	39	40	17920	2166.2
大型数控板料折弯机技术改造项目	82	84	15220	2145.7
<b>合计</b>	<b>433</b>	<b>369</b>	<b>54415</b>	<b>7174.6</b>

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

募投项目建设周期都为 1.5 年左右，建设投资第一年投入 70%，第二年上半年投入 30%，流动资金根据情况在第二、三年投入。截至 2011 年 8 月，公司数控转塔冲床技术改造项目已投入 90% 计划资金，上半年数控冲床项目已开始投产预计年底就将达产。大型数控折弯机技术改造项目和卷板校平剪切生产线技术改造项目今年已累计投入超过 60%，预计明年 6 月将达产。

**表 8 公司募投项目投资建设规划**

募投项目	投资额 (万元)	周期	备注
数控转塔冲床技术改造项目	9920	1.5 年	
高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目	8196	1.5 年	建设投资第一年投入 70%，第二年上半年投入 30%，流动资金根据情况在第二、三年投入
大型数控板料折弯机技术改造项目	7244	1.5 年	
<b>合计</b>	<b>25360</b>	--	--

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

## 4.2 超募资金使用情况

**超募资金将投入新的技改项目和研发中心建设中。**公司召开第二届董事会第四次会议，审议通过了《关于使用部分超募资金实施研发中心项目的议案》、《关于使用部分超募资金投资新建数控折弯机技术改造项目的议案》和《关于使用部分超募资金建设高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目二期的议案》，拟投入共计 7020 万元，实施研发中心项目；投入共计 12540 万元，投资新建数控折弯机技术改造项目；使用超募资金 5620 万元，建设高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目二期。

**新建项目将提高公司今后效益。**新建数控折弯机技术改造项目达产后，正常年份每年可新增数控折弯机产能 550 台套，实现销售收入约 24210 万元，预计投资回收期 6.45 年。高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目二期将进一步扩大生产规模，项目达产后正常年份每年可新增高速精密卷板校平剪切生产线产能 32 条，实现销售收入约 11740 万元，预计投资回收期 4.18 年。研发中心项目建成后，对公司发展、提高研发基本条件、引进高端人才有积极影响。以上项目财务方面将增加固定资产及相应的折旧，但不会对公司日常现金流产生重大影响。

**超募资金建设项目进展顺利。**经过公司调研，超募资金投入的数控折弯机技改项目和卷板校平剪切生产线技术改造项目二期现已经完成一半以上工程建设量，研发中心建设项目已经实施。

## 五、盈利预测与投资建议：推荐

我们预测公司 2011 年到 2013 年产品销售情况和价格走势如下。

**表 9 公司产品销量预测**

产品类别	2010A	2011E	2012E	2013E
数控平板加工机床（台）	1258	1610	2060	2636
普通平板加工机床（台）	566	725	928	1187
数控卷板加工机械（台）	42	54	70	89

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 10 公司产品平均单价预测**

产品类别	（单位：元）	2010A	2011E	2012E	2013E
数控平板加工机床	数控折弯机	283088	268933.6	255486.9	242712.5
	数控转塔冲床	755555	717777.2	681888.3	647793.9
	数控剪板机	170366	161847.7	153755.3	146067.5
普通平板加工机床	普通折弯机	102808	97667.6	92784.2	88145.0
	普通剪板机	94901	90155.9	85648.1	81365.7
数控卷板加工机械		1960074	1862070.3	1768966.7	1680518.4

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司各分项业务收入预测如下。

**表 11 公司分项业务预测**

产品类别		2010A	2011E	2012E	2013E
数控平板加工机	数控折弯机（万元）	20991	27288	35475	46117
	数控转塔冲床（万元）	21284	27669	35970	46761
	数控剪板机（万元）	4047	5261	6839	8891
	小计（万元）	46322	60219	78284	101769
	增长率		30%	30%	30%
	毛利率	26.54%	26.20%	25.80%	24.90%
普通平板加工机	普通折弯机（万元）	2899	3769	4522	5427
	普通剪板机（万元）	2695	3504	4204	5045
	小计（万元）	5594	7272	8727	10472
	增长率		30%	20%	20%
	毛利率	22.55%	22.00%	22.00%	22.00%
数控卷板加工机	（万元）	8340	10842	14095	18323
	增长率		30%	30%	30%
	毛利率	23.25%	24.00%	24.00%	24.00%
其他	（万元）	4445	5556	6945	8682
	增长率		25%	25%	25%
	毛利率	25%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>总销售收入</b>	<b>（万元）</b>	<b>64301</b>	<b>83900</b>	<b>108100</b>	<b>139200</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

对于盈利预测，我们建立在如下假设基础上。

营业费用保持稳定，约占销售收入 5% 左右。管理费用保持稳定，约占收入 8%，其中包含了公司研发投入。应收账款应付账款等各项保持 2010 年和 2011 年上半年的平均水平。由于公司高新企业认证获得延续，公司将继续保持 13% 的税率。募投项目投资的三分之二于 2011 年投入，三分之一于 2012 年投入，并在 2012 转为固定资产。超募资金用于后续追加项目：拟投入共计 7020 万元，实施研发中心项目；投入共计 12540 万元，投资新建数控折弯机技术改造项目；使用超募资金 5620 万元，建设高速精密卷板校平剪切生产线技术改造项目二期。以上三个项目以 2012 和 2013 年为主要建设期。

**表 12 公司未来三年盈利预测（百万元）**

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	643	839	1081	1392
营业成本	480	624	808	1051
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	31	46	58	73
管理费用	52	68	86	110
财务费用	5	-4	-11	2
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	71	102	136	154
营业外收入	18	8	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	87	110	136	154
所得税	11	14	18	20
净利润	76	96	118	134
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	75	96	118	134
EBITDA	75	114	160	207
EPS（元）	0.86	1.09	1.34	1.52

资料来源：公司公告、中投证券研究所

预测 11 年到 13 年 EPS 分别为：1.09、1.34、1.52 元，复合增长率 20%，对应 PE 为 25、20、18 倍。公司技术、品牌和销售竞争力强，近期盈利将稳定增长，总体前景良好。2010 年国内机床行业平均 PE 为 34 倍，综合考虑公司前景和行业前景，并结合中小板块估值溢价的回落，我们给予公司 2011 年 30 倍、12 年 24 倍、13 年 19 倍 PE；预计 6-12 个月目标价 32.00 元，给予推荐评级。

主要风险提示：下游产业存在周期性波动风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	411	968	712	831
现金	89	502	121	92
应收账款	46	67	86	97
其他应收款	2	5	7	8
预付账款	31	31	40	53
存货	204	312	404	525
其他流动资产	38	50	54	56
<b>非流动资产</b>	281	540	946	1136
长期投资	34	35	35	35
固定资产	170	444	860	1049
无形资产	44	44	44	44
其他非流动资产	32	16	7	8
<b>资产总计</b>	692	1508	1658	1967
<b>流动负债</b>	419	312	362	559
短期借款	153	0	0	97
应付账款	108	125	162	210
其他流动负债	157	187	200	252
<b>非流动负债</b>	33	37	36	36
长期借款	5	5	5	5
其他非流动负债	28	32	31	31
<b>负债合计</b>	452	349	398	594
少数股东权益	6	6	6	6
股本	66	88	88	88
资本公积	34	848	848	848
留存收益	134	217	318	430
归属母公司股东权益	234	1153	1254	1366
<b>负债和股东权益</b>	692	1508	1658	1967

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	65	18	75	138
净利润	76	96	118	134
折旧摊销	0	16	34	52
财务费用	5	-4	-11	2
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	0	-76	-76	-47
其他经营现金流	-14	-14	9	-2
<b>投资活动现金流</b>	-122	-261	-450	-240
资本支出	96	260	450	240
长期投资	-1	1	0	0
其他投资现金流	-26	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	40	656	-7	74
短期借款	87	-153	0	97
长期借款	-24	0	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	814	0	0
其他筹资现金流	-23	-27	-7	-23
<b>现金净增加额</b>	-17	413	-382	-29

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	643	839	1081	1392
营业成本	480	624	808	1051
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	31	46	58	73
管理费用	52	68	86	110
财务费用	5	-4	-11	2
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	71	102	136	154
营业外收入	18	8	0	0
营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	87	110	136	154
所得税	11	14	18	20
<b>净利润</b>	76	96	118	134
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	75	96	118	134
EBITDA	75	114	160	207
EPS (元)	1.14	1.09	1.34	1.52

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	71.1%	30.5%	28.8%	28.9%
营业利润	93.9%	45.2%	32.8%	13.0%
归属于母公司净利润	90.6%	27.1%	23.2%	13.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.3%	25.6%	25.3%	24.6%
净利率	11.7%	11.4%	10.9%	9.6%
ROE	32.3%	8.3%	9.4%	9.8%
ROIC	20.9%	13.5%	9.7%	9.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.3%	23.1%	24.0%	30.2%
净负债比率	40.41	2.87%	2.51%	17.98%
流动比率	0.98	3.10	1.97	1.49
速动比率	0.49	2.10	0.85	0.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	0.76	0.68	0.77
应收账款周转率	18	15	14	15
应付账款周转率	6.62	5.35	5.64	5.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.09	1.34	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.21	0.85	1.57
每股净资产(最新摊薄)	2.66	13.10	14.25	15.52
<b>估值比率</b>				
P/E	30.84	24.26	19.69	17.43
P/B	9.95	2.02	1.86	1.70
EV/EBITDA	32	21	15	12

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434