

远东传动 (002406.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

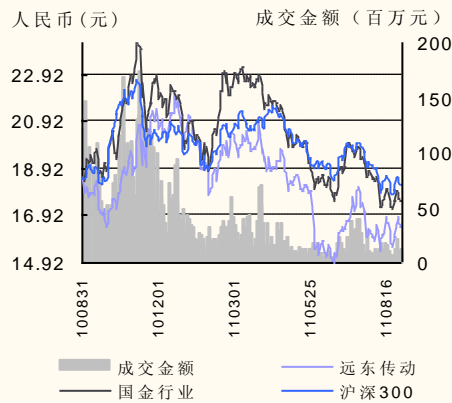
市价(人民币): 16.34元

成长空间渐次打开, 盈利能力持续提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	107.89
总市值(百万元)	4,583.37
年内股价最高最低(元)	22.03/14.92
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《产能扩张有望使公司业绩保持较快增长》, 2011.3.29

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.933	0.991	0.857	1.149	1.443
每股净资产(元)	3.26	9.77	7.57	8.85	10.30
每股经营性现金流(元)	0.58	0.13	0.89	0.82	1.04
市盈率(倍)	N/A	32.41	19.65	14.65	11.67
行业优化市盈率(倍)	52.18	55.41	46.24	46.24	46.24
净利润增长率(%)	39.54%	41.80%	29.77%	34.12%	25.52%
净资产收益率(%)	28.63%	10.14%	11.32%	12.98%	14.01%
总股本(百万股)	140.00	187.00	280.50	280.50	280.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **非等速传动轴龙头, 具有突出的核心竞争优势:** 公司是国内第一家专业传动轴制造厂, 已有近 60 年历史, 且已久居行业龙头。公司具有强大的技术创新能力以及深厚的工艺经验积累, 不仅产品品质领先, 成本控制能力更是无以伦比, 由此造就了公司令同行望尘莫及的综合竞争优势。
- **公司可多方向渐次扩张, 成长能力远超一般认识:** 公司早已成为行业龙头, 市场普遍担心其继续成长空间。实际上, 公司可供选择的发展路径多种多样, 成长空间难以限量。从短的看, 产能扩张配合全国布局足可保证近年业绩快速增长; 从中期看, 公司打入重卡“三巨头”内部配套市场只是时间问题; 稍远一点看, 公司已在酝酿进行横向扩张, 在等速传动轴等领域分一杯羹完全具备能力; 此外, 海外和售后市场容量巨大, 公司具备突出优势但目前业务量甚少, 大力开拓后的市场前景一样非常可观。
- **盈利能力一如既往的优秀, 未来仍有望持续提升:** 由于具备突出的技术和工艺优势, 公司拥有强大的成本控制能力。近几年来, 纵使原材料等成本价格不断上升, 公司盈利能力仍然稳步提高。2011 年上半年, 公司毛利率已提高至 35.27%, 净利润率提高至 20.49%, 在 A 股汽车板块首屈一指。未来, 随着锻造毛坯件自制比例的提高, 公司盈利能力仍有望持续提升。

投资建议

- **我们认为公司是难得的成长与盈利能力俱佳的零部件龙头企业, 在商用车行业整体销量出现负增长的上半年, 公司仍实现了收入及净利润近 23% 的快速增长, 公司业绩增长的确定性由此可见一斑。公司当前股价对应 2011 年 PE 为 19 倍, 估值偏低, 我们调高其投资评级至“买入”。**

盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86 元、1.15 元、1.15 元, 给予公司未来 6-12 个月 19.8 元目标价, 对应 2011 年 23 倍 PE。

风险

- 商用车景气度超预期下滑的风险, 原材料价格大幅上升的风险, 大量异地建厂可能导致的管理风险, 横向扩张难以成功的风险。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuw@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：竞争优势突出的非等速传动轴龙头	4
非等速传动轴行业龙头，市场份额领先	4
竞争优势显著，收入与利润快速增长	5
多方向拓展，成长能力非常突出	6
重卡及工程机械市场仍有长期成长空间	6
产能扩张配合全国布局将带动公司业绩快速增长	9
重卡“三巨头”内部市场容量巨大，远东进入只是时间问题	12
出口市场与售后市场大有可为	14
横向扩展或成为公司未来亮点	15
成本控制卓越，盈利能力领先且仍稳步提高	16
盈利能力行业领先，近年稳步提高	16
锻造技术工艺领先，自制率提高可进一步提高盈利能力	17
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
估值与投资建议	19
风险提示	19
商用车行业景气度超预期下滑的风险	19
原材料价格大幅上升的风险	19
大量异地建厂可能导致的管理风险	19
横向扩张难以成功的风险	19
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：商用车传动轴示意图	4
图表 2：国内非等速传动轴企业近年产量及配套情况（根）	4
图表 3：2007-2009 年公司主要产品市场份额	5
图表 4：公司部分核心技术及优势概况	6
图表 5：公司近年收入及增速（百万元）	6
图表 6：公司近年净利润及增速（百万元）	6
图表 7：我国重卡月度销量及增速	7
图表 8：2011 年与 2010 年重卡月度销量对比（辆）	8
图表 9：2011 年固定资产投资增速与将 2010 年持平	8
图表 10：公路货运量继续稳步增长	8
图表 11：沿海港口集装箱吞吐量保持增长势头	8

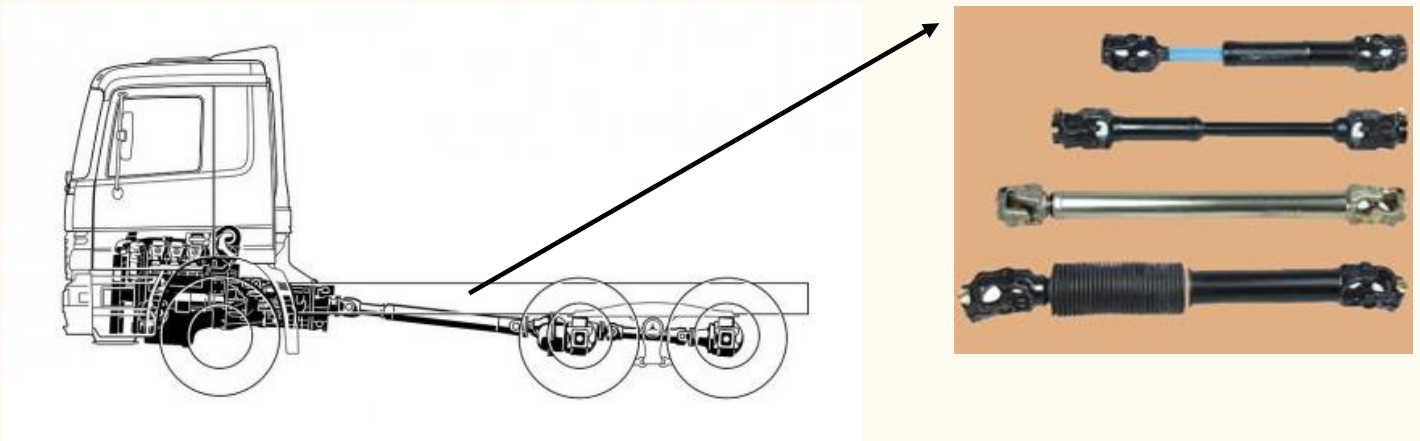
图表 12: 我国装载机销售情况 (辆)	9
图表 13: 我国汽车起重机销售情况 (辆)	9
图表 14: 公司 2007-2009 年产能利用率	9
图表 15: 公司 2007-2009 年产销率	9
图表 16: 公司新建产能情况汇总	10
图表 17: 公司新建产能释放情况及总产能预测	10
图表 18: 潍坊远东周边主要客户需求预测	10
图表 19: 福田汽车近年销量及增速 (辆)	11
图表 20: 北奔重卡近年销量及增速 (辆)	11
图表 21: 合肥远东周边客户需求预测	11
图表 22: 江淮近年商用车销量及增速 (辆)	12
图表 23: 安徽华菱近年重卡销量及增速 (辆)	12
图表 24: 长沙远东周边客户需求预测	12
图表 25: 2011 年上半年重卡行业市场份额分布	13
图表 26: 重卡“三巨头”内部传动轴配套情况	13
图表 27: 国内车用传动轴出口额及增速 (万美元)	14
图表 28: 远东传动近年出口收入及增速 (百万元)	14
图表 29: 等速传动轴总成示例	15
图表 30: 国内等速传动轴需求预测	15
图表 31: 国内等速传动轴企业近年产量及配套情况 (根)	16
图表 32: 远东传动 2009 年主营业务成本构成	16
图表 33: 2007 年以来钢材价格走势 (元/吨)	16
图表 34: 公司毛利率与汽车零部件公司比较	17
图表 35: 公司净利率与汽车零部件公司比较	17
图表 36: 远东传动近年毛利率与净利率	17
图表 37: 中兴锻造产能预测及增速 (万吨)	18
图表 38: 公司近年毛坯件自制率及预测	18
图表 39: 中兴锻造近年新增产能情况(万吨)	18
图表 40: 可比公司估值比较	19
图表 41: 远东传动业务分拆预测	20

公司概况：竞争优势突出的非等速传动轴龙头

非等速传动轴行业龙头，市场份额领先

- 传动轴是汽车传动系统的重要组成部分，主要功能是将发动机动力由变速箱传递至驱动桥。按照工作时传动轴两端角转速是否相等，传动轴可分为等速传动轴以及非等速传动轴，前者主要用于乘用车，后者主要用于商用车以及工程机械。

图表1：商用车传动轴示意图



来源：国金证券研究所

- **远东传动是非等速传动轴龙头**：2009年，产量超100万根的非等速传动轴企业仅远东传动一家。公司2009年产量达377万根（126万套），远超过其他企业，柳州恒力排名第二，但产量仅51万根。2007-2009年，远东在重卡传动轴行业的市场份额一直在20%以上，在工程机械传动轴行业的市场份额也一直在55%以上，在中卡行业的份额则已经从8.2%提升至16%。综合来看，公司在商用车以及工程机械市场的整体份额也已达15%以上。

图表2：国内非等速传动轴企业近年产量及配套情况（根）

类型	非等速传动轴企业	09年产量	08年产量	07年产量	06年产量	主要配套企业
独立配套	许昌远东传动轴	3,770,000	2,809,000	2,494,000	1,670,000	福田、北奔、江淮、三一等各种汽车
	杭州万向传动轴(含等速)	2,220,000	2,300,000	2,300,000		
	南京驰力汽车传动(含等速)	985,000	n/a	n/a	n/a	现代、奇瑞、长城等
	柳州市恒力传动轴	511,000	500,000	410,000	300,000	上汽通用五菱、东风
	江苏格尔特传动轴	392,000	280,000	280,000	200,000	宇通、厦门金龙、北汽、柳汽
集团内部配套	重汽济南商用车	292,271	243,144	255,069	146,686	重汽内部配套
	陕西蓝通传动轴	101,578	213,180	145,844	0	陕西重汽内部配套
	东风汽车传动轴	201,500	200,200	234,000	199,500	东风内部配套
	富奥汽车零部件	180,727	160,000	619,200	791,900	一汽内部配套

来源：汽车工业年鉴、国金证券研究所

图表3: 2007-2009 年公司主要产品市场份额

细分市场	2007年	2008年	2009年
重卡	20.2%	22.0%	20.1%
中卡	10.4%	12.6%	16.0%
轻小卡	8.3%	7.4%	8.2%
皮卡与SUV	11.1%	10.2%	10.8%
工程机械	55.6%	56.7%	56.3%
综合市场份额	16.5%	16.7%	15.4%

来源: 公司公告、国金证券研究所

竞争优势显著，收入与利润快速增长

- **突出的产品品质与成本优势成就公司强大的核心竞争能力:** 在汽车零部件领域，产品品质与成本控制能力是决定企业竞争能力的关键因素。恰在这一方面，远东传动具有突出的优势。公司已成为国内非等速传动轴龙头企业，传动轴产品 2007 年就已被评为“中国名牌”，产品品质毋庸置疑，与此同时，公司产品价格比竞争对手还普遍低 20%左右，由此也成就了公司强大的市场竞争力。
- 公司前身是成立于 1954 年的许昌传动轴总厂，创立以来一直专注于传动轴产品的研发生产，1969 年该厂被国家机械部认定为国内第一家传动轴专业制造厂。公司在传动轴领域近 60 年的技术与工艺积累是一般企业所无法比拟的。
- 公司是国家级高新技术企业，也是汽车传动轴行业标准的主要制定者之一，强大的技术开发能力保证了公司产品具有突出的品质优势。例如，公司拥有“内（外）花键尼龙涂敷”专利技术，这一技术可提高传动轴花键副的耐磨性、自润滑性、安全性和操作稳定性，使产品无故障运行里程由 10 万公里提高到 30 万公里，这一技术还曾获得“中国专利十年成就金奖”。公司拥有的传动轴端面法兰齿技术则不仅可减轻传动轴重量，还可增加传动轴的机械和物理性能，公司的此类专利产品已成为引领重卡传动轴发展方向的开创性产品。
- 在传动轴领域，原材料成本占生产成本的比重约为 70%左右，轻量化设计以及材料使用率对于产品成本的控制至关重要。公司拥有“锻件无飞边锻造技术”、“锻件加工余量减少技术”、“花键毂减重简化技术”等多项专利技术，这些技术不仅可直接减少公司产品的材料消耗量，还可减少后续金加工的工作量以及能源消耗，公司锻件产品的材料使用率已普遍达到 95%以上，显著高于同行，由此公司产品的成本控制能力自然也显著强于竞争对手。

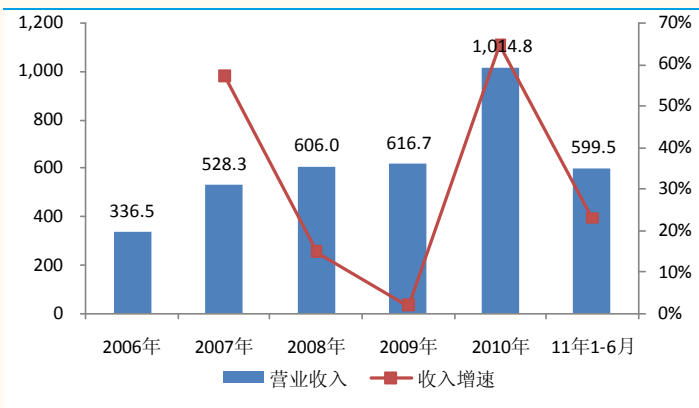
图表4: 公司部分核心技术及优势概况

技术	应用	所处生产阶段	技术来源	主要优势
内(外)花键尼龙涂敷技术	重型传动轴	大批量生产	吸收创新	产品无故障运行由10万公里升至30万公里; 获“中国专利十年成就金奖”
迷宫式传动轴防尘密封装置专利技术	所有传动轴	大批量生产	吸收创新	材料耗费少、重量轻、密封性好、寿命长、适应性强和补偿性好
传动轴端面法兰齿技术	中、重型传动轴	大批量生产	吸收创新	增强连接位置精度和强度, 提高传动轴总成的机械和物理性能
三支承动平衡技术	皮卡、SUV传动轴	大批量生产	吸收创新	保证整车在高速行驶中的平顺性和舒适性
锻件无飞边锻造技术	锻件	大批量生产	自行研发	材料减少5%, 电能节约20%-30%, 提高加工效率
拔模斜度优化技术	锻件	大批量生产	自行研发	锻件重量及金加工量显著减小
锻件加工余量减小技术	锻件	大批量生产	自行研发	锻件重量及金加工量显著减小
花键毂减重简化技术	花键毂	大批量生产	自行研发	花键毂材料利用率和加工效率均提高45%以

来源: 公司公告、国金证券研究所

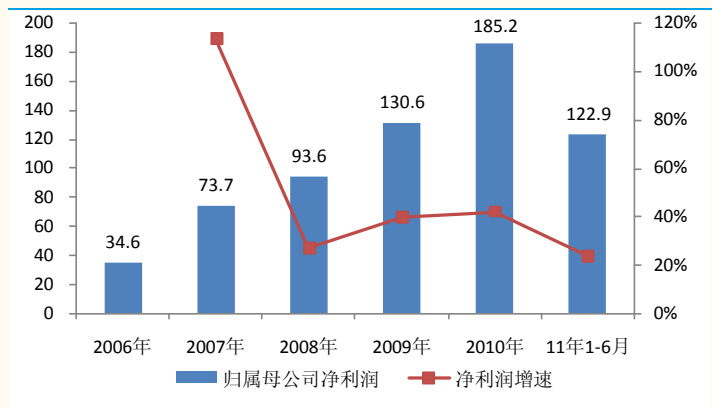
- 近年业绩快速增长:** 领先的产品品质以及成本控制能力, 加上突出的产销规模使公司具备了竞争对手难以比拟的综合优势, 公司近年来收入与利润快速增长。2006-2010年, 公司营收从 3.37 亿元增长至 10.15 亿元, 4 年增长 200%, 年复合增速达 31.8%; 公司净利润从 3,456 万元增长至 1.85 亿元, 4 年增长 436%, 年复合增速达 52.2%, 远超过公司收入增速。**2011 年上半年, 尽管商用车行业出现负增长, 但公司业绩仍实现了较快增长, 公司实现收入 6 亿元, 归属母公司净利润 1.23 亿元, 同比增速均约 23%。**

图表5: 公司近年收入及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表6: 公司近年净利润及增速 (百万元)



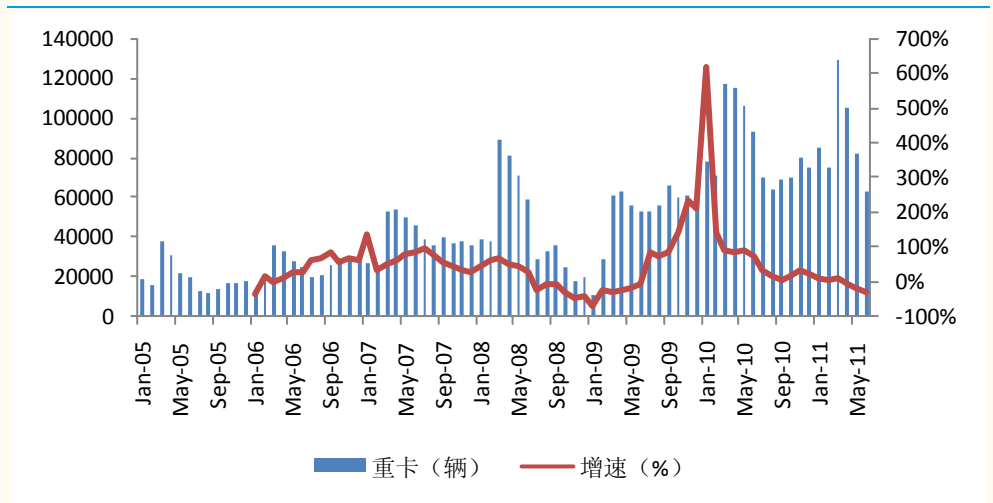
多方向拓展, 成长能力非常突出

重卡及工程机械市场仍有长期成长空间

- 公司产品主要为商用车及工程机械配套, 今年以来商用车市场尤其在重卡领域出现了大幅下滑, 工程机械销量增速也有明显回落。我们认为, 重卡及工程机械市场的下滑都是暂时的, 这两大细分市场都仍具有广阔的长期成长空间。
- 截至 7 月, 我国重卡销量为 59.44 万辆, 同比下滑 9.18%。我们认为, 造成重卡需求大幅下滑的原因主要如下: 首先, 紧缩性调控抑制了投资增速, 从而直接削弱了重卡需求增长, 同时由于银根的收紧, 消费信贷难度的提高也影响了部分客户的购买能力; 其次, 高企的油价加上过桥过路费以及各种名目繁多的罚款使得重卡用户的运输成本大幅提高, 与此同时, 由于近几年重卡保有量上升较快, 运输市场竞争激烈, 运价水平并未明显

提高，由此便造成了重卡用户盈利能力的大幅下降，用户缺乏购买新车的足够动力。

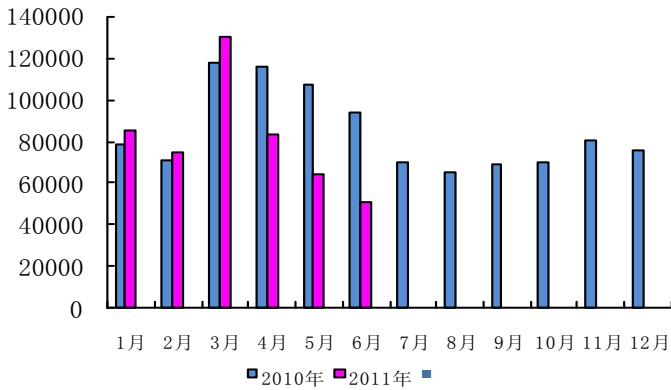
图表7：我国重卡月度销量及增速



来源：中汽协、国金证券研究所

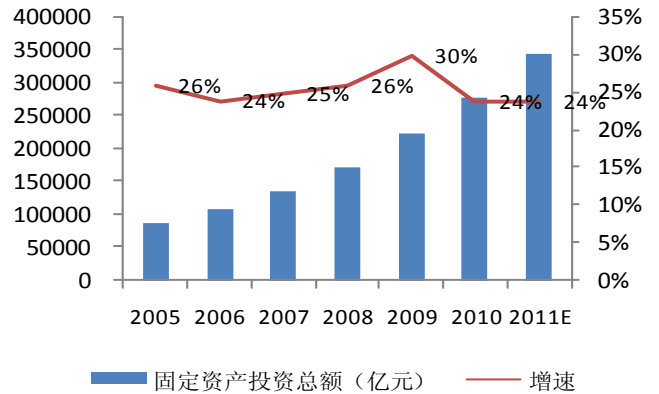
- 重卡作为工程建设、物流运输领域的典型生产资料，其需求增长与宏观经济形势密切相关。在可预见的将来，我国经济仍可保持持续较快增长，我国物流运输领域的一些顽疾也已得到政府高度重视。由此可见，我国重卡需求仍有望在未来相当长时期内保持快速增长。
 - 工程类重卡需求主要与固定资产投资相关。投资作为拉动经济增长的三驾马车之一，短期内它的重要作用在我国还难以替代，加上我国城市化进程还远未结束，可以预见未来我国固定资产投资仍将保持较快增速，这也将直接带动重卡需求的持续增长。
 - 今年以来物流类重卡需求低迷的关键原因是重卡用户的盈利能力出现了大幅下滑。但各种有利因素正在累积，这一状况已有望得到明显改观。首先，当前油价已有强烈的下调预期，油价有望逐步回落；其次，国务院已明确提出将“降低过桥过路费、促进物流行业健康发展”；此外，我国公路货运量、沿海港口货物吞吐量等指标仍在持续增长，且《公路安全保护条例》已于今年7月份正式开始实施，政府对超载的打击力度将空前加强，在经过一段时间的“观望期”后，货运量与重卡运力之间平衡的打破必将有力促进重卡需求的迸发。
 - 值得说明的是，尽管上半年重卡增速下滑较大，但重卡销售的绝对量并不低，大幅下滑的增速实际上是去年重卡行业明显前高后低的基数造成的。下半年重卡销量增速将有望明显回升。从全年来看，我们预测重卡销量将达100-105万辆，增速在-1.5%到3.5%之间，与2010年相比纵使下滑也将幅度极为有限。
 - 我们测算发现，2002年以来我国重卡年销量复合增速约为15%，这一增速可认为是剔除政策干扰等因素后我国重卡行业的合理增速。我们认为，在未来3-5年内我国重卡保持10%左右的复合增长是可预期的，10%左右的增速预测也已足够保守。

图表8: 2011年与2010年重卡月度销量对比(辆)

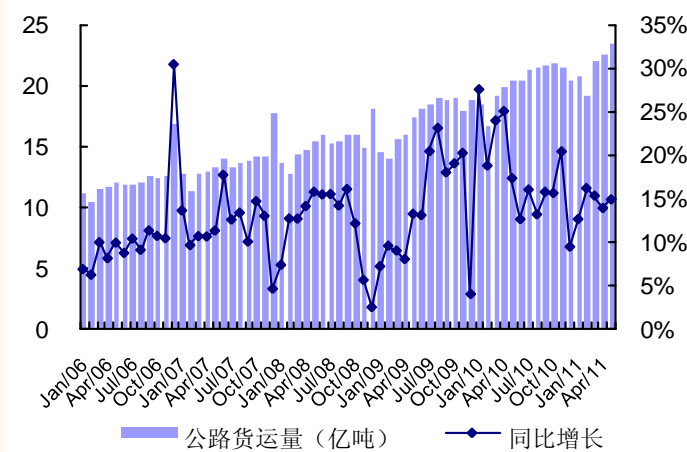


来源: 中汽协, 国金证券研究所

图表9: 2011年固定资产投资增速与将2010年持平

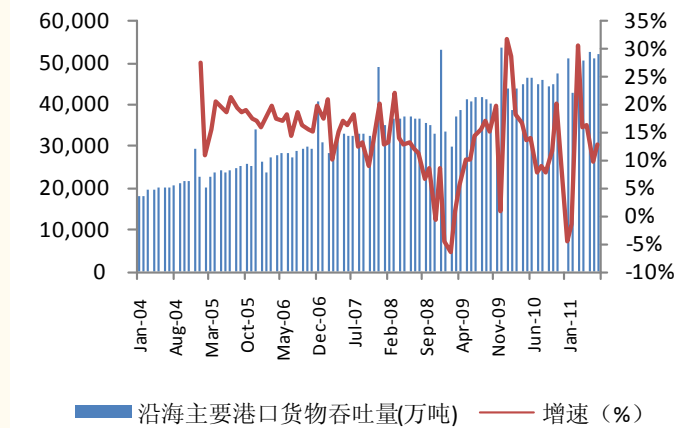


图表10: 公路货运量继续稳步增长



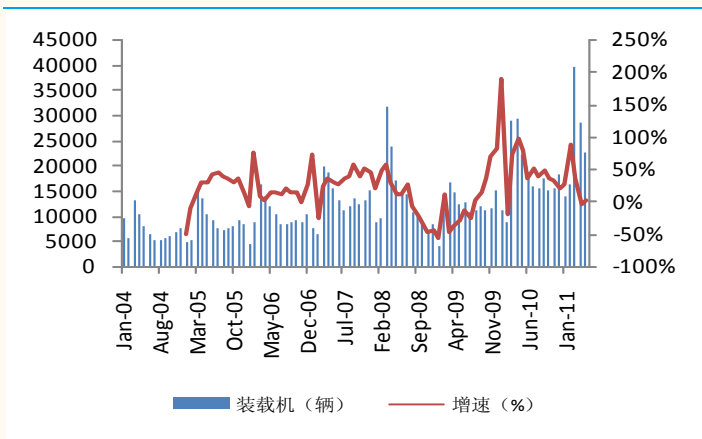
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 沿海港口集装箱吞吐量保持增长势头

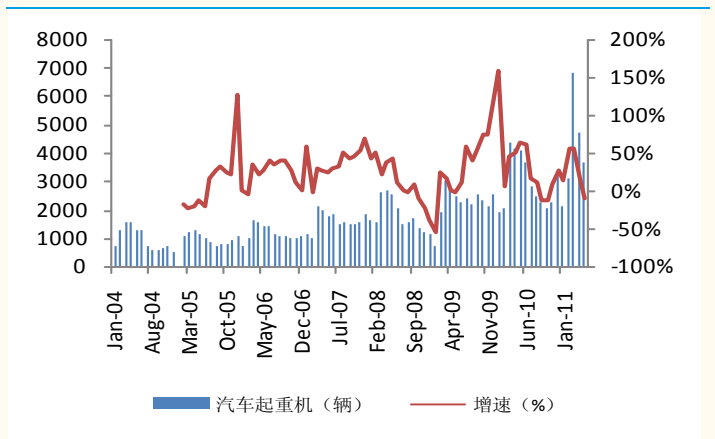


- 工程机械中需要使用传动轴的主要是装载机和汽车起重机。今年以来,受宏观调控影响,工程机械销量增速也有所下滑,但增速水平仍远高于重卡。今年1-5月,我国装载机销量增速为20.83%,汽车起重机则为24.22%。据国金机械研究团队预测,装载机及汽车起重机全年增速仍可达15%左右,未来也仍有望保持较快增长。

图表12: 我国装载机销售情况 (辆)



图表13: 我国汽车起重机销售情况 (辆)

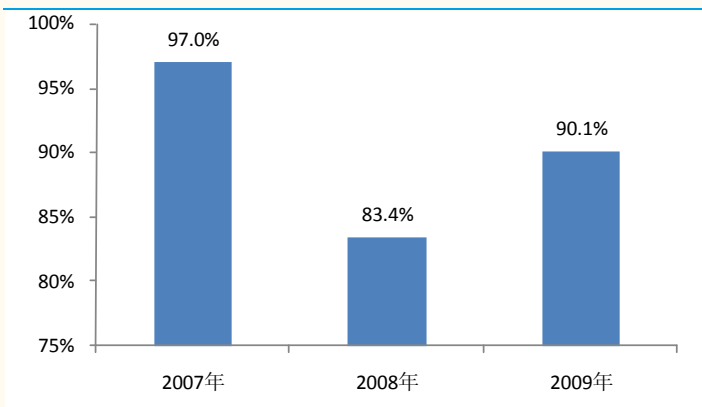


来源: 机经网、国金证券研究所

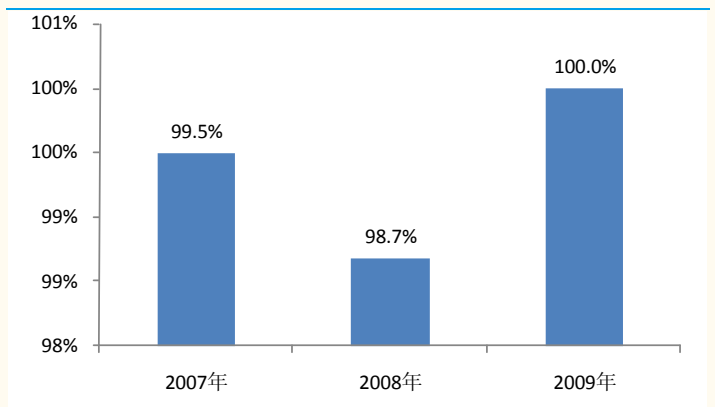
产能扩张配合全国布局将带动公司业绩快速成长

- **募投项目大幅缓解公司产能瓶颈:** 随着近年汽车与工程机械行业的快速发展, 公司产能瓶颈日益严重。2009年, 公司产能仅为 140 万套, 产能利用率达 90%, 综合产销率为 100%, 产品呈现供不应求的局面。为缓解产能瓶颈, 公司利用 IPO 募集资金陆续上马诸多新项目, 公司产能呈现快速扩张, 产能瓶颈问题已得到显著缓解。

图表14: 公司 2007-2009 年产能利用率



图表15: 公司 2007-2009 年产销率



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **全国布局可稳固提升与下游客户的合作关系:** 公司的产能扩张是与全国布局密切配合的, 遵循在客户生产基地周围办分厂的策略, 除了在许昌本部新建 250 万套产能外, 公司还将在潍坊、包头、长沙、合肥四地新建生产基地, 建成后将合计新增 165 万套产能。这一策略将有利于公司实现“零时间、零距离、零库存”对下游客户供货, 可显著加快对下游客户需求的响应速度、加强对客户的售后服务, 从而密切和稳固同下游客户的合作关系, 进一步提升公司配套比例, 帮助公司实现产销规模的继续快速增长。

图表16: 公司新建产能情况汇总

扩产项目	项目地址	主要客户	新增产能(万套)	总产能(万套)	新产能投产时间
许昌本部-A	河南许昌	商用车、工程机械、海外市场	100	390	2010年
许昌本部-B	河南许昌	商用车、工程机械、海外市场	150		2013年
潍坊远东	山东潍坊	中国重汽、包头北奔、上汽通用五菱、北汽福田、唐骏欧铃、东安黑豹	50	50	2011年
包头远东	内蒙古包头	包头北奔、北方重汽、鄂尔多斯精恒重	30	30	2011年
长沙远东	湖南长沙	三一、中联、福田、吉利、陕汽	60	60	2012年9月
合肥远东	安徽合肥	江淮、华菱、集瑞联合等	55	55	2011年12月
合计			445	585	

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表17: 公司新建产能释放情况及总产能预测

万套	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
潍坊远东-共50万套			35	15			
公司本部A-共100万套		100					
公司本部B-共150万套					75	30	45
合肥远东-共55万套				27.5	27.5		
长沙远东-共60万套				42	18		
包头远东-共30万套			30				
新增产能		100	65	84.5	120.5	30	45
当年年底产能	140	240	305	389.5	510	540	585
产能增幅		71%	27%	28%	31%	6%	8%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 特别值得说明的是, 公司的异地建厂选址以及产能扩张幅度充分考虑了当地市场的需求状况, 公司与当地客户普遍也早已建立了战略协作关系, 新增产能将可得到充分消化。
 - **潍坊远东:** 山东是我国的汽车大省, 公司客户众多。我们测算, 仅北奔蓬莱分公司、福田山东基地等数家企业 2010 年传动轴需求就达到 146 万套, 若按公司取得 50% 的配套比例测算, 对公司产品需求即达 73 万套, 由此公司潍坊远东 50 万套的产能仍旧供不应求。实际情况也确实如此, 公司已着手准备建设潍坊远东二期项目, 以充分满足当地及周边市场需求。

图表18: 潍坊远东周边主要客户需求预测

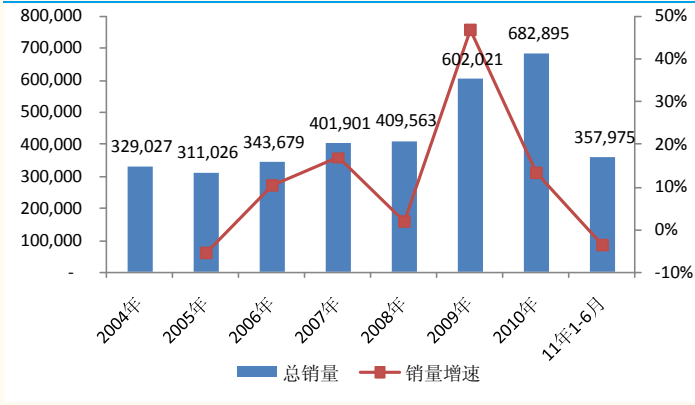
公司	产能/产量(万辆)	车型	10年传动轴需求(万套)
包头北奔蓬莱分公司	10年产量2.3万辆	重卡	6.2
北汽福田山东基地	10年销量34万辆, 其中轻卡27万辆; 11年上半年销量达20万	轻型商用车、工程车等	51
上汽通用五菱青岛分公司	原产能22.4万辆, 11年底扩至38.4万辆	交叉型乘用车	76.8
山东临工	10年产量2.9万辆; 11年1-7月产量2.5万辆, 增速44%	装载机	8.7
山东山工	10年产量1.2万辆; 11年1-7月产量9,000辆, 增速21%	装载机	3.6
合计			146.3

来源: 各公司网站、国金证券研究所

注: 根据行业经验, 单车平均传动轴使用量为: 重卡 2.7 套、中卡 2 套、轻小卡 1.5 套、客车 2 套、轿车 2 套、工程机械 3 套, 以下预测方法同此

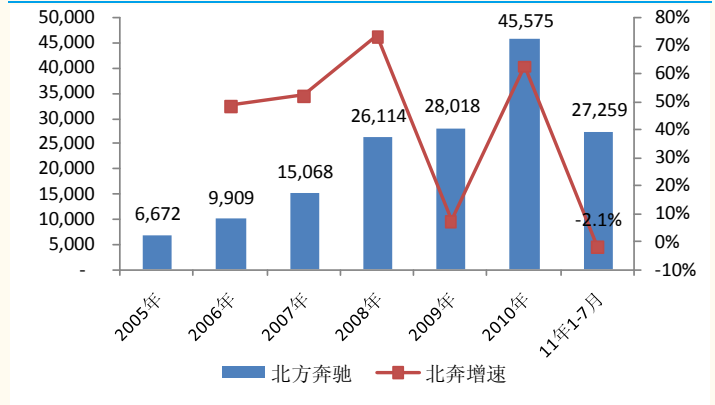
- 包头远东：**该基地主要为包头北奔配套。北奔在包头原有产能为 3 万辆，2011 年 8 月 5 万辆新基地的投产后，使其产能增至 8 万辆，传动轴年需求量也增加至 22 万套。北奔是公司重要客户之一，公司配套比例达 70% 左右，如此仅北奔一家的需求量即有可能达到 15 万套左右，加上精恒重卡、北方重汽等其它较小客户的需求，包头远东 30 万套产能并没有太多富余。

图表19：福田汽车近年销量及增速（辆）



来源：中汽协、国金证券研究所

图表20：北奔重卡近年销量及增速（辆）



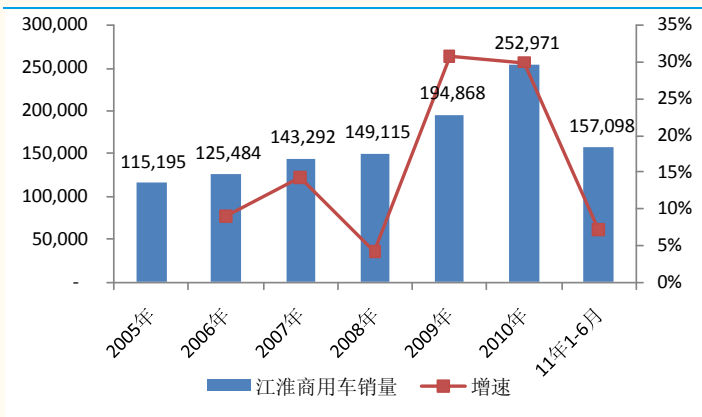
- 合肥远东：**该基地主要客户包括江淮、华菱、奇瑞等。江淮 2010 年商用车销量为 25 万辆，传动轴需求为 42 万套；华菱 10 年重卡产量为 3 万辆，传动轴需求约 8 万套；奇瑞 10 年 SUV 产量为 8.3 万辆，传动轴需求为 16.6 万套，这三家需求就已超过 66 万套，同样按公司 50% 的配套比例计算则为 33 万套，加上正在快速发展中的集瑞联合重卡，合肥远东 55 万套的产能规划也属合理。

图表21：合肥远东周边客户需求预测

公司	产能/产量(万辆)	车型	10年传动轴需求(万套)
江淮汽车	10年分别销售轻卡、重卡、底盘20.4、2.5、2.2万辆，共25万辆，预计11年达31万辆	重卡、轻卡	42
华菱汽车	10年重卡产量3.1万辆，预计11年为3万辆	重卡底盘	8
集瑞联合	预计11年销量1万辆	重卡	2.7
奇瑞汽车	10年SUV销量8.3万辆，预计今年可达12万辆	SUV	16.6
合计			69.3

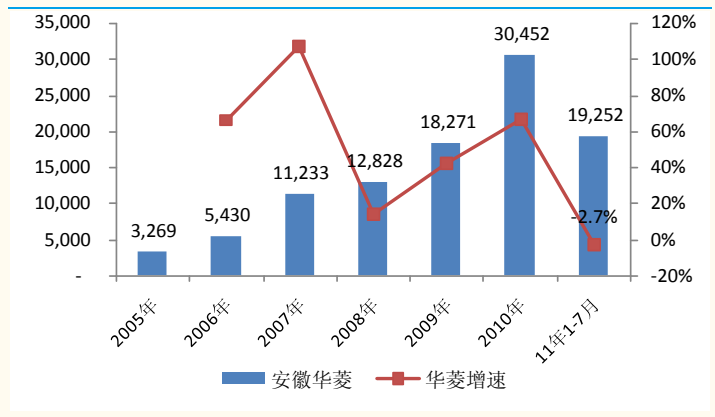
来源：中汽协、各公司网站、国金证券研究所

图表22: 江淮近年商用车销量及增速 (辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表23: 安徽华菱近年重卡销量及增速 (辆)



- **长沙远东:** 该基地主要客户包括北汽福田的长沙基地、长沙比亚迪客车、湖南江南的 SUV, 以及三一、中联等企业。根据我们测算, 上述车企 2012 年的传动轴年需求量将超 84 万套, 按公司 50% 配套比例计算则为 42 万套, 长沙远东 60 万套的产能规划并非过度超前。

图表24: 长沙远东周边客户需求预测

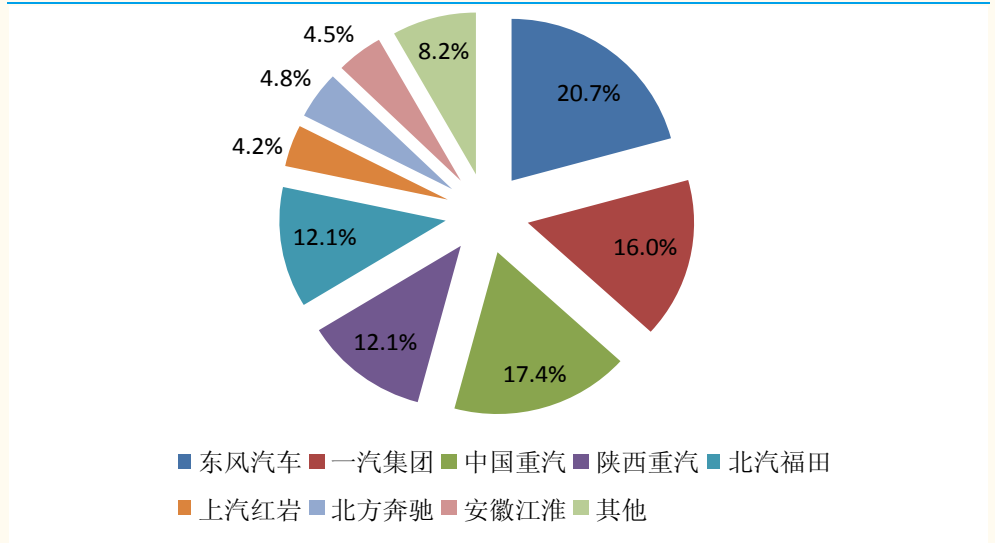
公司	产能/产量(万辆)	车型	12年传动轴需求(万套)
北汽福田	10年产能10万辆, 12年20万辆新基地投产, 产量可达30	中重卡、轻卡、SUV和皮卡	60
陕西重汽	预计明年产量可达1万辆	天然气重卡	2.7
长沙比亚迪	规划产能3万辆	客车	6
湖南江南	10年SUV产量9.6万辆, 11年1-7月产量4.5万辆, 预计全年7.5万辆	SUV等	15
合计			83.7

来源: 中汽协、各公司网站、国金证券研究所

重卡“三巨头”内部市场容量巨大, 远东进入只是时间问题

- **“三巨头”配套市场容量巨大, 但目前主要由其内部企业供货:** 重卡行业集中度很高, 一汽、重汽、东风等“三巨头”重卡销量占比一直在 60% 左右, 2011 年上半年也仍达 54%。但由于以上三大企业都有各自内部配套的传动轴生产企业, 2011 年以前公司一直未进入“三巨头”市场 (除东风柳汽外)。公司目前在重卡传动轴市场份额仅为 20% 左右, 若可进入“三巨头”市场, 公司产销量及市场份额无疑有望获得巨大提升。

图表25: 2011年上半年重卡行业市场份额分布



来源: 中汽协、国金证券研究所

- **“三巨头”内部配套企业问题重重, 选择与远东合作是迟早之事:** “大而全”的一体化生产模式已越来越不能适应现代汽车行业, 整车厂应专注于整车研发、市场竞争与内部管理, 零部件体系则充分利用市场资源才符合行业发展潮流。尤其在产品同质化竞争较为激烈的重卡市场, 成本控制的重要性更是空前凸显。而据我们了解, “三巨头”内部企业的传动轴价格比远东产品价格普遍高出 20%左右, 且东风传动轴公司甚至还连年亏损, 一汽及重汽旗下传动轴企业也是惨淡经营, 这种状况显然无法长期持续。远东传动无论在产品品质还是成本控制上都有着同行难以比拟的优势, 由此也可预见, “三巨头”最终选择与远东合作只是时间问题、方式问题。

图表26: 重卡“三巨头”内部传动轴配套情况

配套客户	股权结构	主要产品	公司概况	08年产量	09年产量
富奥股份 (传动轴分公司)	吉林省国资委 32.14%, 一汽集团 31.25%, 宁波华翔 17.86%, 管理层 10.71%	传动轴总成等	富奥股份正在借壳上市; 传动轴分公司08年改制, 09-10年分别收入2.9与4.9亿元	#####	#####
东风汽车传动轴	东风集团	东风汽车与苏州创元合资	动力转向器、传动轴等	近年每年亏损约8,000万, 2010年收约5.5亿元	#####
重汽集团传动轴厂	中国重汽	重汽集团100%	传动轴总成等	n/a	#####

来源: 各公司网站、汽车工业年鉴、国金证券研究所

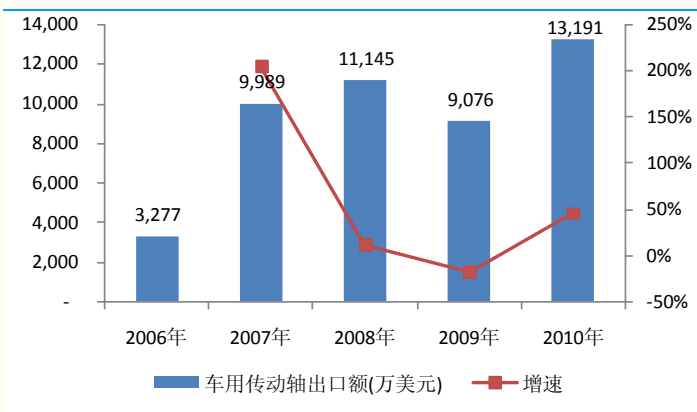
- **公司已开始为一汽供应零配件。** 公司披露, 2011 年公司签订的第一份销售合同就来自一汽富奥传动轴分公司, 价值 3522.5 万元。这一金额虽然不高, 但却意味着一汽的大门实质上已向公司敞开, 在双方的合作日渐成熟后, 公司对富奥的供货额还有望大幅提升, 未来采取更进一步的合作方式也完全有可能。
- **与东风传动轴合资仍有望顺利实现:** 以合资模式进入“三巨头”供应体系是远东期待并且确实可行的路径选择, 公司目前已同北汽、重庆重汽分别成立北汽远东和重汽远东, 这两家合资公司均已成功运行多年, 未来具备成为公司与“三巨头”合资样板的可能。实际上, 早在 2008 年 12 月公司

就已同东风传动轴签订合资意向协议，计划将东风传动轴相关全部资产和员工全部转入合资公司，主要以东风汽车为目标市场（东风柳汽除外）。合资公司初始股比为 50:50，3 年内如经营正常，远东传动可提高股比至 75%。但后来由于东风传动轴整体搬迁，这一事项便有所拖延，目前双方合资公司尚未成立。尽管如此，前面提到东风传动轴已连年亏损，现状难以持续，双方最终合资仍有望在不远的将来实现。

出口市场与售后市场大有可为

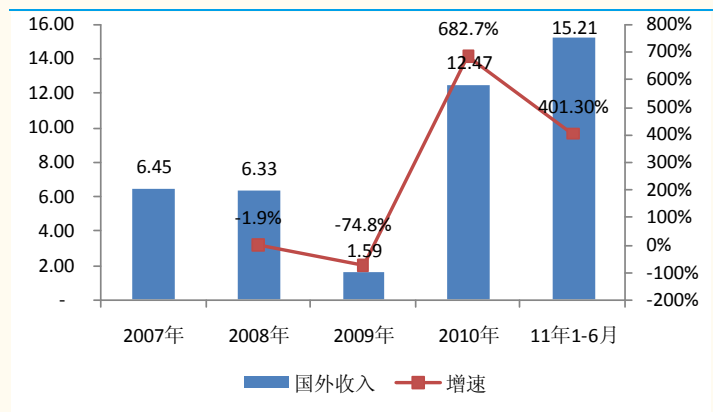
- **我国传动轴具备国际竞争力，海外需求旺盛：**汽车传动轴属于金属功能件，技术壁垒相对较低但批量小、品种多，无法实现大规模机械化生产，发达国家生产的劳动力成本极高，我国的这类汽车零部件已普遍具备较强的国际竞争力，海外订单正日益朝我国转移，我国企业大有可为。2005-2010 年，中国汽车传动轴出口额累计增幅高达 303%，年复合增速高达 41.7%。2010 年出口额达 1.32 亿美元，除 2008-2009 年的金融危机外，年增速均在 45% 以上。
- **公司出口已迎来高速发展，业绩贡献将不断提升：**因近年国内市场传动轴需求旺盛，公司又受产能所限，远东尚未大力开拓国际市场，出口额非常有限。但随着公司产能瓶颈的解决，公司已将大力开拓国际市场作为发展战略之一，公司已明确提出：“在巩固国内市场的基础上拓展海外市场，融入全球汽车零部件采购体系”。鉴于公司强大的行业地位和竞争优势，我们认为公司只要下大力气，海外销售即可快速增长。公司此前已同阿文美驰、印度塔塔等知名国际企业建立业务合作关系，目前正在开发的出口产品也多达数十个，我们预计公司出口业务已进入高速发展阶段，对公司整体业绩的拉动作用也将逐步增强。今年上半年，公司出口收入为 1,521 万元，同比增加 401%，收入占比从 2010 年的 1.2% 快速提升至 2.5%，我们预计公司全年出口额可超过 1000 万美元。

图表27：国内车用传动轴出口额及增速（万美元）



来源：中汽协、国金证券研究所

图表28：远东传动近年出口收入及增速（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **售后市场空间广阔，公司决意进入即有可观前景：**传动轴虽不属于易耗品，但由于国内普遍的超载现象以及恶劣的使用环境，一般重卡与工程机械等的非等速传动轴每 30 万公里左右就要更换。随着重卡、工程机械等的保有量快速上升，售后市场对非等速传动轴的需求也日渐增大。目前，售后市场主要为小型企业所占据，因其价格竞争激烈、盈利能力低于主机配套市场，公司受产能所限，现有产品几乎全部进入主机配套市场。作为行业龙头，公司在技术、规模、质量等方面均有明显优势，若决意进入售后市场，获取一定的市场将轻而易举。公司当前已有意逐步开拓售后市场，这一领域的市场前景同样非常可观。

横向扩展或成为公司未来亮点

- 根据公司发展战略，公司在巩固非等速传动轴领域龙头地位的同时也将寻求向等速传动轴领域发展。由于等速传动轴面向乘用车市场，市场容量远比商用车大且增长较为稳定，等速传动轴的研发生产也与非等速传动轴有诸多共通之处，我们认为等速驱动轴或有可能成为公司未来的新增长点。
- 等速与非等速传动轴之间最大的区别在于两端所用的万向节不同，前者一般采用球笼式万向节，后者则采用十字轴式，其余轴头、轴管、轴套等部件则大同小异，生产方法与工艺也差别不大。凭借公司几十年来在非等速传动轴领域深厚的技术和工艺经验积累，公司研发生产等速传动轴并无实质性障碍。据公司招股书披露，公司已经成立等速传动轴项目攻关小组，并已进行市场调研、设备考察和选型、关键技术研发等前期工作。另据了解，公司等速传动轴产品已有样品试制成功。

图表29：等速传动轴总成示例



来源：国金证券研究所

- **等速传动轴的市场容量远比非等速传动轴大。**据我们测算，2011-2013 年国内轿车非等速传动轴需求分别为 3,631、4,190、4,804 万支，增速分别为 16.2%、16.7%、16.0%；其中主机厂配套需求为 2,107、2,360、2,643 万只，增速分别为 10%、12%、12%。按照每支均价 300 元计算，2011 年国内等速传动轴市场容量即已超过 100 亿元，而当前国内非等速传动轴市场容量不足 50 亿元。
- 在等速传动轴领域，行业排名前三的企业为上海纳铁福、万向钱潮和温州冠盛，这三大企业 09 年产量总计为 1044 万件，合计市场份额约为 43%（若仅算主机配套市场则占 70%）。除此之外，其它企业产量均不足百万，甚至仅为几万件。由此也可看出，等速传动轴市场虽有巨头把持，但除了上述三家企业之外，其余企业规模很小、实力不强，而剩余的市场空间容量仍然较大，远东凭借自身强大的综合实力挤占其它弱小企业的份额是完全有可能的。

图表30：国内等速传动轴需求预测

	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E
轿车产量(万辆)	747	958	1,053	1,180	1,321
等速传动轴需求(支)	1,494	1,915	2,107	2,360	2,643
增速		28.2%	10.0%	12.0%	12.0%
民用轿车保有量(万辆)	3136	4029	5,082	6,262	7,583
等速传动轴需求(支)	941	1209	1525	1879	2275
增速		28.5%	26.1%	23.2%	21.1%
等速传动轴总需求(万支)	2,435	3,124	3,631	4,238	4,918
增速		28.3%	16.2%	16.7%	16.0%

来源：中汽协、国金证券研究所

注：每辆轿车需要 2 根等速传动轴，售后市场传动轴需求按当年汽车保有量的 15% 计算

图表31: 国内等速传动轴企业近年产量及配套情况(根)

等速传动轴企业	09年产量	08年产量	07年产量	06年产量	主要客户
上海纳铁福传动轴	6,590,800	4,800,000	5,308,237	3,809,409	上海大众、上海通用、东风本田等
杭州万向传动轴(含非等速)	2,220,000	2,300,000	2,300,000		各种汽车
南京驰力汽车传动(含非等速)	985,000	n/a	n/a	n/a	现代、奇瑞、长城等
温州市冠盛汽车零部件	1,630,000	1,530,000	1,380,000	1,302,000	各种汽车、出口
河北凌云工业集团		443,467	936,648	0	福田、雷诺
吉林江北机械	320,823	305,334	320,388	280,000	夏利、一汽、奇瑞等

来源: 汽车工业年鉴、国金证券研究所

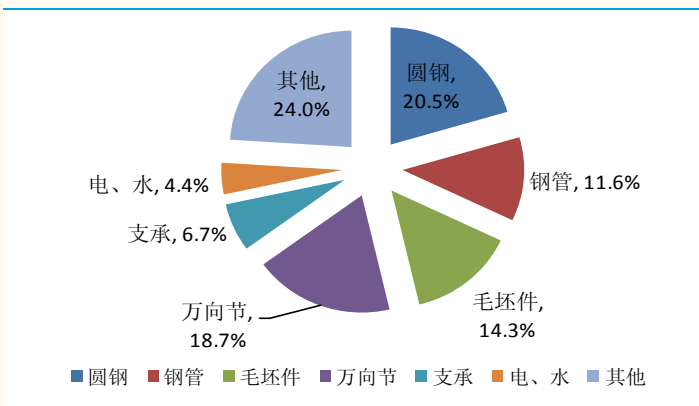
- 我们认为, 公司进军等速传动轴最大的困难并不在于研发和生产, 而在于轿车市场的开拓。等速传动轴主要面向轿车市场, 与公司当前产品对应的下游市场完全不同。尽管如此, 由于公司当前的主要客户北汽福田、江淮、通用五菱都已进军狭义乘用车市场, 凭借公司产品一贯的高品质以及成本领先优势, 公司在等速传动轴市场取得一席之地仍可期待。我们预计公司将至少建设 100 万只产能, 3-5 年有望实现达产, 届时新增收入即可达 3 亿元左右。
- 还需说明的是, 公司的横向扩张并不仅限于进入等速传动轴市场, 商用车半轴、差速器用输入轴、十字轴等产品也是公司可能进军的新产品领域。这些产品主要面向商用车市场, 产品用途与生产技术工艺与公司当前产品则更为类似, 公司进军这一领域并取得成功将更为顺理成章。

成本控制卓越, 盈利能力领先且仍稳步提高

盈利能力行业领先, 近年稳步提高

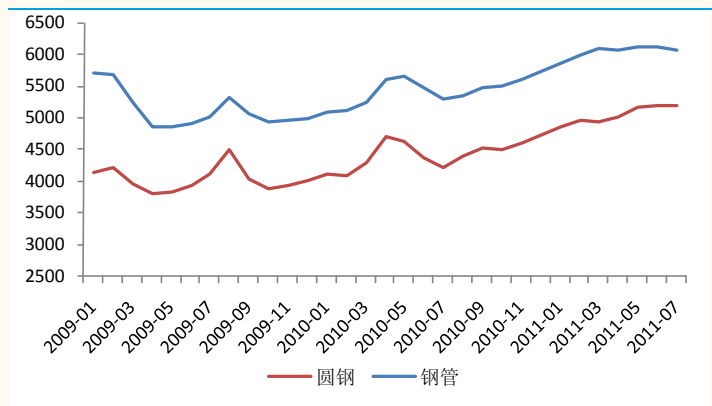
- 原材料成本占比较大, 但公司有很强的成本控制能力。公司的成本构成中, 钢材及零配件采购成本占比为 70% 左右。面对近几年来逐步加剧的原材料成本上升压力, 公司主要通过引进先进设备、改进生产工艺、推行精益生产、减少原材料消耗等多种手段控制生产成本。尤其重要的是, 公司具有强大的技术研发能力, 可通过轻量化设计不断减少原材料消耗从而有效对冲原材料成本上升, 如重卡系列传动轴中的 0125 型号已由原重 35kg 减为 32kg, 0082 型号由原重 60kg 减为 55kg, 395 型号由原重 70kg 减轻为 63kg。

图表32: 远东传动 2009 年主营业务成本构成



来源: 公司公告、国金证券研究所

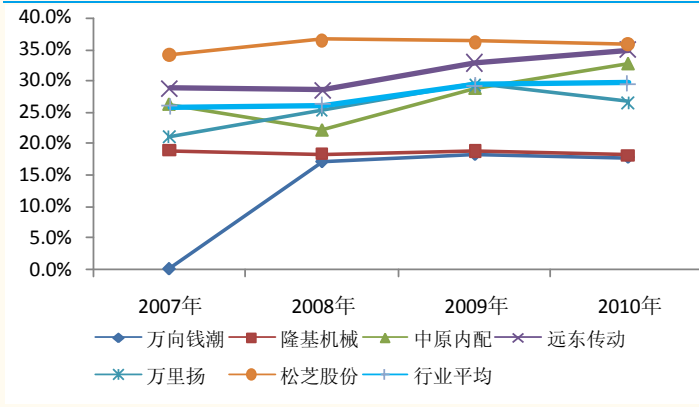
图表33: 2007 年以来钢材价格走势(元/吨)



来源: 聚源、国金证券研究所

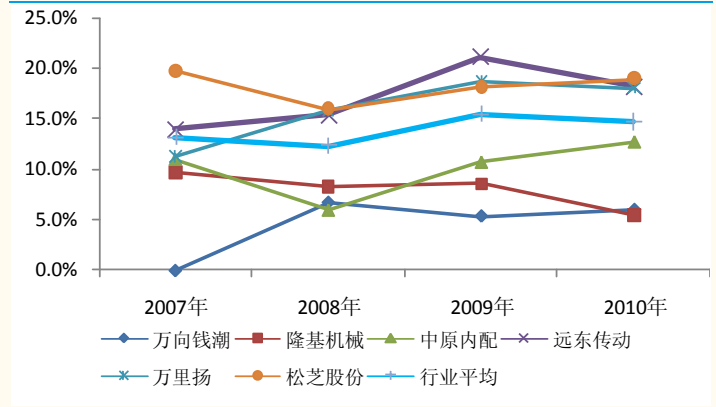
- **盈利能力行业领先，近年持续提高：** 远东传动的毛利率与净利率均处汽车零部件行业的领先水平。2010年，主要汽车零部件上市公司平均毛利率与净利率分别为 29.6%与 14.7%，而远东传动则达 34.9%与 18.2%，均仅次于松芝股份。在原材料成本不断上涨的近几年来，公司也实现了盈利能力的不断提升。2006-2010年，公司毛利率从 27.0%提高至 34.9%，今年上半年又进一步提高至 35.3%。公司净利率从 2006 年的 10.3%，提高至 11 年 1-6 月的 20.5%，提高整整一倍。

图表34：公司毛利率与其它汽车零部件公司比较

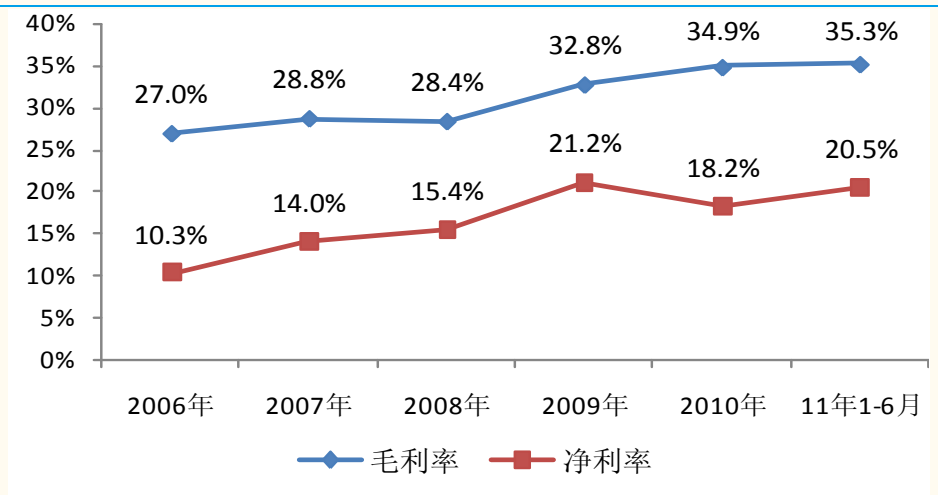


来源：WIND、国金证券研究所

图表35：公司净利率与其它汽车零部件公司比较



图表36：远东传动近年毛利率与净利率



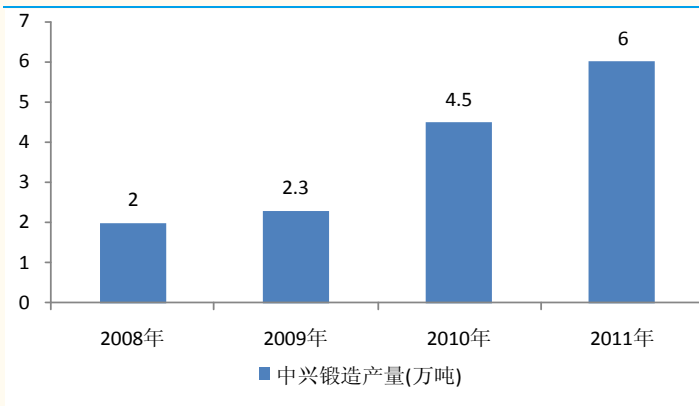
来源：公司公告、国金证券研究所

锻造技术工艺领先，自制率提高可进一步提高盈利能力

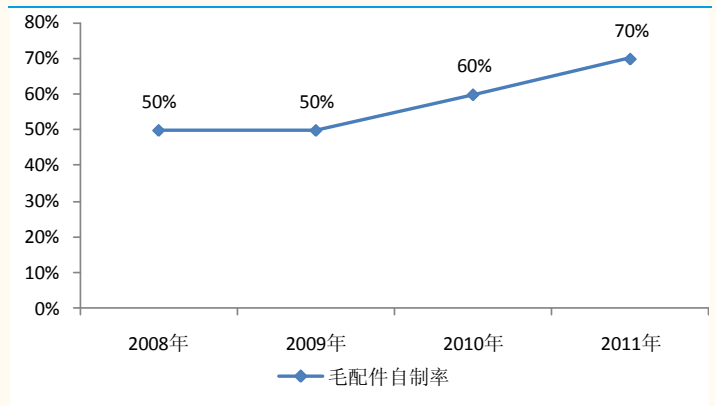
- 在传动轴生产中，锻造件至关重要，同时也是全流程中附加值最高的环节。锻造件的品质直接影响传动轴总成品质，同时锻造技术工艺所决定的材料使用率和后续加工量也是决定传动轴成本控制的关键因素。恰在这一领域，公司凭借近 60 年的长期积累拥有了领先的锻造技术和工艺优势，由此才使公司保持了极强的盈利能力。公司一般产品的材料使用率已可达 95%以上，远超同行普遍仅为 70-80%的水平。
- 我们测算，锻造件在传动轴成本构成中可占 40%-50%。由于产能原因，公司锻造件尚不难完全自给，但由于公司 IPO 上市后已投入大量资金扩建锻造产能，公司锻造件自制比率已有明显提高，未来也仍可继续提升，这也利于公司盈利能力继续提升。

- 为提高毛坯件自制率，公司计划用募投项目新增中兴锻造产能 2 万吨，此后又用超募资金扩产 3.5 万吨，共新增产能 5.5 万吨。截止目前，中兴锻造 2 万吨产能项目已全部投产，3.5 万吨产能项目也正在顺利进展中，2012 年起可逐步投产。
- 公司目前的锻造件自制率已达 70% 左右，仍有较大提升空间。公司自制锻造件比同类产品的外购件价格要低 10-20%，由此我们测算，若公司毛坯件自制率再提高 10%，公司综合毛利率可再提高 0.5 到 1 个百分点。

图表37：中兴锻造产能预测及增速（万吨）



图表38：公司近年毛坯件自制率及预测



来源：国金证券研究所

图表39：中兴锻造近年新增产能情况(万吨)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
年产3.5万吨项目				1.05	1.4	1.05
年产2万吨项目		1.4	0.6			
产能新增-万吨		1.4	0.6	1.05	1.4	1.05
中兴锻造产能(万吨)	1.3	2.7	3.3	4.35	5.75	6.8
产能增幅	0	108%	22%	32%	32%	18%

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 12.54 亿元、16.62 亿元、21.3 亿元，分别增长 23.52%、32.62%、28.13%；归属母公司净利润分别为 2.40、3.22、4.05 亿元，分别增长 29.77%、34.12%、25.52%，对应的 EPS 分别为 0.86、1.15、1.44 元。
- 关键假设如下：
 - 公司四处新建异地工厂如期投产，产能按预计进程投放，预计 2011-2013 年公司产能分别达 305、390、510 万套。
 - 国内、外市场需求平稳增长，异地工厂逐步投产带动公司收入快速增长，预测公司 2011-2013 年的收入增速分别为 23.52%、32.62%、28.13%。
 - 公司盈利能力非常突出，近年持续提升，但由于异地工厂的逐步建成，毛利率相对较低的配件业务占比将提高，由此公司综合毛利率将并非简单持续提高。预测公司未来三年综合毛利率分别为：35.20%、35.65%、35.30%。

- 特别需要说明的是，出于谨慎原则，我们当前的盈利预测并未考虑公司有望实现与重卡三巨头合资、成功进入新产品领域等因素。公司一旦在上述方面有重大突破，其业绩表现将远超当前预测。

估值与投资建议

- 当前，汽车零部件板块 2011 年动态 PE 平均为 15 倍，但中小公司普遍在 20 倍以上，与公司产品属性、下游客户结构类似，具备较强可比性的中原内配等公司平均估值则为 23 倍。
- 公司目前股价为 16.34 元，对应 2011 年的 PE 为 19 倍。公司盈利能力在 A 股汽车板块中首屈一指，成长能力也将随着产能的快速扩展而充分呈现。参考可比公司估值，我们认为公司应至少按 2011 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 19.8 元，我们调升其投资评级至“买入”。

图表40：可比公司估值比较

代码	上市公司	收盘价	EPS				PE			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002448	中原内配	32.78	1.32	1.59	2.03	2.51	24.83	20.62	16.15	13.06
600960	渤海活塞	12.39	0.75	0.70	0.88	1.03	16.52	17.70	14.08	12.03
002434	万里扬	27.25	1.01	0.95	1.29	1.76	26.98	28.68	21.12	15.48
002283	天润曲轴	14.12	0.92	0.56	0.75	0.97	15.35	25.21	18.83	14.56
平均值								23.05	17.54	13.78

来源：聚源、国金证券研究所

风险提示

商用车行业景气度超预期下滑的风险

- 2011 年 1-7 月，国内商用车销量已累计下滑 4.2%，其中重卡销量下滑约 9%；我们预测商用车全年仍有望实现正增长，其中重卡增速约在 -1.5% 到 3.5% 之间。但如果下半年商用车销量下滑幅度超越我们预期，则将对公司业绩产生较大影响。

原材料价格大幅上升的风险

- 公司初始原材料主要为钢材，虽然极强的成本控制能力能保障公司较好的毛利率，但如果钢材等原材料价格大幅上涨，公司盈利能力仍有可能出现下滑。

大量异地建厂可能导致的管理风险

- 公司目前仍处于产能快速扩张期，且将同时在多处异地建厂。尽管公司异地工厂主要为零配件装配厂，管理相对简单，但仍不能排除公司有可能遭遇异地工厂管理失控的风险。

横向扩张难以成功的风险

- 我们将横向扩张作为公司未来的成长方向之一，但毕竟进入新的产品领域将面临诸多的不确定因素，横向扩张有可能遭遇投入大却迟迟不见效益的风险。

图表41: 远东传动业务分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主机厂合计							
销售收入(百万元)	501.97	469.43	477.55	795.28	914.57	1,143.21	1,371.85
增长率(YOY)	N/A	-6.48%	1.73%	66.53%	15.00%	25.00%	20.00%
毛利率	28.16%	26.62%	31.06%	34.84%	35.20%	36.00%	36.00%
销售成本(百万元)	360.64	344.45	329.21	518.23	592.64	731.65	877.98
增长率(YOY)	N/A	-4.49%	-4.42%	57.42%	14.36%	23.46%	20.00%
毛利(百万元)	141.33	124.98	148.34	277.04	321.93	411.56	493.87
增长率(YOY)	N/A	-11.57%	18.69%	86.76%	16.20%	27.84%	20.00%
占总销售额比重	95.03%	77.46%	77.44%	78.37%	72.96%	68.77%	64.41%
占主营业务利润比重	93.05%	72.59%	73.31%	78.20%	72.95%	69.44%	65.68%
配件							
销售收入(百万元)	0.00	98.96	111.97	165.35	272.82	436.52	654.77
增长率(YOY)	N/A	N/A	13.15%	47.67%	65.00%	60.00%	50.00%
毛利率	0.00%	28.18%	30.53%	26.66%	28.00%	29.00%	29.00%
销售成本(百万元)	0.00	71.08	77.78	121.27	196.43	309.93	464.89
增长率(YOY)	N/A	N/A	9.44%	55.91%	61.98%	57.78%	50.00%
毛利(百万元)	0.00	27.89	34.19	44.07	76.39	126.59	189.88
增长率(YOY)	N/A	N/A	22.60%	28.91%	73.32%	65.71%	50.00%
占总销售额比重	N/A	16.33%	18.16%	16.29%	21.76%	26.26%	30.74%
占主营业务利润比重	N/A	16.20%	16.90%	12.44%	17.31%	21.36%	25.25%
其他业务							
销售收入(百万元)	26.28	37.64	27.13	54.19	66.11	82.64	103.30
增长率(YOY)	N/A	43.21%	-27.91%	99.74%	22.00%	25.00%	25.00%
毛利率	40.17%	51.33%	73.02%	61.14%	65.00%	66.00%	66.00%
销售成本(百万元)	15.72	18.32	7.32	21.06	23.14	28.10	35.12
增长率(YOY)	N/A	16.50%	-60.03%	187.65%	9.89%	21.43%	25.00%
毛利(百万元)	10.56	19.32	19.81	33.13	42.97	54.54	68.18
增长率(YOY)	N/A	N/A	2.55%	67.26%	29.70%	26.92%	25.00%
占总销售额比重	4.97%	6.21%	4.40%	5.34%	5.27%	4.97%	4.85%
占主营业务利润比重	6.95%	11.22%	9.79%	9.35%	9.74%	9.20%	9.07%
销售总收入(百万元)	528.25	606.03	616.65	1014.81	1253.50	1662.37	2129.93
销售总成本(百万元)	376.36	433.84	414.31	660.56	812.21	1069.68	1378.00
毛利(百万元)	151.89	172.18	202.34	354.25	441.29	592.69	751.93
平均毛利率	28.75%	28.41%	32.81%	34.91%	35.20%	35.65%	35.30%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	606	617	1,015	1,254	1,662	2,130	货币资金	81	107	924	986	1,100	1,341
增长率		1.8%	64.6%	23.5%	32.6%	28.1%	应收款项	156	205	356	397	520	662
主营业务成本	-434	-414	-661	-812	-1,070	-1,378	存货	67	68	98	100	129	166
%销售收入	71.6%	67.2%	65.1%	64.8%	64.3%	64.7%	其他流动资产	56	55	102	120	152	195
毛利	172	202	354	441	593	752	流动资产	360	434	1,480	1,603	1,901	2,365
%销售收入	28.4%	32.8%	34.9%	35.2%	35.7%	35.3%	%总资产	61.6%	60.8%	74.9%	69.3%	69.6%	73.7%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-5	-7	-9	长期投资	60	70	75	76	75	75
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	126	173	327	536	652	657
营业费用	-34	-39	-69	-76	-101	-130	%总资产	21.6%	24.2%	16.5%	23.2%	23.9%	20.5%
%销售收入	5.7%	6.3%	6.8%	6.1%	6.1%	6.1%	无形资产	34	33	89	96	103	109
管理费用	-22	-22	-76	-95	-128	-166	非流动资产	224	280	495	710	832	844
%销售收入	3.6%	3.6%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	%总资产	38.4%	39.2%	25.1%	30.7%	30.4%	26.3%
息税前利润 (EBIT)	113	138	206	264	356	447	资产总计	584	714	1,975	2,313	2,732	3,208
%销售收入	18.6%	22.4%	20.3%	21.1%	21.4%	21.0%	短期借款	97	120	0	0	0	0
财务费用	-5	-7	3	9	12	17	应付款项	153	121	131	169	222	286
%销售收入	0.9%	1.1%	-0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	0	10	10	20	26	34
资产减值损失	-1	0	-3	-2	-3	-5	流动负债	250	251	141	189	249	320
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	8	8	10	13	其他长期负债	4	7	6	0	0	0
%税前利润	4.1%	3.6%	3.8%	2.8%	2.6%	2.7%	负债	254	258	147	189	249	320
营业利润	112	136	214	279	375	472	普通股股东权益	330	456	1,827	2,124	2,484	2,888
营业利润率	18.4%	22.1%	21.1%	22.3%	22.6%	22.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	17	5	5	6	7	负债股东权益合计	584	714	1,975	2,313	2,732	3,208
税前利润	114	154	219	284	381	479	比率分析						
利润率	18.9%	24.9%	21.6%	22.7%	22.9%	22.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-21	-23	-34	-44	-59	-74	每股指标						
所得税率	18.1%	15.0%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.669	0.933	0.991	0.857	1.149	1.443
净利润	94	131	185	240	322	405	每股净资产	2.358	3.259	9.772	7.572	8.855	10.297
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.412	0.582	0.126	0.888	0.818	1.037
归属于母公司的净利润	94	131	185	240	322	405	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净利率	15.4%	21.2%	18.3%	19.2%	19.4%	19.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.36%	28.63%	10.14%	11.32%	12.98%	14.01%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	16.03%	18.29%	9.38%	10.39%	11.80%	12.61%
净利润	94	131	185	240	322	405	投入资本收益率	21.67%	20.36%	9.52%	10.51%	12.12%	13.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	16	25	31	50	63	主营业务收入增长率	14.72%	1.75%	64.57%	23.52%	32.62%	28.13%
非经营收益	3	0	-6	-9	-16	-20	EBIT增长率	10.78%	22.25%	48.78%	28.57%	34.81%	25.43%
营运资金变动	-52	-65	-181	-14	-127	-156	净利润增长率	26.98%	39.54%	41.80%	29.77%	34.12%	25.52%
经营活动现金净流	58	82	24	249	229	291	总资产增长率	19.39%	22.33%	176.51%	17.09%	18.15%	17.43%
资本开支	-58	-66	-272	-243	-163	-63	资产管理能力						
投资	-26	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	60.5	70.7	60.8	59.0	58.0	58.0
其他	0	4	0	8	10	13	存货周转天数	49.2	59.6	46.0	45.0	44.0	44.0
投资活动现金净流	-83	-62	-272	-236	-153	-50	应付账款周转天数	102.1	88.0	55.7	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	1,223	56	37	0	固定资产周转天数	67.0	98.2	95.8	128.1	119.8	92.8
债权募资	56	26	-120	-6	0	0	偿债能力						
其他	-4	-40	-18	0	0	0	净负债/股东权益	4.95%	2.93%	-50.55%	-46.45%	-44.30%	-46.43%
筹资活动现金净流	52	-14	1,085	50	37	0	EBIT利息保障倍数	21.7	20.2	-73.8	-29.0	-28.7	-26.6
现金净流量	27	6	837	63	114	241	资产负债率	43.43%	36.10%	7.47%	8.15%	9.10%	9.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	5	5	6	7
买入	0	1	2	2	3
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.44	1.44	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-29	持有	19.62	N/A

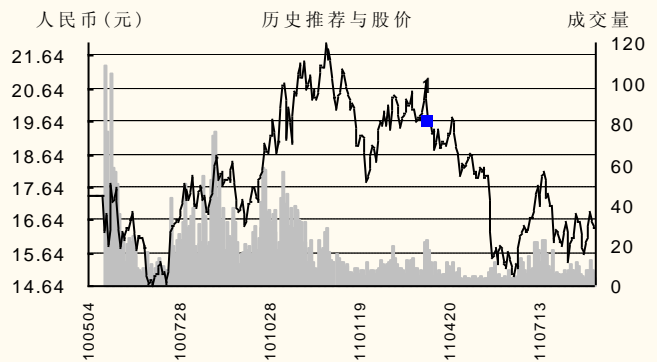
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B