

登云股份 (002715.SZ) 汽车零部件行业

新股研究

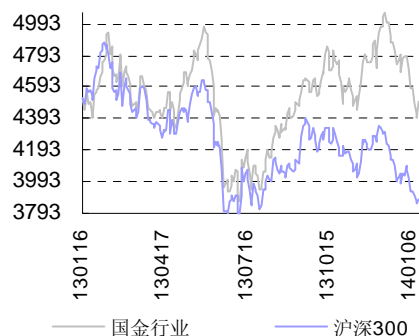
上市定价 (人民币): 7.20-8.60 元

汽车发动机气门专家，具有一定竞争优势

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行价(元)	10.16
发行 A 股上限(百万股)	23.00
总股本(百万股)	69.00
国金汽车零部件指数	4512.93
沪深 300 指数	2208.94
中小板指数	6085.30



公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.630	0.572	0.382	0.482	0.552
每股净资产(元)	3.32	3.77	5.54	5.84	6.40
每股经营性现金流(元)	0.54	0.43	0.85	0.49	0.65
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	13.42	12.38	12.38
净利润增长率(%)	27.49%	-9.17%	-14.10%	26.41%	14.49%
净资产收益率(%)	18.98%	15.17%	6.89%	8.26%	8.64%
总股本(百万股)	69.00	69.00	88.80	88.80	88.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **公司是国内专业的发动机气门制造商:** 公司主要产品为发动机气门, 主要业务为国内柴油机 OEM 市场和出口 AM 市场, 其中柴油机业务是公司收入和利润的主要来源, 目前收入占比约 60%-70%, 毛利占比预计在 90%以上。
- **国内柴油机 OEM 需求可能波动较大, 国际 AM 市场总体稳定:** 一方面, 柴油机气门主要配套重卡等商用车, 但重卡需求历来波动较大, 由此来看, 国内柴油机配套需求也可能波动较大; 另一方面, 公司主要出口市场为美国、巴西等, 美国等欧美国家汽车保有量规模较大且总体稳定, 由此也必将带来稳定的出口维修需求。
- **市场竞争格局高度集中, 公司具备一定竞争优势:** 国内汽车发动机气门 OEM 市场集中度较高, 年产量规模超过 2000 万支的企业主要包括济南沃德、马勒三环和登云股份等, 三家企业合计产量达市场总量的 40%左右。公司产销量规模居于国内第三, 具备一定的规模、技术和客户资源优势。
- **新客户开拓取得初步进展, 公司发展可能加快:** 依托公司现有客户, 公司具有传统优势的柴油机业务发展将具有较为坚实的保障。而且, 公司已于 13 年进入卡特彼勒和长安马自达供应体系, 并已获得订单开始批量生产, 预计 14 年配套比例将进一步提升, 在新客户的带动下公司发展可能加快。
- **募投项目新建 2000 万支产能, 有望促进公司销量增长:** 公司本次拟募集资金约 2 亿元, 主要用于建设汽车发动机气门 2000 万支产能和省级技术中心建设, 预计建设期为 5 年, 投产后公司总产能将增长约 85%。公司表示新建产能将足以被新增订单所消化。

价值评估与投资建议

- 我们预测 13-15 年公司分别实现营业收入 3.08、3.56、4.02 亿元; 实现归属母公司净利润 3389、4284 和 4905 万元, 同比分别下滑 14.1%, 增长 26.4%、14.5%, 对应摊薄后 EPS 为 0.38、0.48 和 0.55 元。综合考虑, 给予公司 14 年 15-18 倍 PE, 对应合理价格为 7.2-8.6 元。公司已确定发行价为 10.16 元, 我们认为这一价格明显偏高, 因此暂不建议介入该公司。

风险提示

- 重卡行业销量超预期下滑, 原材料价格大幅上涨风险, 新增产能利用率不足。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwx@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

内容目录

登云股份：国内领先的发动机气门制造商	3
未来市场需求总体较好，公司具备较强竞争优势	4
国内柴油机配套需求可能波动较大，国际 AM 市场总体稳定	4
市场竞争格局高度集中，公司具备一定竞争优势	5
新客户开拓取得初步进展，公司发展可能加快	6
新增配套卡特彼勒和长安马自达	6
盈利能力可能仍有所下降	7
募投项目分析	9
盈利预测与估值	10
盈利预测	10
估值与投资建议	10
风险提示	10
重卡行业销量超预期下滑	10
原材料价格大幅上涨风险	11
新增产能利用率不足	11
附录：三张报表预测摘要	13

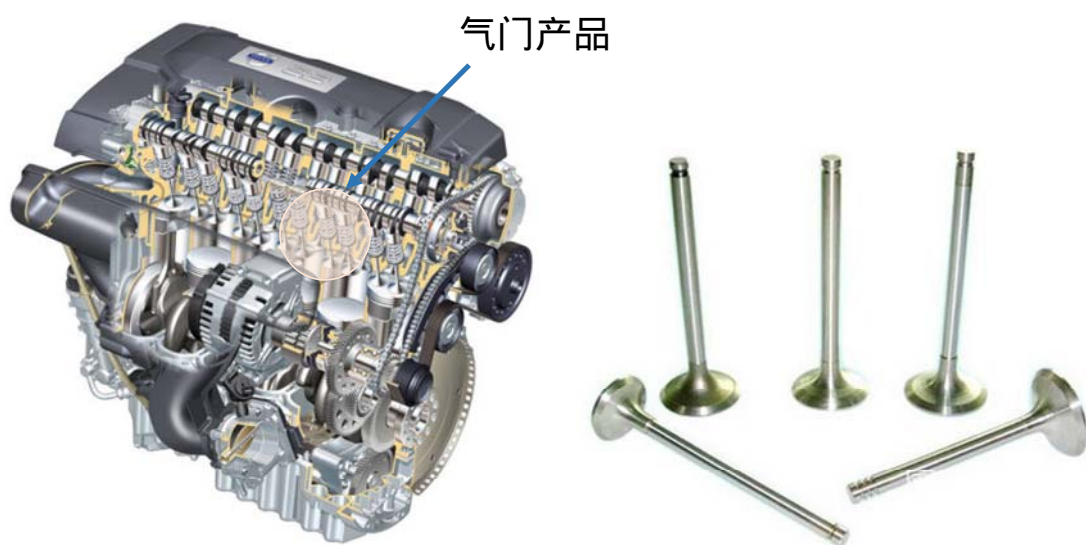
图表目录

图表 1：公司产品在内燃发动机中的位置示意图	3
图表 2：公司近年分产品营收占比	3
图表 3：公司近年分产品毛利占比	3
图表 4：公司分市场收入构成	4
图表 5：公司近年营收及增速（百万元）	4
图表 6：公司近年净利润及增速（百万元）	4
图表 7：近年国内重卡销量及增速（万辆）	5
图表 8：美国近年汽车保有量情况（万辆）	5
图表 9：我国发动机气门行业主要企业概况	6
图表 10：公司前五大客户收入占比（2013 年 1-6 月）	7
图表 11：公司近年分业务毛利率情况	8
图表 12：公司近年盈利能力较低的汽油机业务收入占比不断提升	8
图表 13：公司主营业务成本构成（2013 年 1-6 月）	9
图表 14：近年金属镍（上海，含税）价格走势（元/吨）	9
图表 15：近年金属铬（国产）价格走势（元/吨）	9
图表 16：公司募集资金投资项目简介（万元）	9
图表 17：可比公司估值（2014 年 1 月 15 日）	10
图表 18：公司分业务营收及毛利预测	12

登云股份：国内领先的发动机气门制造商

- 公司是国内汽车发动机气门生产行业的龙头之一，主要产品为发动机气门，包括柴油机气门和汽油机气门，应用于重型车、轻卡、大型客车、微车、轿车、工程机械等各种车辆发动机的 OEM 配套和售后维修。公司目前拥有产能约 2700 万支，产品种类约一万多种，综合市场占有率约 8%-12%，产销量居于行业第三。公司也是我国气门出口量最大的企业之一，出口市场包括美国、巴西、意大利、英国、日本、中东等国家和地区。

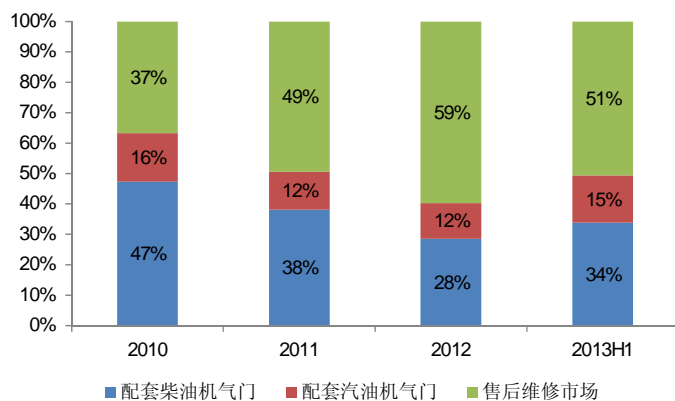
图表1：公司产品在内燃发动机中的位置示意图



来源：公司招股书、国金证券研究所

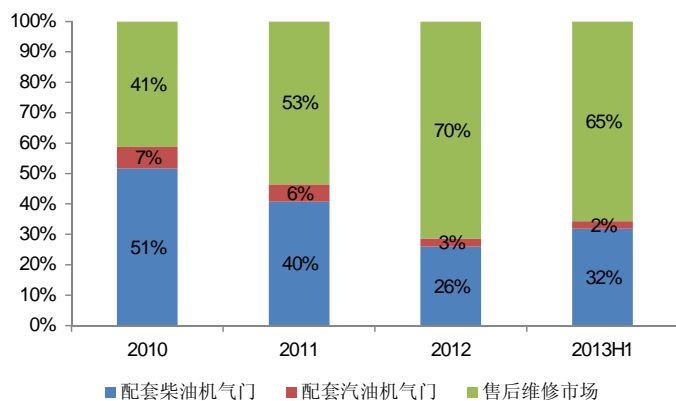
- 柴油机气门是公司的主要收入与利润来源：公司主营发动机气门 OEM 和 AM 业务，其中配套配套柴油机气门收入和毛利占比均约 30%，AM 业务收入占比在 50%左右，毛利占比约 65%。配套汽油机气门收入占比约 15%，但毛利占比较小，仅约 2%。另需说明的是，公司 AM 业务以出口为主，且主要也是柴油机气门。综合来看，公司收入和利润主要依赖于柴油机气门，近年柴油机市场收入占比一直在 60%-70%左右，毛利占比预计在 90%以上。

图表2：公司近年分产品营收占比

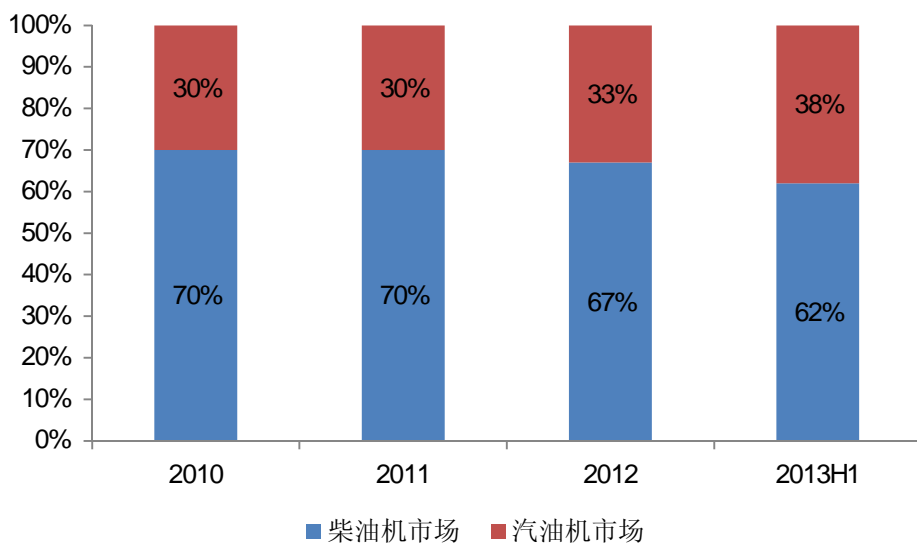


来源：公司资料、国金证券研究所

图表3：公司近年分产品毛利占比



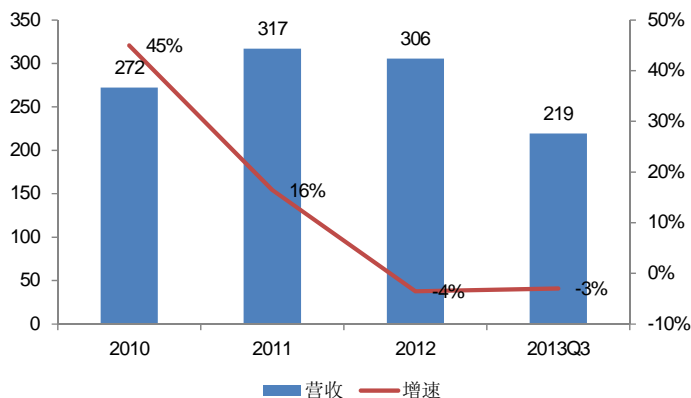
图表4: 公司分市场收入构成



来源: 公司招股书、国金证券研究所

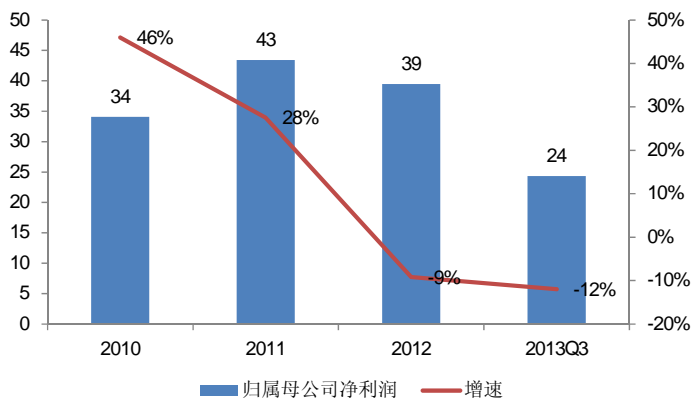
- **主要受重卡需求变化影响, 公司近年业绩波动较大:** 柴油机气门主要应用于重卡等商用车, 公司主营业务中柴油机气门占据收入和毛利的大部分, 也因此重卡等商用车需求对公司业绩影响较大。2010年, 公司收入和净利润增速均高达45%左右, 这主要是受益于国内汽车行业(包括重卡)的高增长。至2012年, 公司收入和利润分别下滑4%和9%, 主要是下游重卡需求不景气对配套柴油机气门业务造成了拖累。13年前三季度, 公司业绩仍难阻下滑趋势, 则主要是受累于出口AM业务的疲弱。

图表5: 公司近年营收及增速 (百万元)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表6: 公司近年净利润及增速 (百万元)



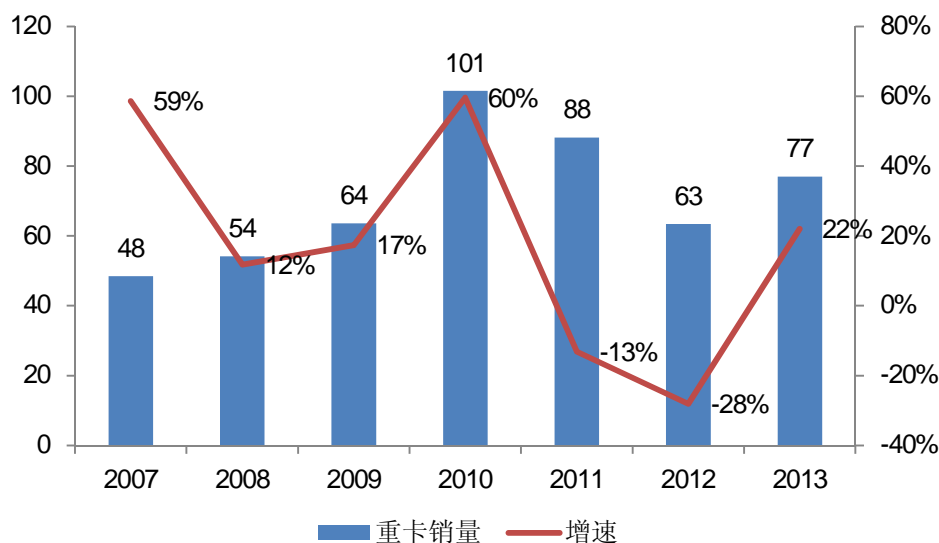
未来市场需求总体较好, 公司具备较强竞争优势

国内柴油机配套需求可能波动较大, 国际AM市场总体稳定

- **配套柴油机气门未来需求可能仍有较大波动性:** 柴油机气门主要应用于重卡, 因此配套柴油机气门需求与重卡行业需求有着较强的正相关关系。重卡需求历来波动较大, 07-10年受国内投资拉动影响重卡销量增长迅速, 11-12年国内整体基建投资热情减弱, 受此影响重卡需求出现大幅下滑,

13 年以来重卡行业恢复性增长，增速达约 22%，我们预计 14 年增速也仍将较快，但长期来看，重卡需求可能仍有较大波动。

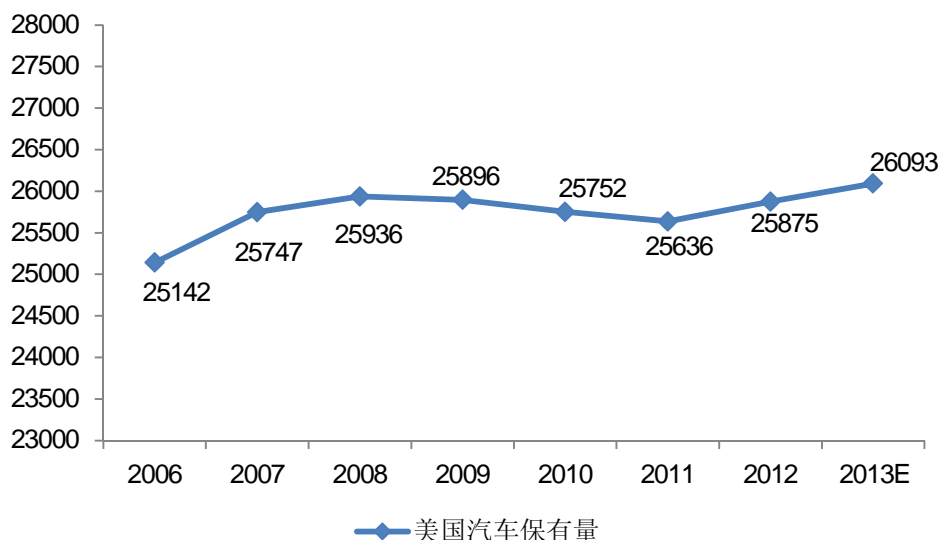
图表7：近年国内重卡销量及增速（万辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

- **国际 AM 市场总体较为平稳：**目前公司的主要出口 AM 市场是美国等发达国家和地区，欧美汽车市场已较为成熟，市场保有量规模较大，由此也必将带来持续稳定的售后维修市场需求。综合来看，国际 AM 市场总体较为平稳，由此公司发动机气门 AM 业务也有望平稳较快增长。

图表8：美国近年汽车保有量情况（万辆）



来源：Bloomberg、互联网、国金证券研究所

市场竞争格局高度集中，公司具备一定竞争优势

- 从全球市场看，汽车发动机气门实力较强的汽车零部件企业主要有美国 EATON、美国 TRW、德国 MAHLE 等少数几家。它们凭借领先的综合研发和制造实力，为全球各大汽车制造商的发动机进行配套，占据了国际汽车发动机气门 OEM 市场的绝大部分份额。国际 AM 市场因品种多、批量

小，普遍采用副厂配件供应，进入门槛相对较低，除实力较强的国际厂商之外，部分国内企业也能够参与到国际竞争中。

- **国内汽车发动机气门市场高度集中：**国内气门生产制造企业众多，但大部分规模较小，技术装备、制造水平和质量普遍较低，大部分小企业主要生产技术含量低的农机和摩托车用气门。国内汽车发动机气门 OEM 市场集中度较高，年产量规模超过 2000 万支的企业主要包括济南沃德、马勒三环和登云股份等，三家企业合计产量达到市场总量的 40% 左右。
- **公司具有一定的规模、技术和客户优势：**公司产能规模在国内居于前列，且具有一定的技术实力，加之公司已与国内领先的柴油发动机企业建立了良好的合作关系。综合来看，公司具有一定的竞争优势。
 - **规模优势：**公司目前拥有发动机气门产能约 2700 万支，产能规模居于国内第三，预计总体份额在 8%-12% 左右，尤其是在柴油机气门这一细分领域具有较高份额。
 - **技术优势：**公司不仅在气门生产的多个关键工序拥有较为领先的工艺，而且公司也是国内气门行业标准的主导者之一。公司参与制定了 JB/T 6012.2-2008 《内燃机进、排气门第 2 部分：金相检验》、GB/T23337—2009 《内燃机进、排气门技术条件》等国家标准。值得说明的是，公司从 03 年开始介入军用领域，其产品也成功为国庆阅兵专用车辆进行配套，由此可见市场对公司技术水平的认可。
 - **客户优势：**公司已与国内柴油机行业龙头公司潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、广西玉柴、东风康明斯等建立了长期稳定的合作关系。凭借稳定优质的产品质量及时完善的供货服务，公司连续获得了由多家整车厂授予的“A 级供应商”、“年度优秀供应商”、“合作优胜奖”等荣誉称号。

图表9：我国发动机气门行业主要企业概况

企业	合资情况	产能	企业简介	主要客户
济南沃德	中美合资	6000 万支	目前国内规模最大的气门企业，05 年与联想集团进行重组，08 年资产置入万德集团，进入奔驰、宝马、奥迪等豪华车产业链	大众、福特、丰田、神龙、一汽、潍柴、玉柴等
马勒三环	中德合资	5000 万支	资产总额 3.4 亿元，国内 OEM 市场占有率达到 27%，汽车发动机气门生产规模居于国内第二	一汽、东风、大众、长安、神龙、锡柴等
登云股份	内资	2700 万支	国内最早从事气门生产的企业之一，气门出口量国内第一，在柴油发动机气门领域具有较高份额	潍柴、康明斯、巴西马勒、美国 Golden Engine 等
上海伊顿	中美日合资	-	专业开发、设计和生产发动机气门、液压挺杆、增压器、重力阀、密封阀、差速器等，气门主要配套国内合资整车厂	上海大众、上海通用、一汽大众、广州本田等

来源：公司招股书、各公司网站、国金证券研究所

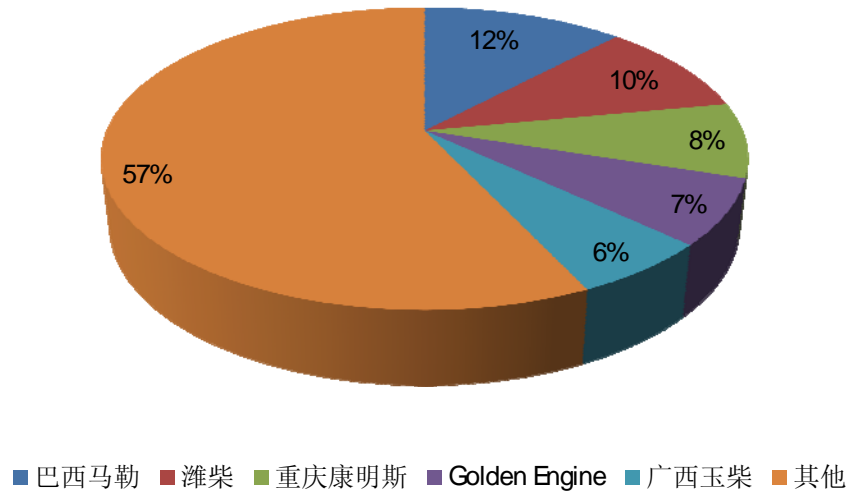
新客户开拓取得初步进展，公司发展可能加快

新增配套卡特彼勒和长安马自达

- **依托优质客户，传统优势业务发展具有可靠保障：**上文已经提到，公司具备较强的客户资源优势，配套客户几乎覆盖国内全部主流柴油发动机厂商，并已进入国际柴油发动机厂商供应体系（AM 市场）。依托这些实力强劲的客户，公司具有传统优势的柴油机业务发展也将具有较为坚实的保障。
- 目前，公司 OEM 客户包括康明斯、玉柴、潍柴、朝柴、一汽、东安三菱等国内主要的柴油发动机厂商。其中，潍柴配套比例在 20% 左右，康明斯的大功率发动机公司为独家配套，玉柴配套比例在 20%-

60%左右。国际 AM 市场则主要为巴西马勒、美国 Golden Engine 等规模和实力较强的公司进行供货。

图表10: 公司前五大客户收入占比 (2013 年 1-6 月)



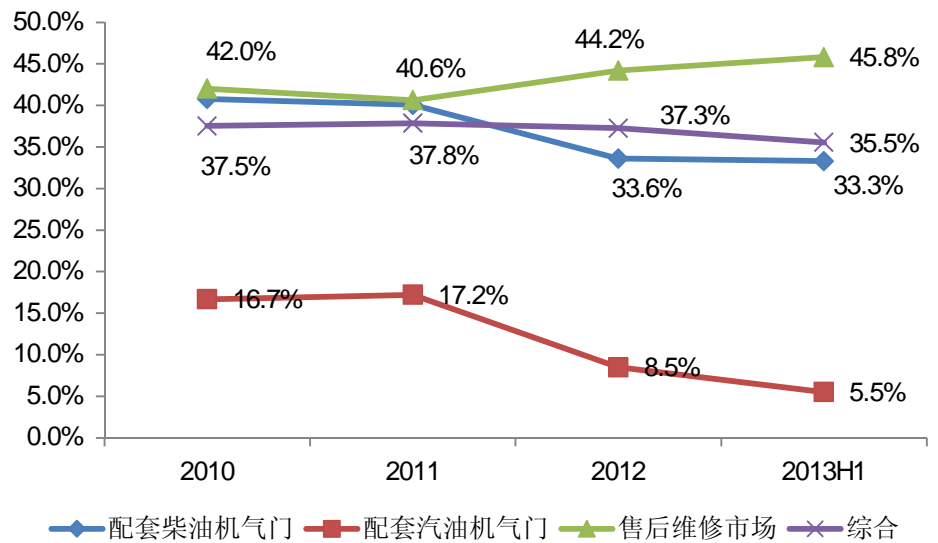
来源: 公司招股书、国金证券研究所

- **新客户开拓已取得一定进展, 公司后续发展可能加快:** 公司未来发展重点在于将大力拓展国际工程机械等的 OEM 业务和国内合资乘用车整车厂的 OEM 业务。目前, 公司已于 13 年成功进入了卡特彼勒和长安马自达发动机供应体系, 并且已获得订单开始批量生产, 预计 14 年配套比例能进一步提升。依赖于此, 公司未来销量和收入可能加快增长。
 - 国际工程机械 OEM 业务方面, 公司已取得卡特彼勒主力机型 400 发动机、1106 发动机、3500 发动反击的气门供货协议, 并已开始向卡特彼勒无锡工厂和英国工厂批量供货, 14 年还将为巴西工厂批量供货, 15 年以后还可能向印度工厂供货。
 - 另外, 公司此前在乘用车 OEM 业务方面相对较弱, 配套客户一直以低端客户为主, 开发力度也相对较小。2013 年, 公司已成功拿到长安马自达发动机工厂订单, 且已开始批量供货, 公司为合资乘用车进行配套也已取得一定突破。

盈利能力可能仍有所下降

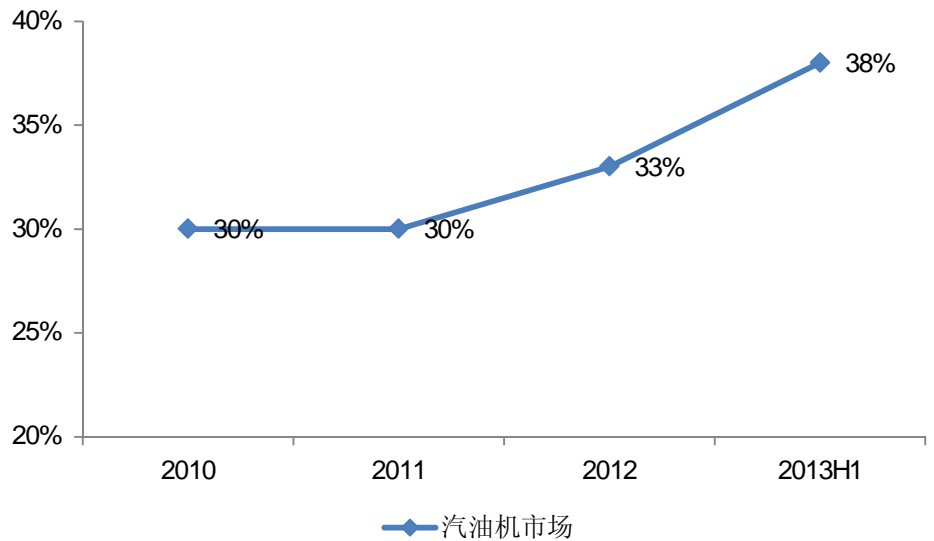
- **近年毛利率波动中呈下滑趋势, 未来可能仍有所下降:** 由于毛利率偏低的汽油机气门收入占比提升、产品结构下移, 公司近年综合毛利率不断下滑, 已从 10 年 37.5% 下降至 13 年上半年的 35.5%。我们认为, 虽然公司将逐步增加为毛利率较高的卡特彼勒、长安马自达等客户的配套比例, 但总体来看, 随着盈利能力仍偏低的乘用车业务占比提升, 公司结构将继续下移, 由此公司综合毛利率可能仍将有所下降。
 - 公司主营业务中, 售后维修业务和配套柴油机毛利率较高, 分别约为 45% 和 35%。但配套汽油机气门因主要客户为偏低端的自主品牌毛利率相对较低, 而且随着下游厂家压价近年毛利率下滑明显。

图表11: 公司近年分业务毛利率情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

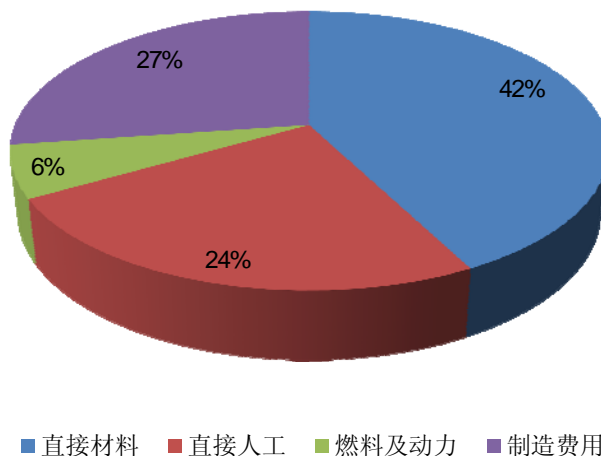
图表12: 公司近年盈利能力较低的汽油机业务收入占比不断提升



来源: 公司招股书、国金证券研究所

- **原材料成本对盈利能力可能也有一定影响:** 此外, 公司主营业务成本中直接材料占比约为 42%, 且直接材料主要为镍、铬等金属, 镍、铬为大宗商品, 价格历来波动较大。目前镍、铬价格均处于历史低位, 但未来价格不能排除大幅上涨可能, 由此其对公司盈利能力也将造成一定影响。

图表13: 公司主营业务成本构成 (2013 年 1-6 月)



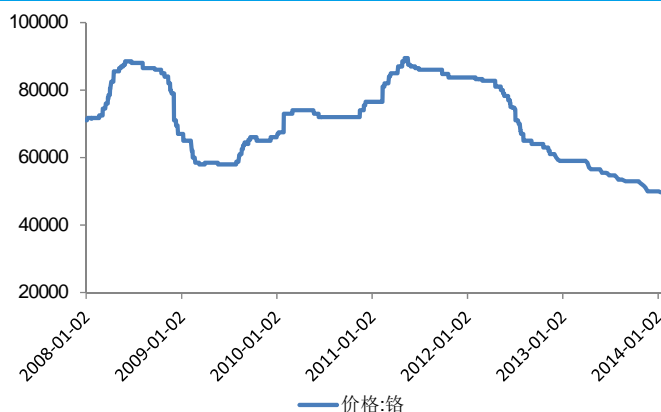
来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表14: 近年金属镍 (上海, 含税) 价格走势 (元/吨)



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 近年金属铬 (国产) 价格走势 (元/吨)



募投项目分析

- **新建 2000 万支气门产能, 有望促进公司销量较快增长:** 公司本次拟发行 2300 万股, 计划募集资金约 2 亿元, 主要用于建设汽车发动机气门 2000 万支产能和省级技术中心建设。产能建设方面, 新建汽油发动机气门产能 1150 万支, 柴油发动机气门产能 850 万支, 预计建设期为 5 年, 投产后公司总产能将达到 5000 万支左右, 增长约 85%。公司表示新建产能将足以被新增订单所消化。但值得注意的是, 在国内柴油机配套需求未来可能仍有较大波动性的情况下, 公司未来新增产能也可能出现利用率不足的风险。

图表16: 公司募集资金投资项目简介 (万元)

投资项目	总投资额	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
汽车发动机气门产能2000万支	21,038	2,378	6,598	5,350	4,050	1,624
省级技术中心建设	1,200	430	720			

来源: 公司招股书、国金证券研究所

- **建设技术中心有望提升公司研发实力：**技术中心项目建设将提高公司在轻材料和轻型结构方面的气门制造技术，实现行业领跑者的战略目标。同时也符合未来汽车节能减排的趋势。同时，还能够提高公司同步开发能力，实现与下游企业更紧密的合作关系，巩固企业的行业龙头地位。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测 13-15 年公司分别实现营业收入 3.08、3.56、4.02 亿元；实现归属母公司净利润 3389、4284 和 4905 万元，同比分别下滑 14.1%，增长 26.4%、14.5%，对应摊薄后 EPS 为 0.38、0.48 和 0.55 元。
- 关键假设如下：
 - 13 年柴油机气门受重卡较高增长带动收入增速较快，预计为 17%；14-15 年增速则分别回落至 15%和 12%；汽油机气门因配套长安马自达，预计 13-15 年收入增速分别为 28%、18%和 15%；售后市场业务 13 年预计为负增长，但已开始配套卡特彼勒 14 年增速有望回升，约为 15%，15 年为 13%。
 - 毛利率方面，假设柴油机配套业务有所下降，汽油机配套业务因增加对长安马自达配套毛利率可能略有提升，其他业务因增加对卡特彼勒配套也略有提升。但公司综合毛利率可能仍略有下降，预测 13-15 年分别为 35.88%、35.68%、35.55%。
 - 公司公告拟发行不超过 2300 万股募集约 2 亿元资金，且公司已确定发行价为 10.16 元，按照不得超募的要求，只能募集约 1980 万股新股，总股数为 8880 万股。

估值与投资建议

- 我们选取 A 股中主要从事汽车发动机相关零部件制造的企业作为可比公司，包括渤海活塞、中原内配、天润曲轴和远东传动等。可比公司平均估值水平为 14 年 16 倍 PE，同时参考当前汽车零部件行业平均约 15 倍的估值，结合公司业务成长性，综合考虑，给予公司 14 年 15-18 倍 PE，对应合理价格为 7.2-8.6 元，公司已确定发行价为 10.16 元，我们认为这一价格明显偏高（14 年约 21 倍 PE），因此暂不建议介入该公司。

图表17：可比公司估值（2014 年 1 月 15 日）

			EPS			PE		
收盘价			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
600960. SH	渤海活塞	7.23	0.26	0.27	0.28	27.81	26.78	25.82
002448. SZ	中原内配	11.25	0.61	0.70	0.87	18.44	16.07	12.93
002283. SZ	天润曲轴	5.46	0.11	0.17	0.24	49.64	32.12	22.75
002406. SZ	远东传动	8.18	0.43	0.50	0.62	19.02	16.36	13.19
均值						29.03	21.52	16.29

来源：Wind 一致性预测、国金证券研究所

风险提示

重卡行业销量超预期下滑

- 13 年重卡行业销量增速较快，预计 14 年增速也仍然较快。但重卡行业受下游基建等影响历来需求波动较大，若国内宏观经济严重恶化，重卡行业销量仍有超预期下滑的可能。

原材料价格大幅上涨风险

- 原材料价格占公司产品成本的 40%左右，虽然公司采取一系列措施严控产品成本，但是若原材料价格大幅上涨，仍会影响公司盈利能力。

新增产能利用率不足

- 公司募投项目主要是新建 2000 万支气门产能，公司也表示随着新配套客户的订单增加，有望充分消化新增产能。但若未来订单情况不达预期，则可能造成产能利用率下滑、公司盈利能力大幅下降。

图表18：公司分业务营收及毛利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
柴油机气门						
销售收入（百万元）	128.52	120.10	86.84	101.60	116.84	130.86
增长率（YOY）	120.78%	-6.55%	-27.69%	17.00%	15.00%	12.00%
毛利率	40.79%	40.08%	33.60%	33.30%	33.00%	32.75%
销售成本（百万元）	76.10	71.96	57.66	67.77	78.28	88.01
增长率（YOY）	146.87%	-5.43%	-19.87%	17.53%	15.52%	12.42%
毛利（百万元）	52.42	48.14	29.18	33.83	38.56	42.86
增长率（YOY）	471.31%	-8.18%	-39.38%	15.96%	13.96%	11.15%
汽油机气门						
销售收入（百万元）	43.44	39.35	35.76	45.77	54.01	62.11
增长率（YOY）	16.52%	-9.42%	-9.12%	28.00%	18.00%	15.00%
毛利率	16.67%	17.22%	8.49%	5.50%	5.60%	5.60%
销售成本（百万元）	36.20	32.57	32.72	43.26	50.99	58.64
增长率（YOY）	25425.01%	-10.01%	0.46%	32.18%	17.88%	15.00%
毛利（百万元）	7.24	6.78	3.04	2.52	3.02	3.48
增长率（YOY）	14928.74%	-6.43%	-55.19%	-17.08%	20.15%	15.00%
售后服务市场						
销售收入（百万元）	99.59	155.78	181.69	159.89	183.87	207.77
增长率（YOY）	8.48%	56.42%	16.63%	-12.00%	15.00%	13.00%
毛利率	42.02%	40.64%	44.19%	45.81%	45.80%	45.80%
销售成本（百万元）	57.74	92.47	101.40	86.64	99.66	112.61
增长率（YOY）	40616.34%	60.14%	9.66%	-14.55%	15.02%	13.00%
毛利（百万元）	41.85	63.31	80.29	73.24	84.21	95.16
增长率（YOY）	86749.82%	51.28%	26.82%	-8.77%	14.97%	13.00%
销售总收入（百万元）	272.20	316.98	305.72	308.26	355.93	402.25
销售总成本（百万元）	170.04	197.01	191.79	197.67	228.93	259.25
毛利（百万元）	102.16	119.97	113.93	110.60	127.00	143.00
平均毛利率	37.53%	37.85%	37.27%	35.88%	35.68%	35.55%

来源：公司资料、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）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	272	317	306	308	356	402
增长率		16.4%	-3.6%	0.8%	15.5%	13.0%
主营业务成本	-170	-197	-192	-198	-229	-259
%销售收入	62.5%	62.1%	62.7%	64.1%	64.3%	64.5%
毛利	102	120	114	111	127	143
%销售收入	37.5%	37.9%	37.3%	35.9%	35.7%	35.5%
营业税金及附加	0	0	0	-1	0	0
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%
营业费用	-13	-16	-15	-15	-17	-19
%销售收入	4.7%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	4.7%
管理费用	-37	-43	-44	-49	-53	-57
%销售收入	13.7%	13.6%	14.2%	15.8%	15.0%	14.2%
息税前利润（EBIT）	52	60	55	46	56	67
%销售收入	19.0%	19.0%	18.0%	14.9%	15.8%	16.5%
财务费用	-12	-13	-12	-11	-11	-15
%销售收入	4.3%	4.0%	3.8%	3.6%	3.1%	3.8%
资产减值损失	-2	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	39	47	41	35	45	52
营业利润率	14.2%	14.9%	13.5%	11.3%	12.8%	12.9%
营业外收支	2	5	5	5	5	6
税前利润	41	52	46	40	50	58
利润率	15.0%	16.3%	15.2%	12.9%	14.2%	14.3%
所得税	-7	-8	-7	-6	-8	-9
所得税率	16.7%	16.2%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	34	43	39	34	43	49
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	43	39	34	43	49
净利率	12.5%	13.7%	12.9%	11.0%	12.0%	12.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	34	43	39	34	43	49
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	14	16	16	18	22
非经营收益	11	12	11	10	9	12
营运资金变动	-10	-31	-37	15	-26	-25
经营活动现金净流	46	37	29	75	43	58
资本开支	-56	-88	-89	-67	-74	-104
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-56	-88	-89	-68	-74	-104
股权募资	0	0	0	198	-16	0
债权募资	83	51	101	-125	60	64
其他	-18	-27	-29	-13	-14	-18
筹资活动现金净流	65	25	72	60	30	46
现金净流量	56	-27	13	67	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	97	70	83	150	150	150
应收款项	90	112	125	105	122	137
存货	91	102	108	97	113	128
其他流动资产	10	33	16	22	25	28
流动资产	287	318	331	374	409	443
%总资产	70.2%	64.6%	52.6%	51.5%	49.8%	46.9%
长期投资	3	3	3	4	3	3
固定资产	75	129	253	299	352	432
%总资产	18.3%	26.2%	40.1%	41.1%	42.8%	45.7%
无形资产	42	39	39	47	56	64
非流动资产	122	174	298	352	413	501
%总资产	29.8%	35.4%	47.4%	48.5%	50.2%	53.1%
资产总计	409	492	630	727	822	944
短期借款	39	50	243	118	178	242
应付款项	45	47	55	52	60	68
其他流动负债	15	13	10	3	3	4
流动负债	100	109	308	173	241	314
长期贷款	113	154	62	62	62	62
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	213	263	370	235	303	376
普通股股东权益	196	229	260	492	519	568
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	409	492	630	727	822	944

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.494	0.630	0.572	0.382	0.482	0.552
每股净资产	2.842	3.317	3.769	5.539	5.844	6.396
每股经营现金净流	0.672	0.539	0.426	0.849	0.490	0.651
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.38%	18.98%	15.17%	6.89%	8.26%	8.64%
总资产收益率	8.32%	8.83%	6.27%	4.66%	5.21%	5.20%
投入资本收益率	12.39%	11.68%	8.30%	5.79%	6.29%	6.49%
增长率						
主营业务收入增长率	44.64%	16.45%	-3.55%	0.83%	15.46%	13.02%
EBIT增长率	74.84%	16.37%	-8.80%	-16.72%	22.64%	18.52%
净利润增长率	45.68%	27.49%	-9.17%	-14.10%	26.41%	14.49%
总资产增长率	48.89%	20.15%	28.02%	15.36%	13.18%	14.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.8	88.3	111.8	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	168.7	179.2	199.9	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	65.9	72.9	92.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	100.3	98.3	173.5	166.1	147.4	166.2
偿债能力						
净负债/股东权益	28.44%	58.46%	85.31%	6.08%	17.34%	27.13%
EBIT利息保障倍数	4.5	4.7	4.7	4.1	5.1	4.4
资产负债率	52.10%	53.47%	58.71%	32.30%	36.89%	39.82%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;

中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD