

长城汽车 (601633)

品质长城，自主典范

建议询价区间

13.8 ~ 16.1 RMB

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	创新长城/62.27%
实际控制人/持股	魏建军/62.27%
总股本(百万股)	3042
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	0.00
每股净资产(元)	3.98
资产负债率(%)	56.8

行情走势图

相关研究报告

证券分析师

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060511010004
021-33830530
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

长城汽车是我国大型民营汽车制造企业，2003 年在香港上市。公司车型涵盖三大类：哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡。目前具备 40 万辆产能，同时形成了发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。

■ 三大品类齐头并进

皮卡是长城汽车介入最早的产品，目前国内市占率近 30%，龙头地位稳固；SUV 是公司主要利润来源，2002 年借助在皮卡领域经验成功进入 SUV 市场以来连续 8 年保持全国 SUV 销量前三、自主品牌 SUV 销量第一。公司在轿车领域后来居上，先后推出长城精灵、炫丽、酷熊、凌傲，2010 年 5 月推出首款 A 级三厢轿车腾翼 C30 获得成功，月销过万。

■ 独特优势奠定稳中有升的高毛利率

产品切入时机恰当、定位把握精准、聚焦细分市场；适度的产业链垂直整合，核心部件自制，同时坚持部件高标准外购，提升整车性价比，引入竞争机制；“多品种、少平台”的产品发展模式，灵活对应需求变化大幅降低单车成本；国内高效、海外完备的营销网络，出口业务开拓早，海外营销网络稳固。最近三年公司汽车出口销量和出口金额稳居中国汽车企业前二位。

■ 拟募投项目增强天津基地部件配套能力

公司拟发行不超过 3 亿股 A 股，投入发动机、变速箱、车桥等 7 个汽车核心部件扩产项目。项目达产后将每年为公司新增收入 85 亿（约为 2010 年公司收入的 37%），新增净利润 9.8 亿元（约为 2010 年公司净利润的 36.4%）。项目将满足天津基地 40 万辆整车对核心零部件的配套需求，更通过零部件自身的技术升级提升整车的市场竞争力，为公司产品线向中高端领域拓展提供支撑。

■ 盈利预测与估值

预计公司 2011 年、2012 年公司每股收益为 1.15 元、1.56 元。鉴于公司优于同行的盈利能力和稳健的成长性，同时考虑到目前汽车股普遍估值较低的现实情况，我们给予公司 12—14 倍的动态 PE，对应的价格区间为 13.8—16.1 元。

■ 风险提示：1) 公司所处细分轿车市场国内竞争较为激烈；2) 海外业务开拓的风险。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8425	12815	22986	28764	39069
YoY(%)	6.7	52.1	79.4	25.1	35.8
净利润(百万元)	514	1003	2701	3503	4761
YoY(%)	-45.6	95.2	169.2	29.7	35.9
毛利率(%)	20.7	20.2	24.7	26.1	26.2
净利率(%)	6.1	7.8	11.7	12.2	12.2
ROE(%)	7.9	13.2	27.0	18.4	20.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.33	0.89	1.15	1.56

正文目录

一、公司简介	3
二、主业分析	4
2.1 SUV：公司最主要的利润来源	5
2.2 轿车：后来居上、后劲十足	5
2.3 皮卡：积淀深厚、雄踞鳌头	6
2.4 出口开拓早，海外营销网络稳固	7
三、独特优势奠定稳中有升的高毛利率	7
3.1 产品切入时机恰当、定位把握精准、聚焦细分市场	8
3.2 适度的产业链垂直整合	8
3.3 “多品种、少平台”的产品发展模式	8
3.4 国内高效、海外完备的营销网络	8
四、募投项目及其前景	9
五、展望与战略	10
六、盈利预测与估值	10
七、风险提示	10

一、公司简介

长城汽车是我国大型民营汽车制造企业，2003 年在香港上市。公司车型涵盖三大类：哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡。截至 2010 年底共计具备 40 万辆产能，同时形成了发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。

皮卡是长城介入最早的产品，自 1998 年成为全国皮卡销量冠军后，公司连续 13 年在全国保持皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一，目前国内市占率近 30%。

SUV 是公司主要利润来源，2002 年借助在皮卡领域经验成功进入 SUV 以来连续 8 年保持全国 SUV 销量前三、自主品牌 SUV 销量第一。公司 SUV 产品定位于中档市场，性价比突出，既避开了与合资品牌的直接竞争，又在自主品牌中具有相对较高的质量水平，竞争优势明显。2010 年长城汽车 SUV 市场占有率第一（11.3%），重回龙头地位。

公司 2008 年进入轿车领域，先后推出长城精灵、炫丽两款车型，2009 年推出酷熊、凌傲，2010 年 5 月推出首款 A 级三厢轿车腾翼 C30 获得成功，月销过万。相比其他自主品牌车企，公司进入轿车领域虽然较晚，但增长迅速，后来居上。

2010 年公司汽车销量 36.3 万辆，居全国第 12 位，收入达 229.86 亿，净利润 27 亿，毛利率 24.7%，净利率 11.7%。

近期长城汽车港股公告：1H11 公司实现收入 136.7 亿元，同比增长 49.8%，实现毛利润为 31.7 亿，同比增长 62.8%，毛利率由 1H10 的 21.4%提升至 23.2%。1H11 长城汽车销量 21.8 万辆，同比增长 47%，各业务收入均有较高增长，其中 SUV 收入同比增 25.5%，轿车收入同比增 136%，皮卡收入同比增 26.3%。

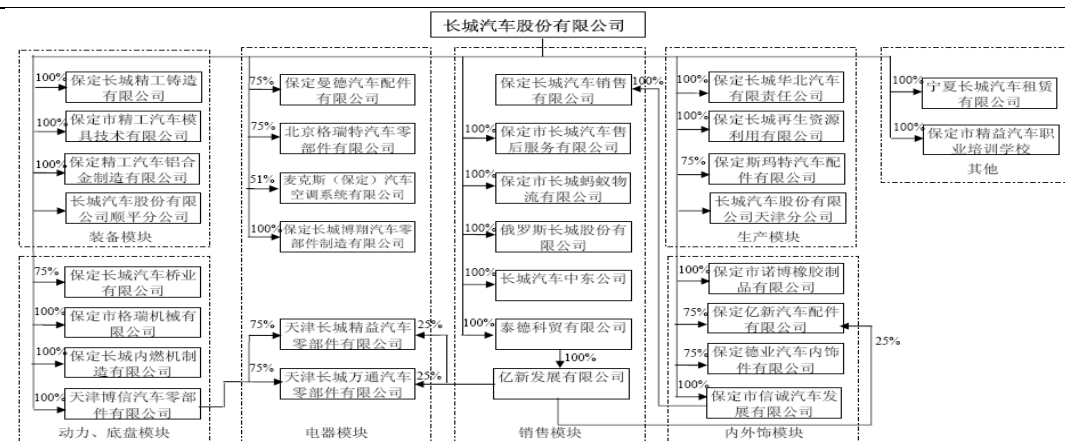
图表 1 长城汽车发行前后股权结构 单位：亿股

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
创新长城	170500	62.3%	170500	56.0%
外资股（H 股）	103318	37.7%	103318	34.0%
社会公众股（A 股）	0	0.0%	30424.3	10.0%
合计	273818	100.0%	304242.3	100.0%

资料来源：公司公告

董事长魏建军先生为公司实际控制人。假设本次发行股数为上限即 3.04 亿股，则本次发行后实际控制人控制的股权将由发行前的 62.27%稀释至 56.04%，仍处于绝对控制地位。

图表 2 长城汽车结构图



资料来源：公司公告

图表 3 长城汽车发展历程

1996	首辆长城皮卡下线，标志着长城开始定位于中国皮卡市场
1997	长城汽车开始进行悬架系统的生产
1998	长城皮卡成为国内皮卡市场销量冠军，此后一直排名国内皮卡市场销量第一
2001	长城汽车开始生产发动机，为皮卡及之后的 SUV 配套
2002	首款 SUV 投放，长城汽车开始进入 SUV 市场
2003	在香港上市，从当年开始 SUV 稳居国内前三
2006	长城汽车开发研发生产变速器
2008	陆续推出精灵、凌傲及炫丽轿车，正式进军轿车行业
2009	开始生产轿车发动机
2010	首款 A 级三厢轿车腾翼 C30 上市，标志着长城全面进入轿车领域

资料来源：公司公告

二、主业分析

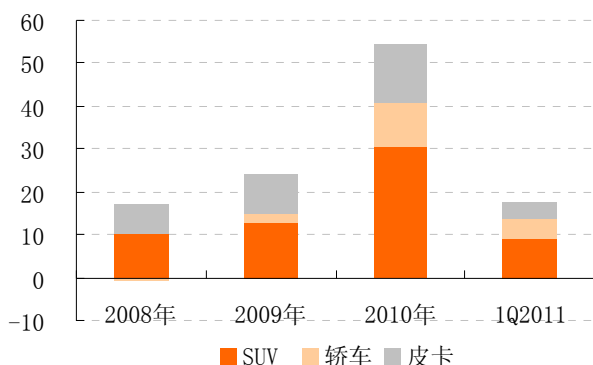
公司毛利润主要由 SUV、轿车、皮卡业务贡献，2010 年 SUV 实现毛利 30.5 亿，轿车实现毛利 10.5 亿，皮卡实现毛利 13.5 亿元。

据公司港股公告，2011 年上半年长城汽车收入结构为：SUV 收入占比 38%、轿车收入占比 31%，皮卡收入占比 23%。

历年来公司均保持 20%以上毛利率，随着首款三厢轿车腾翼 C30 上量，公司综合毛利率明显提高。

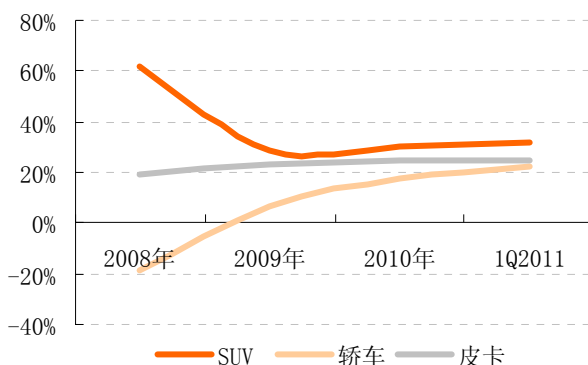
图表 4 长城汽车毛利结构

单位：亿元



资料来源：公司公告

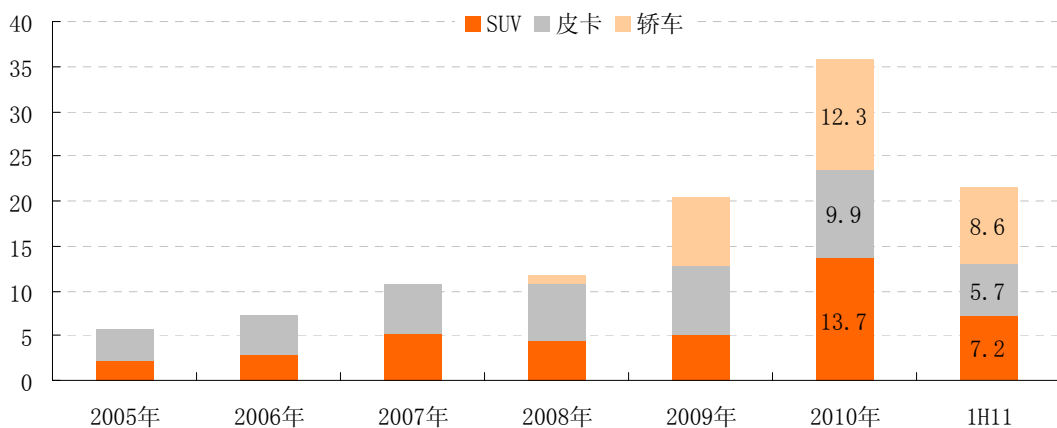
图表 5 长城汽车各车型毛利率



资料来源：公司公告

图表 6 长城汽车各车型销量

单位：万辆



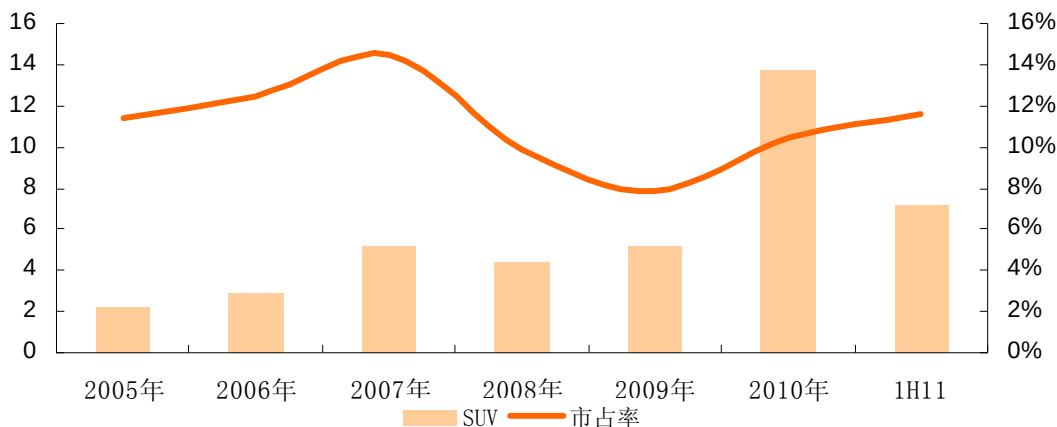
资料来源：公司公告

2.1 SUV：公司最主要的利润来源

长城汽车自 2002 年进入 SUV 市场，目前车型分为哈弗 M 及哈弗 H 系列，产品定位于价格在 6-15 万之间的细分市场，该市场主要企业有奇瑞、江淮、华泰汽车、众泰汽车、郑州日产等。长城 SUV 近年来一直保持 SUV 国内前三的市场地位。

图表 7 长城汽车 SUV 产品销量及市占率

单位：万辆



资料来源：公司公告

SUV 为长城汽车最主要利润来源，2010 年 SUV 产品贡献毛利润比例为 53.4%，SUV 产品毛利率为 30.4%。1H11 长城汽车 SUV 业务收入同比增长 25.5%为 51.87 亿元，收入占比为 38%。

图表 8 长城汽车 SUV 产品



资料来源：公司公告

2.2 轿车：后来居上、后劲十足

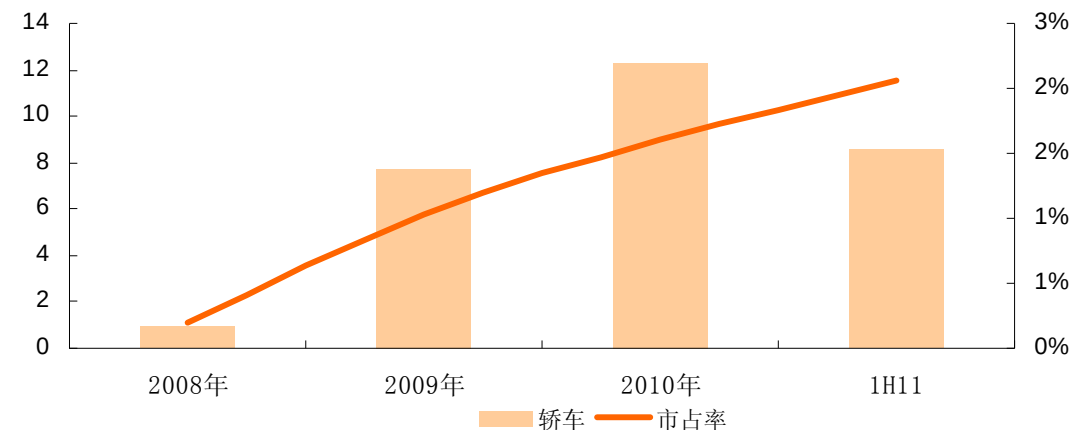
公司 2008 年进入轿车领域，可谓自主品牌轿车的后来者，先后推出精灵、凌傲、炫丽、腾翼等车型。

于 2010 年 5 月上市的腾翼 C30 上市半年即达到月销过万的成绩，是公司进入轿车市场以来最成功的一款车型，上市一年半已累计销售逾 16 万辆，腾翼 C30 的成功显著提升了公司的盈利能力，同时亦提高了长城汽车在轿车领域的品牌知名度。

公司轿车业务自 2009 年开始盈利，当年贡献毛利 2 亿，2010 年贡献毛利为 10.5 亿，毛利占比为 18.5%；据公司港股公告，1H1 长城汽车轿车收入同比增长 136%为 41.67 亿元，收入占比为 30.5%，同比提高 11 个百分点。

图表 9 长城汽车轿车销量及市占率

单位：万辆



资料来源：公司公告

图表 10 长城汽车轿车产品



资料来源：公司公告

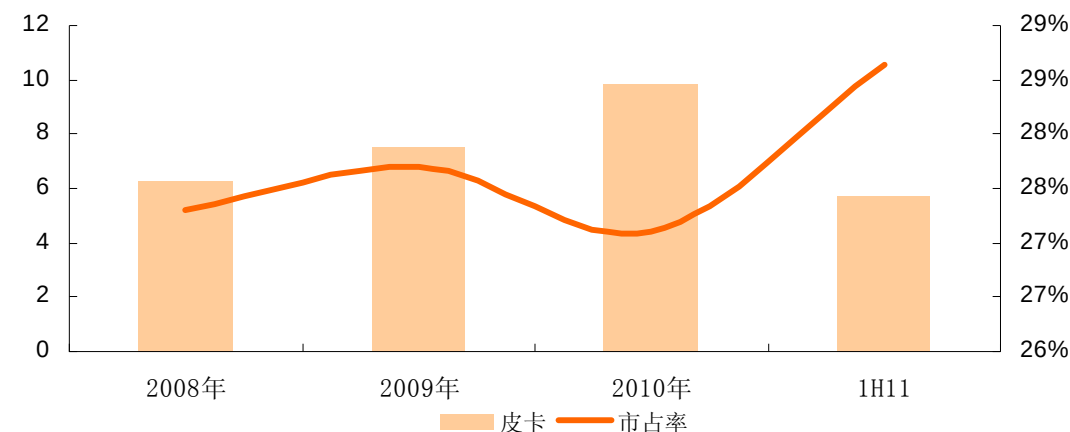
2.3 皮卡：积淀深厚、雄踞鳌头

皮卡业务是公司从事最早、最具竞争优势的业务。自 1998 年成为全国皮卡销量冠军后公司一直保持着国内皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一。在同外资品牌皮卡的竞争中体现了较强的竞争力，较大程度上压缩了外资品牌皮卡在我国的市场空间。近年来，公司皮卡市场占有率基本保持在 27% 以上，超过第二名近 13 个百分点，占据绝对优势。

除长城汽车外，我国皮卡生产企业主要有江铃汽车、河北中兴、郑州日产、北汽福田、丹东黄海、吉奥南燕和庆铃汽车等。据乘联会统计，皮卡前 8 家企业占据皮卡 95% 的市场份额，市场集中度很高。

图表 11 长城汽车皮卡销量及市占率

单位：万辆



资料来源：乘联会

近年来公司皮卡产品毛利率稳中有升，2010 年皮卡产品毛利率为 25%。随着长城汽车轿车业务的增长，皮卡毛利润占比由 2009 年的 36%下降至 2010 年的 24%，据公司港股公告，1H11 长城汽车皮卡收入增长 26%为 31.5 亿，收入占比为 23%。

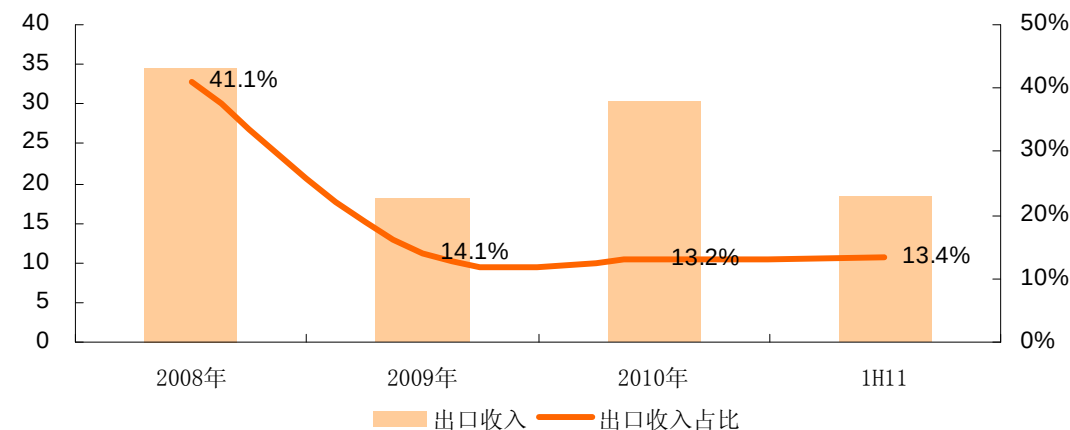
2.4 出口开拓早，海外营销网络稳固

公司海外市场开拓较早，1998 年首次出口中东伊拉克、叙利亚。长城汽车稳步推进海外销售网络的建设，公司产品已出口到 120 多个国家和地区，覆盖中东、非洲、拉美、亚太（含澳大利亚）、欧洲等地区，在全球 70 多个国家建立了营销网络，海外网络近 600 家。最近三年，公司汽车出口销量和出口金额稳居中国汽车企业前二位。

据公司港股公告，1H11 公司出口量及金额同比有较大幅度增长，出口整车 3.11 万辆，其中，SUV、轿车、皮卡出口额分别同比增长 79.4%、78%及 8.1%。

图表 12 长城汽车出口收入及出口收入占比

单位：亿元

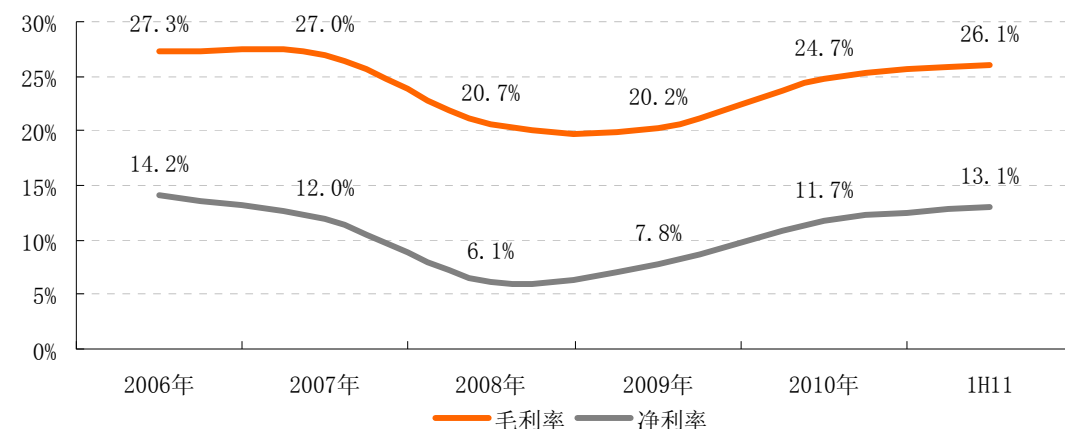


资料来源：公司公告

三、独特优势奠定稳中有升的高毛利率

历年来长城汽车毛利率高于其它自主品牌甚至高于大部分合资品牌利润率。稳定增长的盈利能力有赖于公司一直以来独特的经营优势。

图表 13 长城汽车盈利能力



资料来源：公司公告

3.1 产品切入时机恰当、定位把握精准、聚焦细分市场

1992 年后民营经济发展对客货两用皮卡需求增加，公司于 1996 年进入皮卡领域并于 98 年开始每年保持国内销量第一；2000 年后汽车个性化消费逐渐显现，2002 年公司进入 SUV 领域，自 2003 年起一直保持自主品牌 SUV 销量第一；依托在皮卡和 SUV 领域的积累，公司于 2008 年进入轿车领域，2010 年 5 月腾翼 C30 上市并大获成功，由此奠定了三大车型齐头并进的发展态势。

公司 87% 以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，更符合国内汽车市场的渠道发展方向，这将成为公司角逐三级及以下市场的一大竞争优势。

凭借优秀的产品品质和良好的品牌形象，公司在自主品牌汽车中定价处于较高水平，盈利能力突出；但与此同时，相比同档次合资品牌汽车，公司在产品品质不低于合资品牌的前提下，价格有较大优势，性价比优势明显。

3.2 适度的产业链垂直整合

目前公司产品零部件自制率为 50%—60%，自制的零部件主要为两类：1) 核心零部件，如发动机、变速箱、前后桥；2) 运输成本高的零部件：如车灯、空调、塑料件等，这种垂直整合的生产模式可有效控制汽车生产各环节的成本，且保证主要核心部件的匹配和供应，缩短生产周期。

另一方面，公司零配件亦有部分采购自外资或合资零部件企业，坚持高标准的外购，提升整车性价比，更为公司下属配件子公司引入竞争机制，促进自产零部件的技术进步。公司未来也将维持一定外购比例以保证在技术研发上的敏锐度，长城汽车在产业链的垂直整合度方面是适度的，我们估计公司未来零部件自配率不会超过 60%。

3.3 “多品种、少平台”的产品发展模式

公司的技术研发目标是“掌握发动机技术、变速器技术、模具技术等核心技术，通过新产品开发、老产品改造，形成 SUV、轿车、皮卡等三个产品平台”。从皮卡到 SUV 再到轿车，公司的研发团队高度协同，技术共用。目前公司三大品类多种车型生产柔性程度较高，我们预计公司将充分发挥这三个底盘系统的平台优势，开发多品种整车。坚持“少平台、多品种”战略可按照市场需求变化改变同一平台下产品的生产种类和数量，提高生产设备的利用效率，大幅降低单车生产成本。

3.4 国内高效、海外完备的营销网络

公司在国内建立健全了较为完善的营销网络，销售网点、4S 专卖店、单体店已经遍布全国各个省、市、自治区 287 个大小城市，服务网络遍及全国、服务半径控制在 50 公里以内。截至 2011 年 3 月

底，公司拥有经销商 496 家，运营及在建的 4S 店 468 家，单体店 256 家。经销商数量从 2007 年的 213 家增长到 2011 年 3 月的 496 家，在网络分布上，公司销售网络集中于中东部地区的三级及以下城市。

公司 1998 年即开始开拓海外市场，一直注重海外销售网络的建设。公司授权给海外经销商经销公司的产品，由海外经销商提供一站式服务，海外销售分为整车贸易和 KD 贸易两种操作方式，截至 2011 年 3 月，公司在海外市场建立了 585 家销售网点，产品累计销往全球 128 个国家和地区。截至 2011 年 3 月公司的海外销售网点已经达到 585 家，在保有量较大的区域服务半径控制在 300 公里以内，领先国内汽车企业。海外网络的前瞻性布局为公司取得了优异的海外销售成绩，自取得自营进出口权至今，公司汽车已销往全球 128 个国家和地区，覆盖中东、非洲、拉美、亚太（含澳大利亚）、欧洲等地区。

图表 14 长城汽车国内销售网络城市分布情况 单位：家

城市分级	经销商	4S 店	单体店	合计
一级城市	13	18	13	44
二级城市	36	43	19	98
三级城市	74	81	41	196
四级城市	114	121	51	286
五级城市	259	205	132	596
合计	496	468	256	1220

资料来源：公司公告

四、募投项目及其前景

本次长城汽车拟发行不超过 30424.3 万股 A 股，投入发动机、变速箱、车桥及制动器、内外饰及车灯等 7 个汽车核心部件扩产项目。项目达产后将每年为公司新增收入 85 亿（约为 2010 年公司收入的 37%），新增净利润 9.8 亿元（约为 2010 年公司净利润的 36.4%）。

公司现有年产 40 万整车的生产能力，亦拥有了与整车基本匹配的核心部件产能，而随着新车型的陆续推出及销售网络的逐步完善，公司汽车业务将在未来较长时期内保持快速增长，现有产能将在 2011 年达到满负荷运转。因此公司在天津新建整车生产基地以形成 40 万辆整车的新增产能。与此同时同步规划核心部件扩产项目以为新增整车配套。

本次募投项目不仅满足了天津基地 40 万辆整车对核心零部件的配套需求，更通过零部件自身的技术升级提高动力总成技术水平和性能，改善产品稳定性、舒适性、操作性和更新换代能力，提升了整车的市场竞争力，为公司产品线向中高端领域拓展提供支撑。

图表 15 募投项目简介 单位：亿元

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金额	达产后新增收入	达产后新增净利润
年产 10 万台 GW4D20 柴油机	4.1	4.1	20.9	1.4
年产 30 万台 EG 发动机	5.7	5.7	27.2	1.6
年产 20 万台 6MT 变速器	5.2	5.2	7.6	1.9
年产 40 万套铝合金铸件	4.2	4.2	4.4	1.2
年产 40 万套车桥及制动器	5.7	5.7	13.0	1.8
年产 40 万套内外饰	4.9	4.9	9.4	1.3
年产 40 万套灯具	1.9	1.9	2.9	0.6
合计	31.7	31.7	85.4	9.8

资料来源：公司公告

五、展望与战略

2011年下半年公司投放市场的新车共计6款：1、哈弗SUV3款，其中2款改款车型，1款为全新车型。主要产品有2012款哈弗H5欧风版、2012款哈弗H5至尊领航版、中高级城市型SUV哈弗H6。2、腾翼轿车3款，其中1款改款车型，2款全新车型。主要产品有2012款腾翼C30、腾翼C20R、腾翼C50。

哈弗H6：是长城汽车天津新厂生产的一款中高级城市型SUV，搭载1.5L增压汽油发动机，还可搭载2.0L、2.4L汽油发动机、绿静2.0T增压直喷柴油发动机，匹配5速、6速手动变速器，6速自动变速器，该车型已于2011年8月25日上市，定价区间为9.58—14.18万元。

腾翼C50：是长城汽车天津新厂生产的一款全新轿车，将搭载1.5L、1.5L增压两款汽油发动机，匹配5速手动变速器、4速自动变速器、CVT无级自动变速器，该车型将于2011年9月18日上市。

我们预计H6、C50有望在上市半年内月销过万。

未来三年，公司发展目标为：以品类聚品牌，发展哈弗SUV、风骏皮卡、腾翼轿车三大品类，加大技术研发，增强核心部件自配能力，推出全系SUV车型，打造A级轿车品牌，保持皮卡绝对领先地位。

实施天津生产基地40万辆整车项目、徐水整车生产基地项目，并拟利用本次发行募集资金实施发动机、变速器、车桥等核心零部件的扩产项目为新增整车配套。过去三年公司推出全新车型12款，其中6款轿车、5款SUV和1款皮卡。公司计划在2011-2012年推出车型12款，其中11款针对增长迅速的SUV和轿车市场。公司计划未来三年将整车产能提升至80万辆，产销量提升至70万辆，并继续保持较高的盈利能力。

未来持续开拓海外市场：天津生产基地具有最大规模的KD和整车输出能力，将成为长城出口的重要生产基地。目前公司KD和整车出口比例为3:7，拟在俄罗斯、巴西、保加利亚设立组装厂以保障出口快速上量，此外，长城汽车的3大品类4款车型获得欧盟整车型式认证，在欧盟获得无限制自由销售权。借助成熟的全球市场渠道和产品基础，海外市场将成为长城汽车未来发展的潜在增长点。我们预计到2013年底，公司出口将由2010年的5.5万辆增长到约13.8万辆。

六、盈利预测与估值

公司上半年保持了较高的销量增幅，随着城市型SUV车H6及腾翼C50的上市，下半年销量规模有望继续提升，我们预计2011年公司销量增幅在20%以上，全年综合毛利率在26%左右。后期随着全系列SUV车型的陆续推出及新款家用轿车的上市，公司平均车型档次还将提升，整体产销规模进一步扩大，综合毛利率有望进一步提高。

我们预计长城汽车2011年、2012年公司每股收益为1.15元、1.56元。鉴于公司优于同行的盈利能力和稳健的成长性，同时考虑到目前汽车股普遍估值较低的现实情况，我们给予公司12—14倍的动态PE，对应的价格区间为13.8—16.1元。

七、风险提示

1) 公司所处细分轿车市场国内竞争较为激烈；2) 海外业务开拓的风险。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	8177	14825	25005	33709					
现金	2592	3095	11219	14618					
应收账款	148	327	384	533					
其他应收款	24	1202	1021	1605					
预付账款	429	355	588	729					
存货	1590	2104	2826	3724					
其他流动资产	3394	7742	8967	12500					
非流动资产	6793	8874	9519	10259					
长期投资	237	147	177	100					
固定资产	4183	5360	6940	7898					
无形资产	994	1111	1203	1294					
其他非流动资产	1379	2256	1200	966					
资产总计	14970	23698	34524	43968					
流动负债	6477	11887	13818	18619					
短期借款	76	0	0	0					
应付账款	3095	4904	6164	8297					
其他流动负债	3306	6984	7654	10322					
非流动负债	654	1410	1158	1242					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	654	1410	1158	1242					
负债合计	7131	13298	14976	19861					
少数股东权益	245	385	493	641					
股本	1095	1095	3042	3042					
资本公积	2565	2565	6154	6154					
留存收益	3934	6359	9862	14273					
归属母公司股东权益	7593	10015	19055	23465					
负债和股东权益	14970	23698	34524	43968					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	1304	3191	4303	5495					
净利润	1053	2827	3611	4908					
折旧摊销	400	549	847	1126					
财务费用	-24	-8	-12	-4					
投资损失	-21	-56	-23	-29					
营运资金变动	90	-143	-121	-518					
其他经营现金流	-194	22	-1	12					
投资活动现金流	-677	-2307	-1715	-1754					
资本支出	1216	3218	1588	1740					
长期投资	1842	1792	29	-77					
其他投资现金流	2381	2703	-98	-90					
筹资活动现金流	34	-1212	5537	-343					
短期借款	76	-76	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	1947	0					
资本公积增加	20	0	3589	0					
其他筹资现金流	-61	-1137	1	-343					
现金净增加额	654	-346	8125	3399					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	12815	22986	28764	39069					
营业成本	10226	17298	21263	28833					
营业税金及附加	426	811	1007	1367					
营业费用	705	1070	1338	1809					
管理费用	627	874	1107	1508					
财务费用	-24	-8	-12	-4					
资产减值损失	17	27	6	6					
公允价值变动收益	0	-2	0	0					
投资净收益	21	56	23	29					
营业利润	859	2968	4078	5579					
营业外收入	63	82	44	52					
营业外支出	9	9	18	21					
利润总额	913	3041	4104	5610					
所得税	-140	214	492	701					
净利润	1053	2827	3611	4908					
少数股东损益	49	126	108	147					
归属母公司净利润	1003	2701	3503	4761					
EBITDA	1235	3509	4914	6701					
EPS (元)	0.92	2.47	1.15	1.56					

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	52.1%	79.4%	25.1%	35.8%
营业利润	61.5%	245.6%	37.4%	36.8%
归属于母公司净利润	95.2%	169.2%	29.7%	35.9%
获利能力				
毛利率(%)	20.2%	24.7%	26.1%	26.2%
净利率(%)	7.8%	11.7%	12.2%	12.2%
ROE(%)	13.2%	27.0%	18.4%	20.3%
ROIC(%)	12.6%	27.5%	18.8%	20.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.6%	56.1%	43.4%	45.2%
净负债比率(%)	1.38%	0.19%	0.17%	0.13%
流动比率	1.26	1.25	1.81	1.81
速动比率	1.02	1.07	1.60	1.61
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.19	0.99	1.00
应收账款周转率	62	93	78	82
应付账款周转率	4.54	4.33	3.84	3.99
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.89	1.15	1.56
每股经营现金流	0.43	1.05	1.41	1.81
每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.29	6.26	7.71
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

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）

分析师声明及风险提示：

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