

机械行业

新界泵业 (002532)

公司点评报告

评级: 买入

维持

目标价: 26.6 元

收盘价 18.7

目标价 26.6

基本数据

52 周最低/最高(元)	13.0-19.6
市盈率(x) ttm	27.53
市净率(x) 1f	3.06
EV/EBITDA(x) 1yr	22.31
总股本(亿)	1.60
流通 A 股(亿)	0.45
流通 B 股/H 股(亿)	0.00
总市值(亿元)	29.14
流通 A 股市值(亿元)	8.22
主要控股股东	许敏田
占总股本比重	22.0%

相对股价表现

	3 个月	6 个月	12 个月
新界泵业	4.8%	8.0%	18.6%
沪深 300	-9.9%	-10.1%	2.9%



相关研究

《新界泵业：多种因素驱动未来较快增长》：
2012-12-20

《新界泵业：Q4 利润同比增长 114.8%，负债表有亮点》：2013-2-25

《新界泵业：13 年高速增长，村镇污水处理前景广阔》：2013-4-18

蔡奕

S0120513030001

8621-68761616-8563

caiyi@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

低估值高成长，产品线进一步拓宽

投资要点：

- ❖ 2013年上半年，公司实现销售收入5.5亿元，同比增长14.2%，归属母公司净利润6288万元，同比增长43.1%。上半年，公司盈利能力持续提升，营业利润率2季度已经达到14.4%，而去年同期公司营业率仅10.8%。2季度，归属母公司的净利润率也已经上升到11.9%，而去年同期，归属母公司的净利润率仅为7.3%。
- ❖ Q2预收款继续保持较快增长。二季度末，公司预收款已经达到1.14亿元，同比增长99%。按照目前的趋势，公司预收款有望继续保持较快增长，具备较高的成长确定性。
- ❖ 从母公司的经营情况来看，Q2母公司销售收入增长放缓，但是净利润保持了较快增长，其中营业利润同比增长34.3%，净利润同比增长29%，二季度母公司的净利润率已经达到了14%。母公司的预收款同时也保持了较快的增长。
- ❖ 新界太阳能、暖通专用循环管道泵上市。CPH系列热水循环泵是新界泵业集团技术研发中心研发团队历时一年成功研发的专业用于太阳能增压、暖通循环领域的产品。该系列产品融入德国工业设计元素，以全新外观进入热水循环市场，实现对进口产品的全系列完全替代。不仅如此，该系列产品拥有丰富的产品线，产品规格相当齐全，能满足全扬程使用。CPH系列热水循环泵的应用领域包括：暖通、空调、工业循环系统、热泵热水、太阳能热水、锅炉热水的循环系统、家庭用水增压泵。进一步拓宽了公司产品的应用领域。
- ❖ 2013年，新界泵业向市场推出了五大新系列产品，包括CPH热水循环泵、QGYD不锈钢冲油式潜水螺杆泵、AWZB-H1智能型旋涡自吸泵、QY大功率充油式潜水电泵和ZY便携式自吸加油泵。新界泵业今年推出的5款新水泵产品系列，预计将大幅度扩充公司产品的应用领域和环境，进一步提升公司2013年和2014年的盈利水平。
- ❖ 我们维持对新界泵业2013年到2015年的EPS为0.76元，1.06元和1.45元，对应的PE为23.9倍，17.2倍和12.5倍，对应的2014年的PEG仅为0.45。维持“买入”评级。目标价26.6元。
- ❖ 我们同时选用可比公司历史PE 1-year forward估值溢价法，对新界泵业进行估值。我们选用的可比公司包括：利欧股份、南方泵业、吉峰农机以及新研股份。从历史的PE 1-year forward估值来看，新界泵业的估值低于可比公司40%以上。

主要财务指标

单价:百万元

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	567	765	942	1185	1586	2101
收入增幅(%)	27%	35%	23%	26%	34%	32%
净利润	59	60	86	122	170	232
净利增幅(%)	26%	2%	43%	41%	39%	37%
毛利率(%)	22%	21%	24%	27%	27%	27%
ROE(%)	12.9%	7.5%	10.0%	13%	16%	18%
期末EPS(元)	0.99	0.38	0.54	0.76	1.06	1.45

PE(x)	50.0	55.7	31.4	24.6	17.6	12.9
PB(x)	3.8	4.0	3.0	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA(x)	29.9	40.0	19.5	15.8	11.5	8.7

一、半年报情况

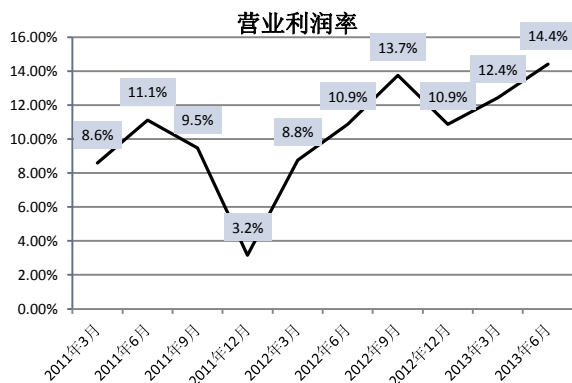
2013年上半年，公司实现销售收入5.5亿元，同比增长14.2%，归属母公司净利润6288万元，同比增长43.1%。上半年，公司盈利能力持续提升，营业利润率2季度已经达到14.4%，而去年同期公司营业率仅10.8%。2季度，归属母公司的净利润率也已经上升到11.9%，而去年同期，归属母公司的净利润率仅为7.3%。

表格 1：单季度利润表

一般企业—简表：利润表单季度（单位：万元）	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30
一、营业总收入	18,783.14	29,417.09	22,538.50	23,506.32	19,974.36	35,062.33
环比增速	-4.2%	56.6%	-23.4%	4.3%	-15.0%	75.5%
同比增速	34.4%	35.1%	6.9%	19.8%	6.3%	19.2%
营业收入	18,783.14	29,417.09	22,538.50	23,506.32	19,974.36	35,062.33
二、营业总成本	17,047.02	25,310.10	19,532.76	22,530.24	17,839.89	31,436.71
营业成本	14,405.30	22,145.07	16,986.53	17,870.04	14,603.78	26,576.08
毛利率	23.3%	24.7%	24.6%	24.0%	26.9%	24.2%
营业税金及附加	37.61	78.94	95.74	226.26	123.45	55.78
销售费用	1,060.05	1,332.20	1,154.60	1,953.15	926.89	1,716.97
销售费用%	5.6%	4.5%	5.1%	8.3%	4.6%	4.9%
管理费用	1,638.47	1,745.13	1,474.43	2,476.84	2,102.52	2,755.93
管理费用%	8.7%	5.9%	6.5%	10.5%	10.5%	7.9%
财务费用	-171.00	-157.83	-158.62	36.99	-61.10	36.11
财务费用%	-0.9%	-0.5%	-0.7%	0.2%	-0.3%	0.1%
资产减值损失	76.59	166.60	-19.91	-33.03	144.35	295.84
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	-294.62	-1,044.65	2.91	1,355.97	397.18	1,370.35
投资净收益	203.83	131.51	90.21	221.48	-49.52	56.89
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	1,501.62	3,298.78	3,070.44	2,479.96	2,533.71	5,146.45
EBIT yoy%	51.0%	41.1%	49.6%	128.8%	68.7%	56.0%
EBIT margin%	7.99%	11.21%	13.62%	10.55%	12.68%	14.68%
四、营业利润	1,645.33	3,193.85	3,098.85	2,553.54	2,482.13	5,052.86
营业利润率	8.76%	10.86%	13.75%	10.86%	12.43%	14.41%
营业利润同比增速	37.14%	31.96%	55.22%	312.41%	50.86%	58.21%
加：营业外收入	52.97	302.87	160.12	95.38	159.38	121.17
减：营业外支出	25.68	40.12	29.92	205.94	46.71	63.69
五、利润总额	1,672.62	3,456.60	3,229.05	2,442.98	2,594.81	5,110.33
减：所得税	218.54	477.02	500.81	831.00	417.85	812.92
所得税率	13.1%	13.8%	15.5%	34.0%	16.1%	15.9%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	1,454.08	2,979.58	2,728.25	1,611.98	2,176.96	4,297.41
同比增速	43.5%	39.0%	42.0%	66.5%	49.7%	44.2%
减：少数股东损益	19.63	19.55	64.55	38.60	44.94	141.12
少数股东权益占比	1.35%	0.66%	2.37%	2.39%	2.06%	3.28%
归属于母公司所有者的净利润	1,434.45	2,960.03	2,663.70	1,573.37	2,132.02	4,156.29
同比增速	40.8%	38.0%	39.8%	65.4%	48.6%	40.4%
净利润率	7.6%	10.1%	11.8%	6.7%	10.7%	11.9%

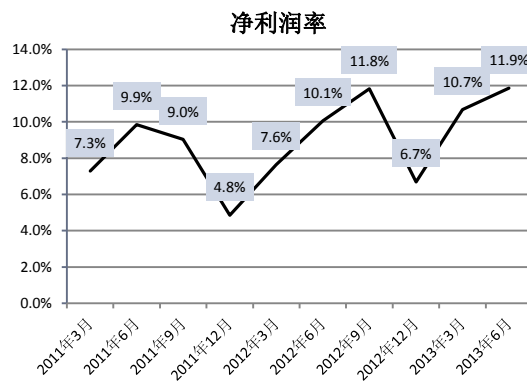
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 1： 营业利润率再创新高



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 2： 净利润率也持续增长



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

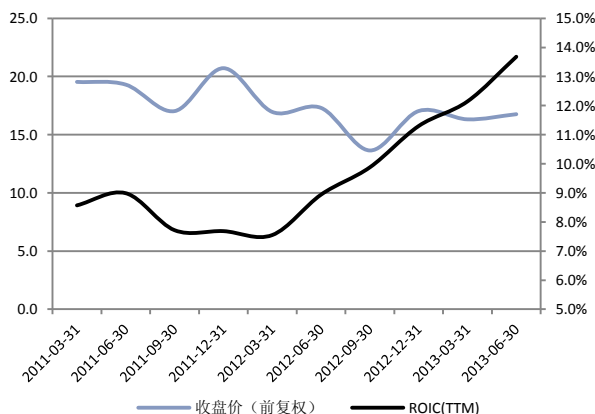
Q2 公司预收款继续保持较快增速。预收款已经达到 1.14 亿元，同比增长 99%。按照目前的趋势，公司预收款有望继续保持较快增长。

表格 2： 预收款继续保持较快增长

资产负债表（合并报表）	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30
短期借款	7,655	1,601	804	800	800	1,000
交易性金融负债	540	1,584	1,581	258	78	0
应付票据	0	0	0	500	500	500
应付账款	13,220	14,694	12,125	16,536	16,496	18,799
环比%	10.6%	11.1%	-17.5%	36.4%	-0.2%	14.0%
同比%	44.2%	42.6%	26.2%	38.3%	24.8%	27.9%
预收款项	4,315	5,737	6,989	8,227	6,400	11,415
同比%	12.4%	136.8%	132.9%	103.4%	48.3%	99.0%
环比%	6.7%	32.9%	21.8%	17.7%	-22.2%	78.4%
应付职工薪酬	1,232	1,240	1,300	1,668	1,145	1,270
同比%	79.5%	81.3%	46.3%	38.8%	-7.0%	2.4%

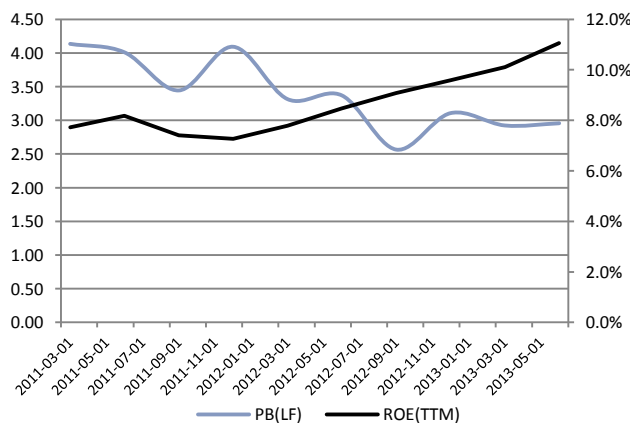
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 3： 2012 年以来，公司 ROIC 持续上升



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 4： ROE 上升趋势也较为明确



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

母公司继续稳健增长

Q2 母公司销售收入增长放缓，但是净利润保持了较快增长，其中营业利润同比增长 34.3%，净利润同比增长 29%，其中二季度母公司的净利润率已经达到了 14%。

表格 3：母公司单季度利润表

一般企业—简表：利润表单季度 (单位：万元)	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30
一、营业总收入	15,987.74	25,851.78	19,258.62	17,766.90	15,992.53	27,851.91
环比增速	-1.6%	61.7%	-25.5%	-7.7%	-10.0%	74.2%
同比增速	32.0%	38.1%	5.9%	9.3%	0.0%	7.7%
营业收入	15,987.74	25,851.78	19,258.62	17,766.90	15,992.53	27,851.91
二、营业总成本	14,251.39	21,911.70	16,536.28	16,656.44	13,719.02	23,844.01
营业成本	12,108.51	19,456.35	14,672.68	13,384.47	11,609.32	20,493.20
毛利率	24.3%	24.7%	23.8%	24.7%	27.4%	26.4%
营业税金及附加	20.97	60.33	85.74	60.39	89.14	50.89
销售费用	889.27	1,152.97	975.93	1,742.33	766.64	1,405.29
销售费用%	5.6%	4.5%	5.1%	9.8%	4.8%	5.0%
管理费用	1,346.68	1,345.25	1,104.94	1,617.22	1,401.98	1,933.72
管理费用%	8.4%	5.2%	5.7%	9.1%	8.8%	6.9%
财务费用	-166.36	-225.08	-235.25	-113.90	-208.15	-156.76
财务费用%	-1.0%	-0.9%	-1.2%	-0.6%	-1.3%	-0.6%
资产减值损失	52.32	121.88	-67.76	-34.07	60.08	117.67
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	-253.22	-725.97	-19.75	920.65	397.18	465.36
投资净收益	161.83	100.53	84.04	161.52	-66.13	-21.65
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	1,644.96	3,314.63	2,786.62	2,192.63	2,604.57	4,451.61
营业利润率	10.29%	12.82%	14.47%	12.34%	16.29%	15.98%
营业利润同比增速	50.57%	54.73%	24.09%	187.55%	58.34%	34.30%
加：营业外收入	41.65	217.46	162.66	73.70	116.52	127.97
减：营业外支出	22.35	32.30	23.40	199.08	29.92	41.60
五、利润总额	1,664.26	3,499.79	2,925.88	2,067.25	2,691.17	4,537.97
减：所得税	216.06	477.17	396.89	303.38	376.39	637.35
所得税率	13.0%	13.6%	13.6%	14.7%	14.0%	14.0%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	1,448.20	3,022.63	2,528.99	1,763.86	2,314.78	3,900.62
同比增速	52.4%	63.3%	22.7%	87.9%	59.8%	29.0%
净利润率	9.1%	11.7%	13.1%	9.9%	14.5%	14.0%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归属于母公司所有者的净利润	1,448.20	3,022.63	2,528.99	1,763.86	2,314.78	3,900.62
同比增速	52.4%	63.3%	22.7%	87.9%	59.8%	29.0%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

表格 4：母公司资产负债表较为健康

资产负债表 (万元)	2012-3-31	2012-6-30	2012-9-30	2012-12-31	2013-3-31	2013-6-30
短期借款	6,655	0	0	0	0	0
交易性金融负债	355	1,081	1,100	180	0	0
应付票据	0	0	0	0	0	0
应付账款	9,505	10,036	8,831	11,613	10,245	12,998
环比%	16.1%	5.6%	-12.0%	31.5%	-11.8%	26.9%
同比%	31.0%	27.6%	24.8%	41.9%	7.8%	29.5%

预收款项	3,272	5,119	5,941	7,533	5,332	9,792
同比%	2.4%	167.5%	141.3%	118.0%	63.0%	91.3%
环比%	-5.3%	56.5%	16.1%	26.8%	-29.2%	83.6%
应付职工薪酬	1,033	912	990	1,249	825	921
同比%	96.2%	80.0%	42.2%	27.8%	-20.2%	0.9%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

二、新界太阳能、暖通专用循环管道泵上市

CPH 系列热水循环泵是新界泵业集团技术研发中心科研团队历时一年成功研发的专业用于太阳能增压、暖通循环领域的产品。该系列产品融入德国工业设计元素，以全新外观进入热水循环市场，实现对进口产品的全系列完全替代。不仅如此，该系列产品拥有丰富的产品线，产品规格相当齐全，能满足全扬程使用。

产品特点：

1. 管道式连接，方便安装维护。
2. 功率<125W 采用屏蔽电机结构，低噪音、无泄漏。
功率>250W 采用 Y2 电机，增大电机功率设计，温升高。
3. 采用耐高温轴承，热水型机械密封，适应热水介质要求。
4. 优化型谱和水力设计，提高增机运行效率。
5. 单相电机内置进口热保护器。

目标客户：太阳能安装公司、锅炉供热、空调循环、设备循环给水配置

应用领域：CPH 系列热水循环泵是针对热水循环系统设计、适用于暖通、空调、工业循环系统、热泵热水、太阳能热水、锅炉热水的循环系统、家庭用水增压泵。

图 5：公司太阳能、暖通专用循环管道泵上市



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

三、新系列产品推向市场，进一步拉开与竞争对手差距

2013年，新界泵业向市场推出了五大新系列产品，包括CPH热水循环泵、QGYD不锈钢冲油式潜水螺杆泵、AWZB-H1智能型旋涡自吸泵、QY大功率充油式潜水电泵和ZY便携式自吸加油泵。

其中CPH系列为公司屏蔽式静音循环泵的新系列型号，AWZB-H1为公司智能型自吸泵的升级款，进一步扩充了公司的水泵应用范围和智能型水泵的品种。5大新产品系列推出后，产品系列总数得到了较大的扩充，全面覆盖农业用水泵、工业用水泵、生活用水泵、污水泵和通暖用泵等多个下游应用领域。

新界泵业今年推出的5款新水泵产品系列，预计将大幅度扩充公司产品的应用领域和环境，进一步提升公司2013年和2014年的盈利水平。

表格 5：公司部分产品可应用领域

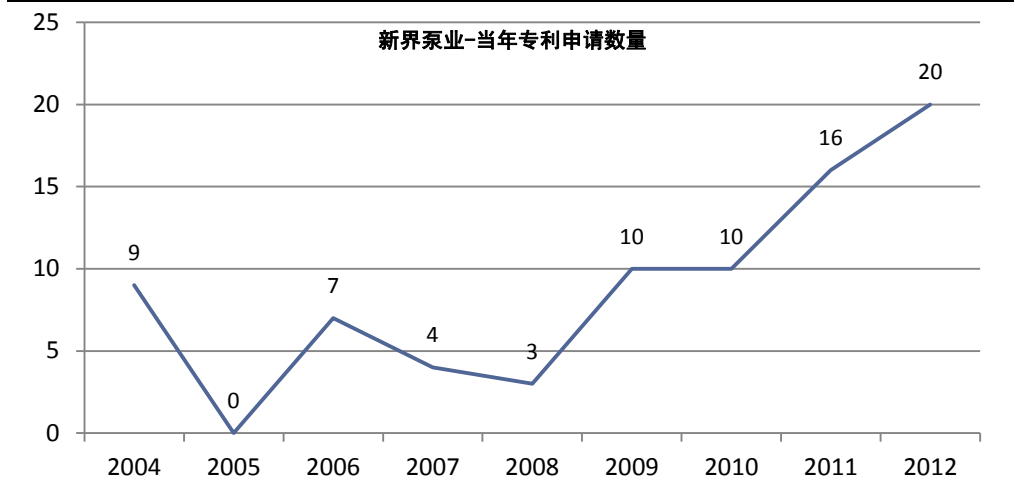
行标签	工业用	农业用	生活用水	通暖用	污水处理	增压用途
AWZB型全自动冷热水旋涡式自吸电泵	Yes			Yes		Yes
BL(T)轻型不锈钢立式多级离心泵	Yes		Yes	Yes		Yes
BW/BWJ(T)轻型不锈钢卧式多级离心泵	Yes		Yes	Yes		Yes
DK型离心式微型清水电泵		Yes	Yes			
GDL型立式多级管道泵	Yes		Yes	Yes		Yes
JBWQ型搅拌式排污潜水电泵	Yes				Yes	
JET(S)-GB不锈钢喷射式电泵			Yes			Yes
LG型多级离心泵	Yes		Yes			
QD、Q型干式潜水电泵		Yes				
QDX(T)、QX(T)型铁壳潜水电泵		Yes			Yes	
QDX、QX型铝壳潜水电泵		Yes				
QGD、QG型潜水螺杆电泵		Yes	Yes			
QJ(D)Y型井用小型多级潜水电泵		Yes	Yes			Yes
QJD型井用小型多级潜水电泵		Yes	Yes			Yes
QJ型深井潜水泵			Yes			
QS型充水式潜水电泵		Yes	Yes			
QSG、HSG、WSG系列消防给水设备	Yes					
QY型充油式潜水电泵		Yes				
SGDL(R)型立式多级离心泵	Yes		Yes	Yes		Yes
SGHB系列变频调速恒(变)压给水设备			Yes	Yes		Yes
SGK电气控制柜	Yes		Yes		Yes	Yes
SGK电气控制柜-排污泵专用					Yes	
SGL(R)单级单吸立式离心泵	Yes		Yes	Yes		Yes
SGR型管道式离心泵系列			Yes	Yes		Yes
SP系列小型一体化机组	Yes		Yes	Yes		Yes
SZB型手压自吸泵		Yes	Yes			
WQ(D)-B型第二代污水污物潜水电泵	Yes	Yes			Yes	
WQ(D)型污水污物潜水电泵	Yes	Yes			Yes	
WQ-QG切割型污水污物潜水电泵	Yes				Yes	
WQ型全扬程多级污水污物潜水电泵	Yes				Yes	
WQ型污水污物潜水电泵(11Kw以上)	Yes				Yes	
WWG型无负压自动供水设备			Yes	Yes		Yes
WZB(S)型微型清水旋涡式自吸电泵			Yes			Yes
WZB-T型铁壳旋涡式自吸泵			Yes			Yes
XBD型消防离心泵	Yes					
ZDK、DK型离心式微型清水电泵	Yes		Yes			
国标法兰WQ全精铸不锈钢污水泵	Yes				Yes	
屏蔽式静音循环泵	Yes		Yes	Yes		Yes

旗舰型 QDX、QX 小型潜水电泵	Yes		
犀牛 JET 型喷射式电泵	Yes	Yes	Yes

资料来源：公司网站，德邦证券研究所整理

图 6：公司研发投入的提升，专利申请数量逐年上升，正在加速公司产品的更新换代，同时增加了产品的应用领域的覆盖

公司专利申请数量



资料来源：中外专利数据库，德邦证券研究所整理

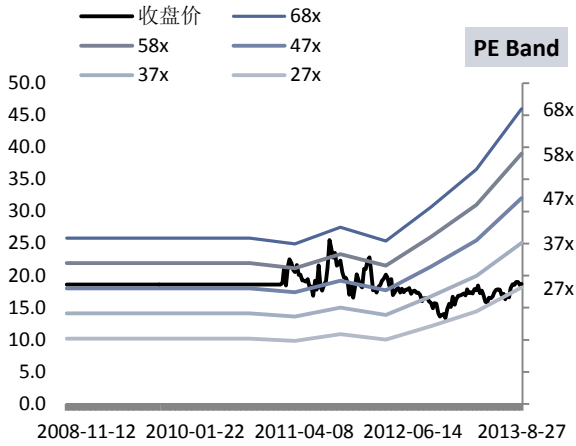
四、盈利预测

我们预测新界泵业 2013 年到 2015 年的 EPS 为 0.76 元，1.06 元和 1.45 元，对应的 PE 为 23.9 倍，17.2 倍和 12.5 倍，对应的 2014 年的 PEG 仅为 0.45。维持“买入”评级。目标价 26.6 元。

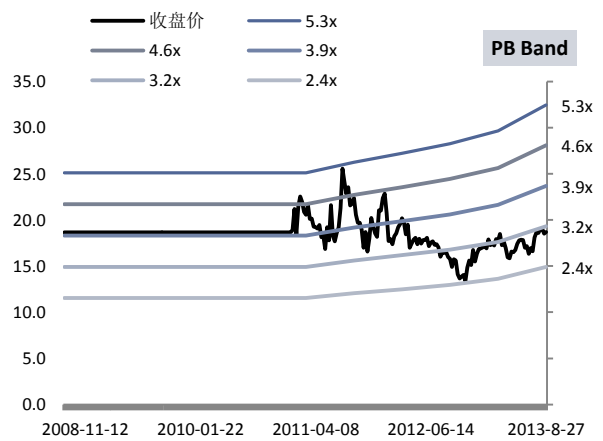
分析日期 2013-8-27	代码	市值 (亿元)	PE 市盈率估值			EPS 增速			
			PE (ttm)	2013	2014	2015	2013	2014	2015
新界泵业	002532	29.9	27.68	23.94	17.18	12.58	41.0%	39.4%	36.6%
利欧股份	002131	33.0	77.55	35.09	26.61	21.01	90.1%	31.9%	26.7%
吉峰农机	300022	22.9	-195.24	85.43	52.10	-	106.0%	64.1%	0.0%
新研股份	300159	33.6	40.55	29.59	22.54	17.70	40.8%	31.3%	27.4%
南方泵业	300145	45.0	32.04	27.63	21.44	16.63	29.2%	28.8%	28.9%
平均		33.62	50.05	44.43	30.67	18.45	33.3%	19.5%	10.4%

图 7：PE Band，公司 PE (ttm) 估值目前处于历史底部，与公司 2013 年 40% 的利润增速较为不符

图 8：PB Band



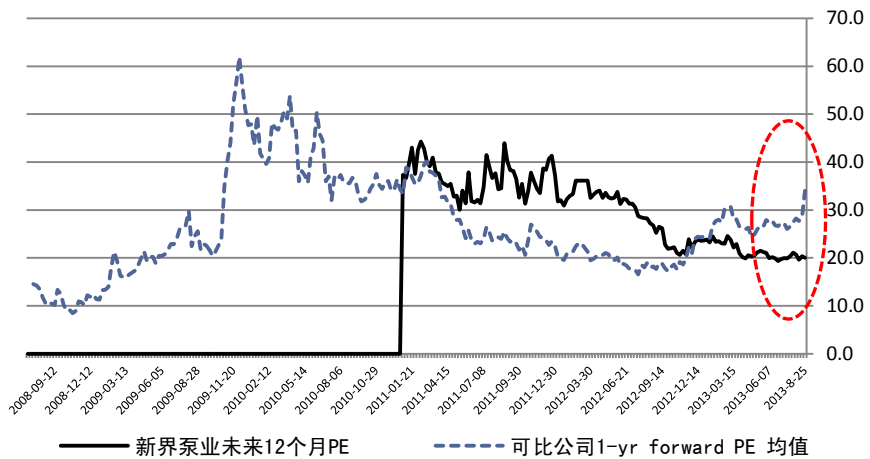
资料来源：德邦证券研究所



资料来源：德邦证券研究所

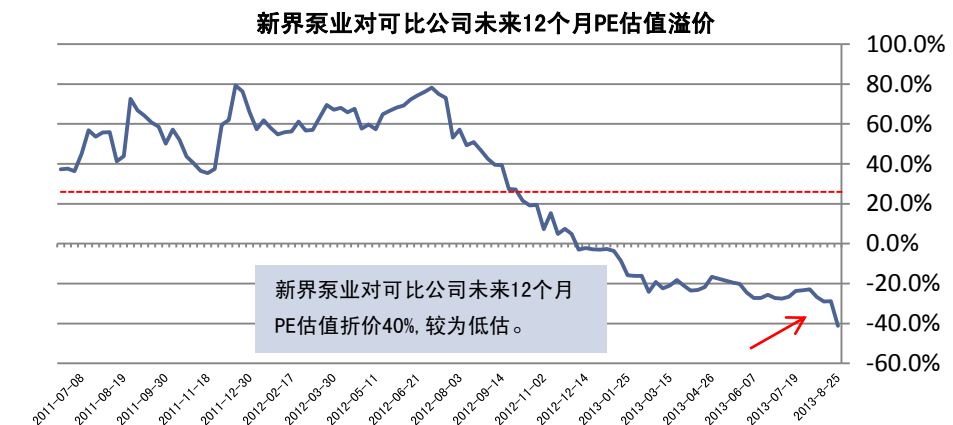
我们同时选用可比公司历史 PE-1 year forward 估值溢价法，对新界泵业进行估值。我们选用的可比公司包括：利欧股份、南方泵业、吉峰农机以及新研股份。从历史的 PE 1-year forward 估值来看，新界泵业的估值低于可比公司约 40%。

图 9：1-year forward PE 估值，新界泵业估值已经远低于可比公司估值



资料来源：德邦证券研究所

图 10：新界泵业对可比公司未来 12 个月 PE 估值折价约 40%，历史平均估值溢价为 25%



资料来源：德邦证券研究所

表格 6: 盈利预测表

损益表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	765	942	1185	1586	2101	现金以及等价物	458	320	257	293	385
营业成本	607	714	863	1154	1525	应收账款及票据	70	142	206	261	332
毛利润	157	228	322	433	576	存货	193	202	239	319	422
毛利润率	20.6%	24.2%	27.2%	27.3%	27.4%	其他流动资产	0	18	24	40	52
营业税金及附加	2	4	4	5	7	流动资产合计	729	684	726	914	1191
销售费用	40	55	77	103	130	长期投资	0	20	70	91	118
管理费用	58	73	92	124	160	固定资产	121	413	466	584	635
财务费用	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	其他非流动资产	189	155	164	168	169
资产减值损失	1	2	2	3	3	资产总计	1039	1272	1426	1689	2042
公允价值变动净收益	(5)	0	8	0	0	流动负债合计	190	303	351	463	615
投资净收益	6	6	7	7	8	非流动负债合计	5	11	12	16	17
EBIT	62	101	149	211	287	负债合计	194	313	363	479	632
EBITDA	73	123	173	238	316	少数股东权益	17.2	58.3	64.6	73.5	85.7
营业利润	62	105	150	210	288	归属母公司权益	828	901	1006	1153	1354
营业利润率	8.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	权益合计	845	959	1071	1228	1441
营业内外收支	7.2	3.1	3.1	3.1	3.1	负债及股东权益合计	1039	1272	1435	1707	2073
利润总额	70	108	153	213	291	总股本 (百万)	160	160	160	160	160
减: 所得税	9	20	29	40	55	每股净资产 BPS(元)	5.17	5.63	6.29	7.21	8.46
净利润	60	88	124	173	236						
减: 少数股东损益	0	1	2	3	4	其它	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
归属于母公司的净利润	60	86	122	170	232	净资产回报率 (%)	7.5%	10.0%	12.8%	15.7%	18.5%
每股收益 EPS-期末 (元)	0.38	0.54	0.76	1.06	1.45	总资产回报率 (%)	5.9%	7.6%	9.0%	10.9%	12.4%
						资产负债率 (%)	18.7%	24.6%	25.3%	28.1%	30.5%
损益表增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROIC (%)	7.1%	9.8%	12.0%	14.8%	17.0%
销售收入增速	34.7%	23.3%	25.7%	33.9%	32.4%	WACC(%)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
EBIT 增速	-15.2%	79.0%	46.5%	42.0%	35.8%	存货周转天数	97	101	93	88	89
EBITDA 增速	-7.8%	69.4%	40.9%	37.4%	32.8%	应收票据及账款周转天	29	41	54	54	52
营业利润增速	3.7%	68.3%	42.6%	40.2%	37.1%	EBIT 利息保障倍数 (X)	0	0	(38)	(52)	(68)
净利润增速	1.7%	43.4%	41.0%	39.4%	36.6%	流动比率	3.84	2.26	2.07	1.97	1.93
						速动比率	2.82	1.59	1.39	1.28	1.25
						所得税率	13.12	18.77	18.77	18.77	18.77
现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	60	88	124	173	236	市盈率(X)	55.7	31.4	24.6	17.6	12.9
折旧及摊销	11	22	25	27	30	市净率(X)	4.0	3.0	2.8	2.4	2.1
运营资本增减	(47)	42	(40)	(27)	(35)	市销率(X)	4.4	2.9	2.5	1.9	1.4
其它经营活动产生的现金流	1	4	(21)	(20)	(17)	EV/EBITDA(X)	40.0	19.5	15.8	11.5	8.7
经营活动产生的现金流	26	156	87	153	214	EV/EBIT(X)	47.2	23.7	18.5	13.0	9.6
投资收益	6	6	7	7	7	EV/sales(X)	3.8	2.5	2.3	1.7	1.3
资本支出	(162)	(172)	(73)	(73)	(73)	EV/IC(X)	3.5	2.6	2.7	2.4	2.0
其他投资产生的现金流	2	(54)	(59)	(28)	(34)	股息率 (%)	0.48	0.59	0.53	0.75	1.05
投资活动产生的现金流	(154)	(220)	(126)	(94)	(101)						
筹资活动产生的现金流	(105)	(79)	(24)	(23)	(21)						

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10%+10%

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。