



东兴证券
DONGXING SECURITIES

产业链和产品结构双优的纺织梳理器材制造行业的龙头

——金轮股份（002722）

2014年01月14日

建议申购

金轮股份

新股定价

摘要:

- **纺织梳理器材制造行业的龙头。**公司主要产品是金属针布、弹性盖板针布、带条针布、固定盖板针布、预分梳板、分梳辊、整体锡林和顶梳等纺织梳理器材，是纺织机械的关键专用基础件。纺织梳理器材广泛应用于包括棉纺、毛纺、非织造布、织物后整理在内的纺织产业各个领域。2006年~2012年，公司销售收入在我国纺织梳理器材行业中均排名第一，2012年公司产品的国内市场占有率为21.69%。
- **全球纺织产业转移和国内纤维加工量提升将推动行业成长。**由于中国和印度等亚洲国家具有劳动力资源以及上下游产业布局方面的优势，全球纺织行业区域结构加速调整，纺织行业的产能不断向中国等亚洲国家转移。因此，中国的纺织行业总量增幅远高于全球平均水平。据《2011/2012中国纺织工业发展报告》显示，我国纤维产量占全球纤维产量已由2000年的21.37%提高到2010年的47.56%。未来，我国纺织行业竞争力的提升将继续推动全球产能转移的步伐，促进我国纺织行业规模更快更好的发展。
- **技术实力+产业链优势确保公司在行业的领先地位。**公司是国内少数同时具备主要原材料针布钢丝和底布自产能力的纺织梳理器材生产企业，自产的钢丝、底布质量接近国际先进水平。同时，公司关键生产设备基本实现自制，设备技术处于国内先进水平。较为完善的产业链使公司掌握了纺织梳理器材制造的主要技术。
- **公司产品结构不断优化，募投项目将助推这一趋势。**公司高端产品销售收入不断增加，由2010年的8,413.69万元增加至2012年的13,804.16万元，收入占比也由2010年的25.43%上升至2012年的34.38%，2013年1~6月高端产品收入占比达到38.74%，是公司利润的重要来源。而高端产品利润水平明显高于中低端产品。我们认为随着以高端产品为主的募投项目达产，公司利润水平将不断提升。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司13、14、15年摊薄后每股收益为0.36、0.43、0.52元，合理价格在3.87元左右。建议一级市场询价区间为3.1-3.87元。预计上市首日价格区间在3.44-4.3元的范围。

财务指标预测

指标	2011A	2011A	2011A	2011A	2011A
营业收入(百万元)	425.07	421.58	397.00	428.00	495.00
增长率(%)	21.54%	-0.82%	-5.83%	7.81%	15.65%
净利润(百万元)	58.86	51.67	49.94	59.69	72.25
增长率(%)	40.71%	-12.22%	-3.35%	19.53%	21.05%
净资产收益率(%)	21.59%	16.48%	12.96%	9.26%	10.34%
每股收益(元)	0.57	0.50	0.36	0.43	0.52

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090002

询价区间

3.1

上市首日定价区间

3.44-4.3

发行上市资料

总股本(万股)	10350.00
发行量(万股)	3450
发行日期	2014-01-20
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	民生证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.03
净资产收益率(%)	16.48%
资产负债率(%)	49.04%

主要股东和持股比例

蓝海投资江苏有限公	63.00%
安富国际(香港)投资	25.00%
上海东磁投资管理有	3.75%

目 录

1. 公司是中国纺织梳理器材制造行业的龙头企业	3
1.1 公司是中国纺织梳理器材制造行业的龙头企业	3
1.2 公司股权结构	4
1.3 募集资金使用	4
2. 产业转移和纤维消费量上升构成纺织梳理器材增长合力	5
2.1 纺织梳理器材是纺织业纤维梳理工序不可或缺的重要器材	5
2.2 国际纺织行业产能持续向我国转移	5
2.3 纤维加工量提升带来纺织梳理器材持续增长	6
2.4 行业集中度有望持续提升	7
3. 技术实力+产业链优势确保公司在行业的领先地位	7
3.1 受行业影响，公司业绩有所下滑	7
3.2 先进的设备与技术是公司发展的重要保障	9
3.3 产业链布局为公司带来成本优势	9
3.4 产品结构不断优化，利润水平有望继续提升	9
4. 估值定价	10
5. 盈利预测与投资建议	10
6. 风险提示	11

表格目录

表 2: 可比公司市盈率	10
--------------------	----

插图目录

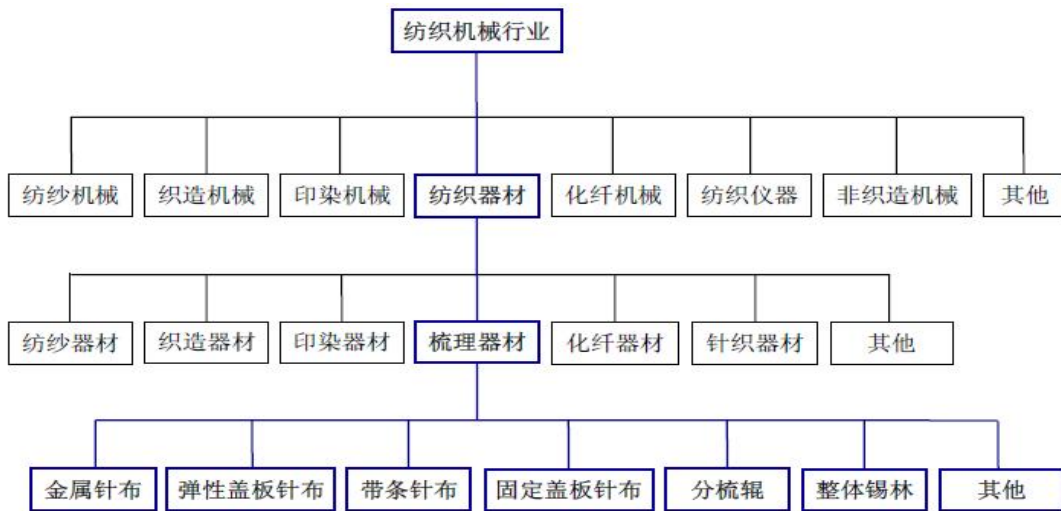
图 1: 纺织机械行业构成	3
图 2: 我国纺织梳理器材在各应用领域占比	3
图 3: 公司股权结构图	4
图 4: 我国纤维加工量情况	6
图 5: 我国纺织梳理器材行业规模	6
图 6: 公司盈利能力变动趋势图	8
图 9: 公司不同档次产品毛利率（2013年 1-6 月）	10
图 10: 公司不同档次产品占比变化	10

1. 公司是中国纺织梳理器材制造行业的龙头企业

1.1 公司是中国纺织梳理器材制造行业的龙头企业

公司主要产品是金属针布、弹性盖板针布、带条针布、固定盖板针布、预分梳板、分梳辊、整体锡林和顶梳等纺织梳理器材，是纺织机械的关键专用基础件。纺织梳理器材广泛应用于包括棉纺、毛纺、非织造布、织物后整理在内的纺织产业各个领域。2006年~2012年，公司销售收入在我国纺织梳理器材行业中均排名第一，2012年公司产品的国内市场占有率为21.69%。

图 1：纺织机械行业构成

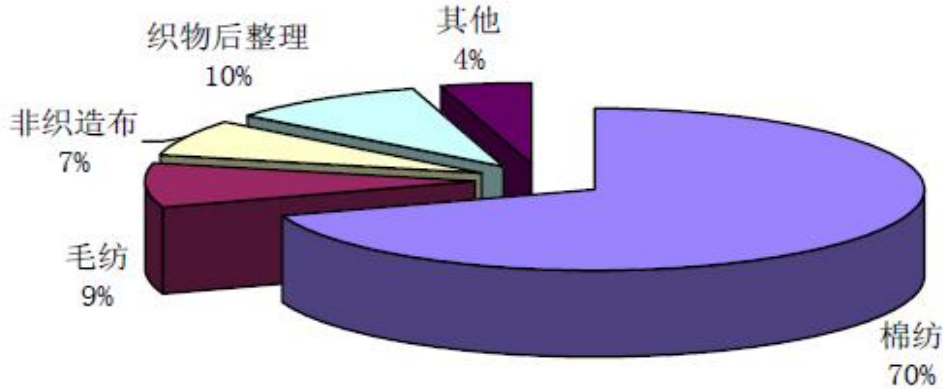


资料来源：东兴证券研究所，招股说明书

纺织梳理器材的应用领域主要是棉纺、毛纺、麻纺、绢纺、非织造布、织物后整理，另外在家用纺织品和纤维再生等领域也存在一定需求。其中，棉纺领域的纺织梳理器材需求最大，约占总用量的70%，其余30%应用于毛纺、非织造布、织物后整理等行业。

图 2：我国纺织梳理器材在各应用领域占比

2009年我国纺织梳理器材在各应用领域的占比

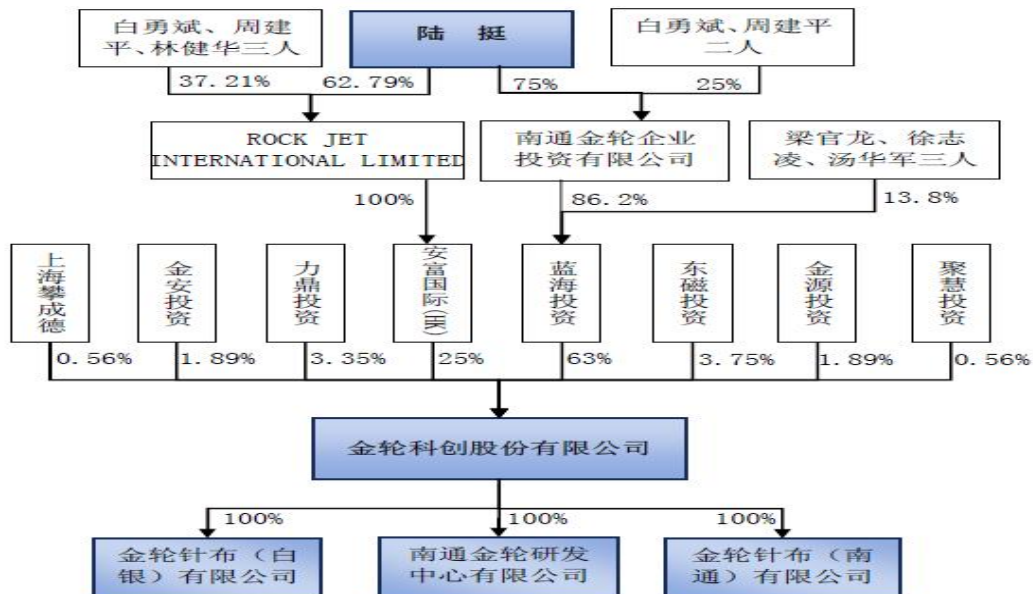


资料来源：东兴证券研究所，招股说明书

1.2 公司股权结构

公司拟向社会公开发行人 3450 万股，发行后总股本达到 13800 万股，公开发行股数占发行后总股本比例的 25%。金轮股份注册资本及实收资本均为 10,350 万元，法定代表人陆挺。本公司控股股东为蓝海投资，持有公司 63% 的股权。实际控制人为陆挺先生，是本公司董事长、总裁，通过蓝海投资和安富国际（HK）间接控制公司 88% 的股权。近三年，公司实际控制人未发生变更。

图 3：公司股权结构图



资料来源：东兴证券研究所，招股说明书

1.3 募集资金使用

公司募集资金主要投向 4,000 吨金属针布、10,000 套盖板针布、25,000 条带条针布及 50,000 根固定盖板针布建设项目，项目总投资 18211.6 万元。项目建设期 2 年，第 2 年边建设边投产，投

产后的第3年达产。

募投项目作用主要体现在：①全面提高主要产品生产能力。公司产品面临良好的市场前景，各种产品产销衔接良好，本次募集资金投资项目全面提高了公司现有主要产品的产能，并重点加强了市场需求旺盛的品种扩张。其中，主要配置于新型梳棉机的固定盖板针布由于代表了纺织机械装备更新换代的方向，未来市场发展迅速，公司本次募集资金投资项目新增产能较2012年增加68.63%；带条针布随着织物后整理行业的迅速发展，市场需求旺盛，2010年~2012年公司带条针布的销售收入年均复合增长率达到56.64%，为满足市场需求，公司带条针布新增产能较2012年提升98.43%。本次募集资金投资项目投产后，将增强公司快速满足客户需求的能力，提升公司核心竞争力。

②提升产品档次，重点扩大高端产品产能。针对目前高端市场供应不足、高端产品需求快速增长的现状和发展趋势，为优化公司产品结构，本次募集资金投资项目采取了重点扩大公司钻石系列的金属针布和弹性盖板针布，以及固定盖板针布和高端起毛带条针布等高端产品的产能，为公司技术水平的进步及参与国内高端市场和国际市场竞争奠定基础，提升公司的高端品牌形象。

③适度增加中低端产品产能，满足客户需求。高端纺织梳理器材产品将在未来发展中成为长期趋势。但是，在可预见的时间内，中低端针布产品需求仍将占据一定的比例，为了更好的满足客户的多样性需求，公司在本次募集资金投资项目中适度地增加了中低端产品的生产能力。

2. 产业转移和纤维消费量上升构成纺织梳理器材增长合力

2.1 纺织梳理器材是纺织业纤维梳理工序不可或缺的重要器材

纺织梳理器材是纤维梳理工序不可或缺的重要器材，是纺织企业常用的消耗性器材和纺织机械生产企业整机装配用的关键基础件，其中，纺织企业用量约占90%，纺织机械生产企业用量约占10%，纺织机械生产企业购买纺织梳理器材装配成整机后销售给纺织企业。纺织梳理器材是纺织过程中的消耗性器材，纺织梳理器材的用量与纺织行业的纤维加工量直接相关，随着市场对纤维加工品质要求的不断提高，以及纤维品种的多样化，纺织梳理器材的行业发展速度一般高于纺织纤维加工量的发展速度。

2.2 国际纺织行业产能持续向我国转移

我国是世界上最大的纺织品服装生产国和出口国，也是全球纺织业最具国际竞争力的国家，根据《中国海关》杂志发布的2010-2011年度《中国制造实力榜——行业国际竞争力指数》，2010年我国纺织业国际竞争力评价指数为103.96，位居第一。我国纺织行业主要核心竞争力体现在：第一，我国纺织业的整体配套能力强，具有纺织、印染、成品生产的完整产业链；第二，我国纺织原料资源丰富，是世界上最大的棉花和蚕丝生产国，也是亚麻的主要生产国，我国化学纤维产能占全球化纤总产能的50%以上；第三，我国人力资源丰富，劳动力成本较低，有利于降低纺织品的生产成本。

未来，随着我国纺织行业振兴计划和科技进步等政策的深入实施，我国纺织行业的整体装备水平和技术水平将持续提升，进一步增强我国纺织行业的全球竞争力。

近年来，由于中国和印度等亚洲国家具有劳动力资源以及上下游产业布局方面的优势，全球纺织行业区域结构加速调整，促使发达国家逐步退出劳动密集型的纺织服装制造业，纺织行业的产能不断

向中国等亚洲国家转移，促进包括中国在内的广大发展中国家的纺织工业的快速发展。因此，中国的纺织行业总量增幅远高于全球平均水平。据《2011/2012 中国纺织工业发展报告》显示，我国纤维产量占全球纤维产量已由 2000 年的 21.37% 提高到 2010 年的 47.56%。未来，我国纺织行业竞争力的提升将继续推动全球产能转移的步伐，促进我国纺织行业规模更快更好的发展。

综上，我国纺织行业整体市场规模的增速将远高于全球平均水平，从而持续增加对纺织梳理器材产品的需求。

2.3 纤维加工量提升带来纺织梳理器材持续增长

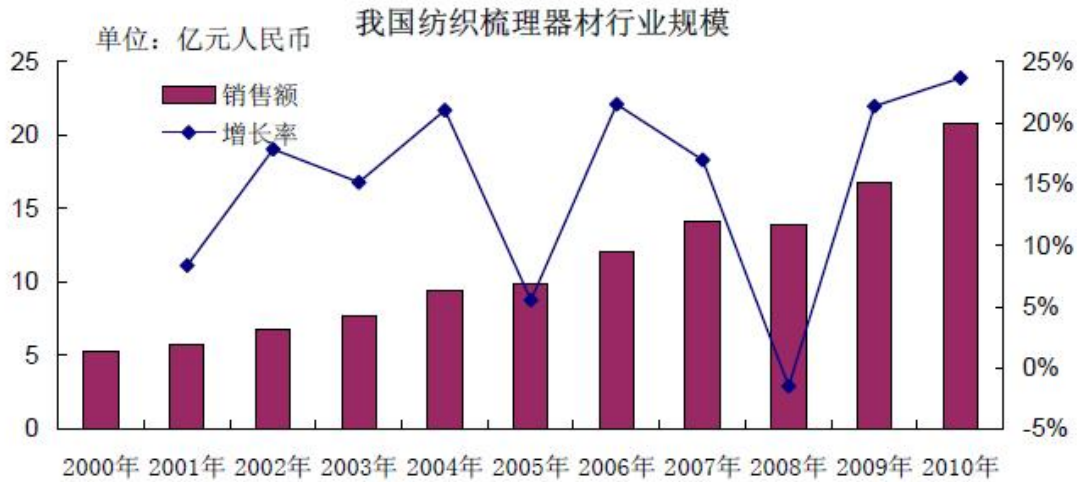
我国纤维加工量由 2000 年的 1,360 万吨增长到 2010 年的 4,130 万吨，年均复合增长率为 11.75%，高于全球 3.44% 的增长率。金融危机后，随着全球经济的逐步回暖，2009 年、2010 年我国纤维加工量逐步回升，分别较上年增长 8%、9.26%。与此同时，我国的人均纤维消费量从 2000 年的 7.5 公斤增长到 2010 年的 18 公斤，年均复合增长率 9.15%，增速较快，绝对额已经高于全球平均水平，但与发达国家人均 30 公斤的水平，未来仍具有较大的增长空间。

图 4：我国纤维加工量情况



资料来源：东兴证券研究所，招股说明书

图 5：我国纺织梳理器材行业规模



资料来源: 东兴证券研究所, 招股说明书

2000年,我国纺织梳理器材的市场规模为5.27亿元,随着全球纺织工业向我国的产业转移,纺织品的需求日益多元化,纺织品的需求档次不断提升,我国纺织梳理器材规模呈快速增长趋势,2012年市场规模达到21.53亿元,年均复合增长率为12.44%。

全球金融危机后,我国纺织行业需求逐步回暖,带动纺织梳理器材需求增长,2009年和2010年我国纺织梳理器材销售额分别较上年增长21.36%、23.66%,增长较快。2011年下半年以来,受欧债危机及全球经济恶化的影响,全球纺织及服装用品需求下滑,纺织梳理器材市场需求增速放缓,下滑至15%左右。2012年以来,受国内棉花价格较境外价格高等因素影响,我国的棉纺织产品竞争力削弱,我国纺织行业需求下滑,纺织梳理器材市场需求下降约10%左右。但在棉纺织行业低迷的情况下,毛纺、非织造布、织物后整理等行业需求依然旺盛,新兴纤维品种的不断推出也带动了新型纺织梳理器材的需求,在一定程度上,缓解了经济不景气对纺织梳理器材行业的不利影响。

2.4 行业集中度有望持续提升

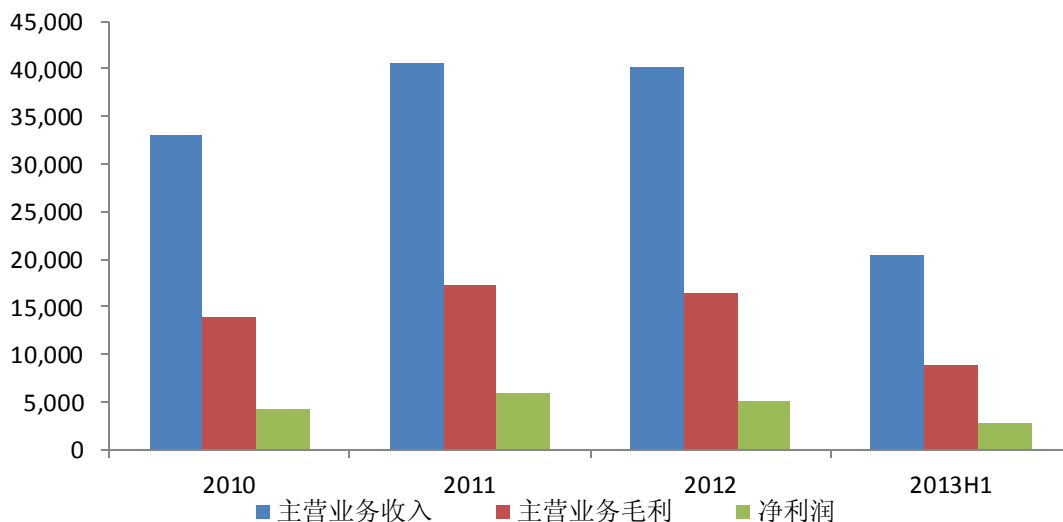
纺织梳理器材行业是纺织器材的细分行业,具有较强的专业性和较高的行业进入门槛。经过多年的发展,国外优势企业凭借技术和资金实力以及客户优势,逐渐提高其市场份额,行业集中度较高。与国外市场相比,我国纺织梳理器材行业集中度相对较低,企业普遍规模不大,资金实力有限,技术创新能力不足,不利于行业的发展,更不利于参与国际市场的竞争。长远看来,我国纺织梳理器材行业需要通过整合逐步提高行业集中度,并产生具有足够规模和实力的优势企业,逐步参与到国际市场的竞争中去。

3. 技术实力+产业链优势确保公司在行业的领先地位

3.1 受行业影响,公司业绩有所下滑

2010年度、2011年度、2012年度和2013年1-6月,公司的主营业务收入分别为33,086.06万元、40,531.11万元、40,156.83万元和20,359.19万元。

图 6：公司盈利能力变动趋势图



资料来源：东兴证券研究所，招股说明书

2011年，公司主营业务收入比上年同期增长22.50%，主要原因是：①纺织梳理器材行业需求增加。2010年我国纺织梳理器材销售额较上年增长23.66%，2011年仍然保持增长态势。2011年，随着下游行业纤维加工量不断增长，下游客户需求旺盛。同时，伴随着纺织工业良好发展，纺织机械行业也快速增长，增加了对配套于纺织梳理机械上的纺织梳理器材的需求。②公司加大客户开发力度，客户数量及单个客户采购金额增加。2011年，公司客户数量从2010年的4,829名增长到4,994名，对单个客户平均销售收入从6.85万元增长为8.12万元。③增加瓶颈工序生产设备，不断提高产能。

2012年，公司主营业务收入较2011年略有下降，主要是因为：①受欧债危机影响，纺织行业需求下滑。②起毛类带条针布需求增加，减缓了行业不景气对公司销售收入的冲击。受益于新兴产品起毛类带条针布市场需求增加，2012年公司带条针布销售收入较2011年增加1,646.97万元，在一定程度上缓解了行业不景气对公司销售收入的冲击。

2013年上半年，公司主营业务收入同比减少2.57%，基本保持平稳。主要原因为：①纺织行业需求依然疲软，金属针布、弹性盖板针布等主要产品销售收入略有下滑。受经济危机影响，纺织行业需求依然疲软，2013年1~6月公司主要产品金属针布、弹性盖板针布的销售收入同比减少8.78%、12.01%。②起毛拉绒类面料织物市场需求持续稳步增加，带动起毛类带条针布需求的大幅增长。近几年来，起毛、拉绒类面料市场需求迅速增加，如拉绒面料舒适、保暖的特点对保暖内衣市场进行了革命性创新，全面替代了传统面料保暖内衣。起毛、拉绒类面料织物需求的大幅增加，相应带动了起毛类带条针布需求的大幅增长。2013年1~6月公司带条针布销售收入达到3,512.68万元，同比增长38.53%，其中起毛类带条针布销售收入达2,991.60万元，同比增长53.93%。公司带条针布销售的增长缓解了行业不景气对公司销售收入的冲击。

公司主业收入持续上涨主要是因为：①纺织梳理器材行业需求大幅增加。2009年和2010年我国纺织梳理器材销售额分别较上年增长21.36%、23.66%，2011年仍然保持增长态势。报告期内，随着下游行业纤维加工量不断增长，家纺、毛纺等细分行业不断发展，纺织产品趋于高品质化，纤

维品种不断增加，纺织企业加快梳理器材更换频率，下游客户需求旺盛。同时，伴随着纺织工业良好发展，纺织机械行业也快速增长，增加了对配套于纺织梳理机械上的纺织梳理器材的需求。②加大客户开发力度，客户数量及单个客户采购金额不断增加。公司不断加大市场开发力度，每年客户数量稳步增加，对单个客户需求进行深度挖掘，通过向客户提供定期现场技术解答等方式加强合作关系，客户平均采购金额不断上升。③增加瓶颈工序生产设备，不断提高产能。公司通过增加关键工序生产设备、技术改造等方式有效地扩大生产能力，不断提高产量，为销售收入的增长提供支撑。报告期，公司主要产品金属针布和弹性盖板针布产量年复合增长率分别为 14.87% 和 17.85%。

3.2 先进的设备与技术是公司发展的重要保障

公司现有研发人员 154 人，形成从梳理器材产品设计开发、梳理器材制造工艺研究、专用设备的设计开发、梳理器材用钢丝和底布的研究与开发的全产业链的研究体系。2007 年公司被认定为江苏省认定企业技术中心，2013 年被中国纺织机械器材工业协会评定的“针布产品研发中心”。

公司拥有 3 项发明专利、22 项实用新型专利和 8 项外观设计专利。公司的“高速高产梳棉机用固定盖板针布”被国家科学技术部列为“国家星火计划项目”，“高速高产梳棉机用齿条”被国家科学技术部列为“中小企业科技创新基金项目”和“国家火炬计划项目”，“高速高产梳棉机用盖板针布”被江苏省技术厅列为“江苏省火炬计划项目”。

公司多年来一直注重对进口设备与技术的消化吸收与创新。由于纺织梳理器材应用领域广泛，品种繁多，使用通用设备无法满足纺织梳理器材制造工艺多样化的需要，公司在吸收进口设备技术的基础上根据市场需求对设备不断地进行技术改造和提高，自主开发了直线式拉丝机组、异型钢丝拉丝机、底布刮浆机、金属针布坯条高精度轧机、冲淬卷联合生产线、数字植针机、多磨头磨针机等关键生产设备。与其他机构合作开发了气氛控制燃气明火炉生产线、全氢保护无氧化罩式炉、弹性针布钢丝油淬火生产线等专用生产设备。通过自主开发与合作开发，公司逐渐掌握了梳理器材制造的主要技术。

3.3 产业链布局为公司带来成本优势

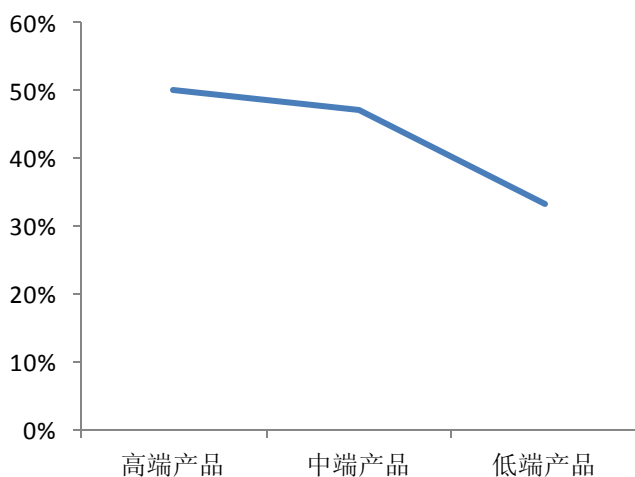
目前，公司是国内少数同时具备主要原材料针布钢丝和底布自产能力的纺织梳理器材生产企业，自产的钢丝、底布质量接近国际先进水平。同时，公司关键生产设备基本实现自制，设备技术处于国内先进水平。较为完善的产业链使公司掌握了纺织梳理器材制造的主要技术，具有以下方面的优势：①较快的新产品研发速度，特别是在钢丝与底布上具有独有技术或专利的新产品，如公司采用自制菱形钢丝的起毛弹性针布产品系列，由于其性能好，市场易于推广，且产品定价能力较强；②生产系统内部一体化的快速响应流程缩短了产品的交货时间，特别是特殊订单的交货时间；③较低的生产成本，提高了产品的利润率。

针布钢丝是纺织梳理器材生产的主要原材料之一，占生产成本的比重较高，对纺织梳理器材生产企业的发展有着重要的影响。主要表现在：第一，针布钢丝对针布使用寿命有较大影响，外购针布钢丝不利于企业掌握针布生产核心技术，限制了针布生产企业的长远发展；第二，自制钢丝有利于降低产品生产成本。因此，具备针布钢丝生产能力的企业将占据市场竞争优势。但针布钢丝生产难度大，原材料配方的科技含量高，热处理工艺较难掌握，且对生产过程的在线监测技术、产成品检测技术均有较高要求，目前国内仅少数企业具备针布钢丝的研发、生产能力。

3.4 产品结构不断优化，利润水平有望继续提升

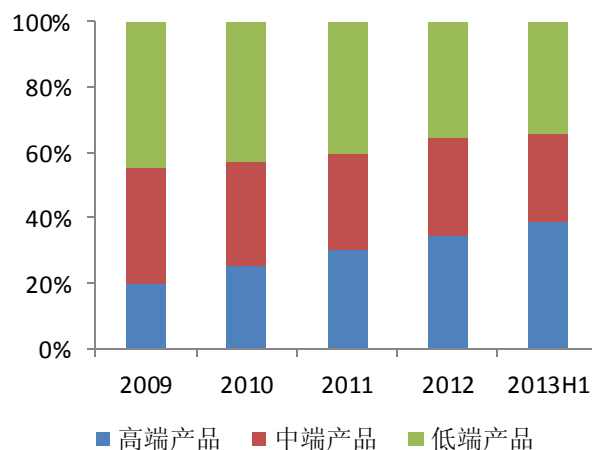
国内纺织梳理器材高端市场主要被 GRAF、TCC、KANAI 等国际品牌所垄断，国内品牌产品主要满足中低端市场需求。近年来，本公司工艺技术水平不断提高，成功开发并批量生产的高速高产梳棉机用齿条、高速高产梳棉机用弹性盖板针布、高速高产梳棉机用固定盖板针布，产品质量已接近进口产品，已具备替代进口产品的能力。由此，公司着力打造了高端品牌“钻石”系列产品，成功推向高端市场，并为优质客户所认可。公司高端产品销售收入不断增加，由 2010 年的 8,413.69 万元增加至 2012 年的 13,804.16 万元，收入占比也由 2010 年的 25.43% 上升至 2012 年的 34.38%，2013 年 1~6 月高端产品收入占比达到 38.74%，是公司利润的重要来源。

图 7：公司不同档次产品毛利率（2013 年 1-6 月）



资料来源：东兴证券研究所

图 8：公司不同档次产品占比变化



资料来源：东兴证券研究所

通过本次募集资金投资项目，公司将重点扩大高端产品生产能力，项目达产后，高端产品销售收入占销售总额的比重预计将达 42.18%，高于 2013 年上半年 38.74% 的比重，产品结构得到进一步优化。

4. 估值定价

如下表所示，当前纺织机械企业 2014 年平均动态市盈率为 8-9 倍。我们认为公司对应 14 年合理市盈率在 8-10 倍之间。

表 1：可比公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
经纬纺机	666	0.61	0.91	1.21	16	11	8	9.76

资料来源：东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

综合来看，我国纺织行业具有劳动力资源以及上下游产业布局方面的优势，全球纺织行业不断向中

国这样的发展中国家转移；另一方面我国 2010 年的 18 公斤人均纤维消费量较发达国家人均 30 公斤的水平仍有明显差距。我国纺织梳理器材制造行业仍将保持快速增长的势头。

与国外市场相比，我国纺织梳理器材行业集中度相对较低，企业普遍规模不大，资金实力有限，技术创新能力不足，不利于行业的发展，更不利于参与国际市场的竞争。行业集中度的提升将是大势所趋。金轮股份这样的行业龙头企业市占率将进一步提升。

而金轮股份自身则将依托技术、装备优势，实现主业收入的快速增长，同时配合募投项目的倾斜，进一步实现产品结构的优化。结构优化和公司自身向产业链上游的挖掘将使得公司盈利能力持续提升。

预计公司 13、14、15 年摊薄后每股收益为 0.36、0.43、0.52 元，合理价格在 3.87 元左右。建议一级市场询价区间为 3.1-3.87 元。预计上市首日价格区间在 3.44—4.3 元的范围。

6.风险提示

- 1、纺织行业的周期性波动仍会导致其市场需求发生变化
- 2、梳理器材行业的市场竞争状况将会因此而进一步加剧。
- 3、线材和特种钢丝是公司的主要原材料，占公司主要产品金属针布生产成本的 45%左右。钢材价格的波动将会影响线材和特种钢丝的采购价格，进而导致公司毛利率发生波动，从而影响公司经营业绩的稳定。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	295	335	292	348	430	营业收入	425	422	397	428	495
货币资金	63	61	58	94	137	营业成本	246	255	234	258	301
应收账款	56	90	69	74	86	营业税金及附加	3	4	3	4	4
其他应收款	1	3	2	3	3	营业费用	54	51	49	53	61
预付款项	22	13	13	13	13	管理费用	35	35	37	35	41
存货	109	93	94	104	121	财务费用	15	17	13	6	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.92	0.94	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	271	281	327	365	351	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	234	243	255	278	290	营业利润	71	59	60	72	87
无形资产	32	31	28	25	22	营业外收入	0.59	2.81	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.86	0.07	0.00	0.00	0.00
资产总计	566	615	619	714	781	利润总额	71	62	60	72	87
流动负债合计	294	300	212	47	50	所得税	12	10	10	12	14
短期借款	240	255	167	0	0	净利润	59	52	50	60	72
应付账款	21	17	17	19	22	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	2	2	2	2	归属母公司净利润	59	52	50	60	72
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	135	108	106	118	132
非流动负债合计	0	2	22	22	32	BPS (元)	0.57	0.50	0.36	0.43	0.52
长期借款	0	0	20	20	30	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	294	302	234	69	82	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	0.8%	-0.8%	-5.83%	7.81%	15.65%
实收资本(或股本)	104	104	138	173	173	营业利润增长	14.4%	385.7%	1.32%	19.53%	21.05%
资本公积	54	54	54	234	234	归属于母公司净利润	-3.3%	244.7%	-3.35%	19.53%	21.05%
未分配利润	100	136	169	207	254	获利能力					
归属母公司股东权	273	313	385	645	699	毛利率(%)	42%	40%	41%	40%	39%
负债和所有者权	566	615	619	714	781	净利率(%)	14%	12%	13%	14%	15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流	60	0	137	90	83	偿债能力					
净利润	59	52	50	60	72	资产负债率(%)	52%	49%	38%	10%	11%
折旧摊销	48.45	31.36	0.00	41.19	44.42	流动比率	1.01	1.12	1.38	7.38	8.54
财务费用	15	17	13	6	1	速动比率	0.64	0.81	0.93	5.17	6.13
应付帐款的变化	0	0	0	2	3	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.71	0.64	0.64	0.66
投资活动现金流	-64	0	-81	-81	-31	应收账款周转率	8	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.22	22.48	23.21	23.50	23.93
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.50	0.36	0.43	0.52
筹资活动现金流	15	0	-59	27	-9	每股净现金流(最新)	0.10	0.00	-0.02	0.21	0.25
短期借款	240	255	167	0	0	每股净资产(最新摊)	2.63	3.03	2.79	3.74	4.05
长期借款	0	0	20	20	30	估值比率					
普通股增加	0	0	35	35	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	0	180	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	10	0	-3	36	43	EV/EBITDA					

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。