

# 模塑科技 (000700.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

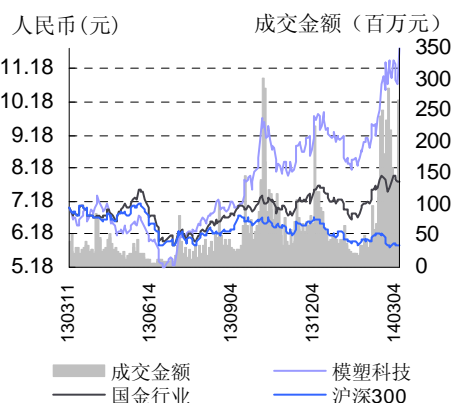
市价(人民币): 11.80元

## 业绩低于预期, 但看好方向不变

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)	309.04
总市值(百万元)	36.47
年内股价最高最低(元)	11.80/5.18
沪深 300 指数	2168.36
深证成指	7328.48



### 相关报告

1. 《保险杠业务快速增长, 民营医院有望提升估值》, 2013.10.30

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

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

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.246	0.591	0.711	0.899	1.104
每股净资产(元)	3.34	3.87	4.45	5.22	6.19
每股经营性现金流(元)	1.02	1.01	1.23	1.08	1.29
市盈率(倍)	-	-	16.60	13.13	10.69
行业优化市盈率(倍)	9.71	11.27	13.42	16.31	16.31
净利润增长率(%)	128.66%	140.90%	20.15%	26.50%	22.83%
净资产收益率(%)	7.35%	15.29%	15.98%	17.23%	17.83%
总股本(百万股)	309.04	309.04	309.04	309.04	309.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司发布业绩快报, 2013 年实现营业收入 29.01 亿元, 同比增长 17.73%, 实现归母净利润 2.20 亿元, 同比增长 20.21%, 对应的 EPS 为 0.71 元。

### 经营分析

- 业绩低于预期, 四季度费用较高可能是主要原因。公司快报业绩低于普遍预期。对比公司前三季度财务数据, 公司第四季度收入为 7.99 亿元, 仅次于第二季度的 8.62 亿元, 但公司第四季度实现 EPS 仅 0.12 元, 大幅低于第二、第三季度值。我们预计, 公司四季度费用可能较高是其实现利润较低的主要原因, 另外公司医院业务正加紧建设, 四季度投入较大也可能是拖累业绩因素之一。
- 保险杠主业仍有望保持较快增长。公司是汽车保险杠领先企业且主要配套上海通用、华晨宝马、北京现代、北京奔驰等优质客户, 出货量增速有望高于行业整体水平, 产品档次也在逐渐提升。基于此, 我们预计公司保险杠产销量仍有望保持较快增长; 另外, 原材料成本在保险杠成本构成中约占 80%, 我们预计未来较长时间内钢材、聚丙烯价格都将维持低位, 公司盈利能力也有望保持较好水平。
- 民营医院仍是重要看点, 目前进展顺利。公司于 13 年投资设立的民营医院(无锡明慈)为高端定位的专科医院, 主要治疗心血管病和糖尿病且带有疗养院性质, 该项业务有望充分受益国内医疗服务需求的高速增长。据了解, 该医院预计将于 14 年四季度建成运营, 初期床位编制约为 150 张。我们认为, 若该医院建成后经营效果良好, 该医院床位编制有扩张空间, 公司也有可能持续加大该项业务投入。

### 盈利预测调整

■ 公司 13 年归母净利润为 2.2 亿元, 我们预测其 14-15 值分别为 2.78、3.41 亿元, 分别增长 26.5%、22.8%, 对应 EPS 分别为 0.90 和 1.10 元。

### 投资建议

■ 公司保险杠主业增长稳健, 可提供安全边际, 涉足民营医院则有助提升公司。公司当前股价对应 14 年仍仅 13 倍 PE, 我们给予公司 13.5-18 元目标价, 对应 14 年 15-20 倍 PE, 维持公司“买入”评级。

### 模塑为国内保险杠领先企业

- **模塑为国内保险杠一级供应商：**各零部件生产企业按照与整车制造商之间的供应关系和紧密程度分为一级供应商、二级供应商、三级供应商等，形成了以整车制造商为核心的金字塔式的多级供应商体系。其中，一级供应商与整车厂的联系最为紧密，进入壁垒较高，厂商数较少，盈利能力也较强。模塑科技是国内汽车保险杠一级供应商，其直接向整车厂商供应保险杠等汽车塑化件总成产品并参与部分车型研发，与整车厂商合作关系稳固，盈利能力稳定，且具备一定的议价能力。
- **公司技术水平和规模始终处于行业领先地位：**公司作为一家专业从事轿车保险杠、防擦条等汽车装饰件生产与经营的企业，经过二十多年的经营，逐步在汽车零部件领域积累了雄厚的技术实力。特别是在汽车保险杠产品的专业化开发、生产中已具备同行业企业不可替代的优势，技术水平和产销规模多年来始终保持行业领先地位。
- **技术水平始终处于行业前列：**公司坚持走创新发展道路，研发水平一直走在中国保险杠行业前列。经过多年研发经验的积累，公司目前已拥有两个省级研发平台，同时不断完善研发创新机制。至 2012 年底，公司共拥有专利 231 项，包括 2 项发明专利。凭借先进的项目管理模式及持续的技术研发，公司产品品质也得以不断提升，并成功得到高端客户如宝马、奔驰等的认可。
- **规模居于行业领先地位：**多年来，公司以“低成本、大规模、高速度”为指导思想，不断扩大生产和销售规模，通过规模化生产，公司有效降低了生产成本，并进一步增强了公司参与市场竞争的能力。经过多年发展，公司已成功在上海、烟台、沈阳、武汉等地设立生产基地，目前已具备约 200 万套的保险杠总产能，居于行业领先地位。

图1：国内主要保险杠厂商情况（2011年）

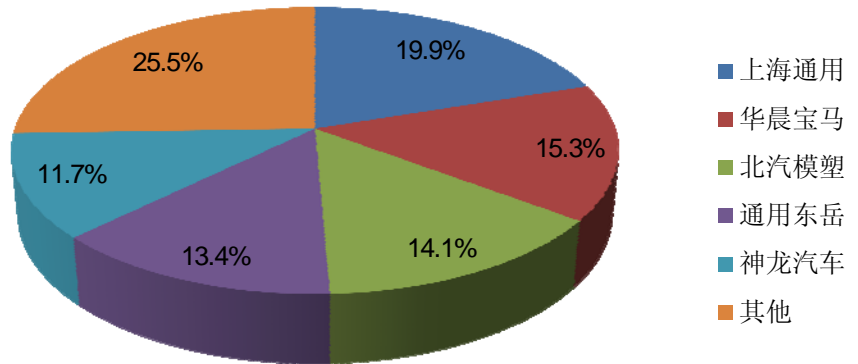
企业	成立时间	股东性质	主要客户	类型	保险杠产量 (万套)	份额
延锋彼欧	2007	延锋伟世通与法国彼欧合资	上汽、大众、通用	内部供应商	392	16%
芜湖普威	2003	内资	奇瑞	内部供应商	278	12%
常州瑞悦	1980	内资	自主汽车厂商	独立供应商	200	8%
天津三五	2003	日本三五公司独资	丰田	内部供应商	199	8%
芜湖辉业	2007	内资	奇瑞	内部供应商	150	6%
常州武起	1986	内资	日产	内部供应商	150	6%
模塑科技	1988	内资	通用、大众、宝马、奔驰、神龙、现代等	独立供应商	120	5%
常州鹏通	1995	内资	自主汽车厂商	独立供应商	96	4%
上海依赛	1996	中德合资	大众、通用、上汽	内部供应商	95	4%
长春华翔佛吉亚	2006	中法合资	一汽大众	内部供应商	89	4%
其他					630	26%
合计					2400	100%

来源：中国汽车工业年鉴、国金证券研究所

- **公司客户资源优质，并进入高端整车厂配套体系：**公司始终坚持“贴近客户，高效服务”的理念，坚持向客户提供优质的产品和服务，获得了国内外汽车生产商的青睐。公司目前主要客户包括上海通用（是其第一大配套客户，合计占公司收入比例在 30% 以上）、华晨宝马、北京现代、北京奔驰、神龙汽车、上海大众等众多实力雄厚的整车生产公司，并与这些整车厂建立了长期持久的合作关系。特别值得说明的是，公司通过不断提升产品品质和品牌实力，成为宝马和奔驰在国内的保险杠唯一指定供应商，并分别被宝马汽车和奔驰汽车授予“全球开发供应商”、“A 级供应商”的

殊荣，其品牌影响力可见一斑。而且，近年公司提出“进驻高端”战略，不断提升产品档次，并不断扩大高端客户在公司销量结构中的占比（目前公司主营收入中华晨宝马占比达到 15.3%，仅次于上海通用）。

图表2: 公司前五大客户收入占比 (1H2013)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表3: 模塑科技近年所获荣誉

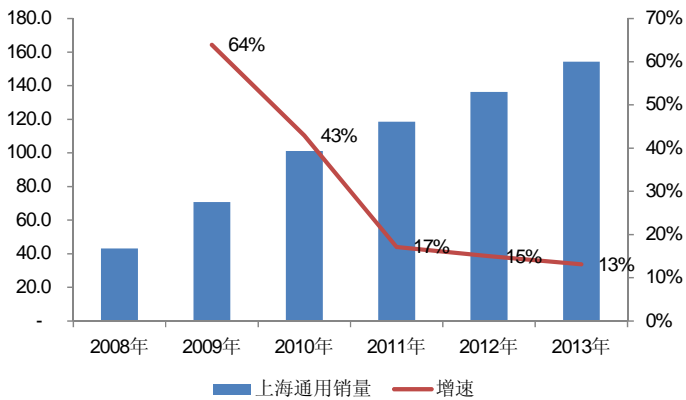
年份	评奖单位	获得荣誉
2012	通用汽车	连续7年被评为“优秀供应商”
2012	华晨金杯	多次被评为优秀售后服务商
2012	宝马汽车	被定位为全球开发供应商
2012	奔驰汽车	A级供应商
2012	北京现代	优秀供应商
2011	神龙汽车	最佳供应商
2008	中国汽车报	全国十佳汽车零部件供应商
2008	车人网、国际商报	“汽车用户最佳口碑”最佳汽车供应商

来源：公司公告、国金证券研究所

### 公司未来塑化汽车装饰件业务有望继续实现较快发展

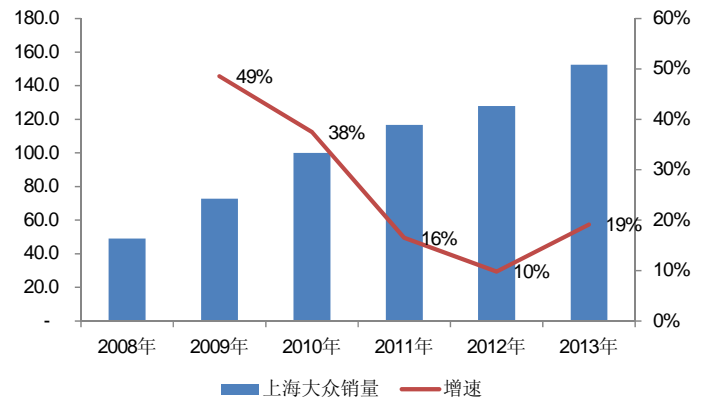
- **依托优质客户，公司塑化汽车装饰件有望维持较快增长：**近年来，公司依托优质客户的高增长，其塑化汽车装饰件业务也得以迅速成长。我们认为，依托通用、大众、宝马、奔驰这些优质客户，公司塑化汽车装饰件业务有望维持较快增长。
- **主要客户销量增长仍然较快：**13年以来，受益于国内汽车特别是乘用车行业的高景气，公司主要客户如通用、大众、现代等公司销量均取得较快增长。特别地，华晨宝马和北京奔驰13年销量增长均迎来爆发，同比增速分别达约41%和24%。依托主要客户销量的快速增长，公司上半年塑化汽车装饰件业务也实现了高增长。我们认为，依托通用、大众等国内规模最大、增长极为稳健的整车厂商以及宝马、奔驰等定位高端、增长潜力巨大的车企，公司塑化汽车装饰件业务有望继续实现较快增长。

图表4: 上海通用近年销量及增速 (万辆)

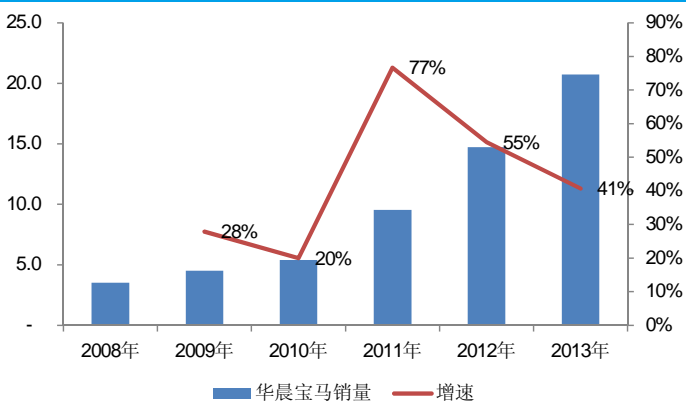


来源: CAAM、国金证券研究所

图表5: 上海大众近年销量及增速 (万辆)

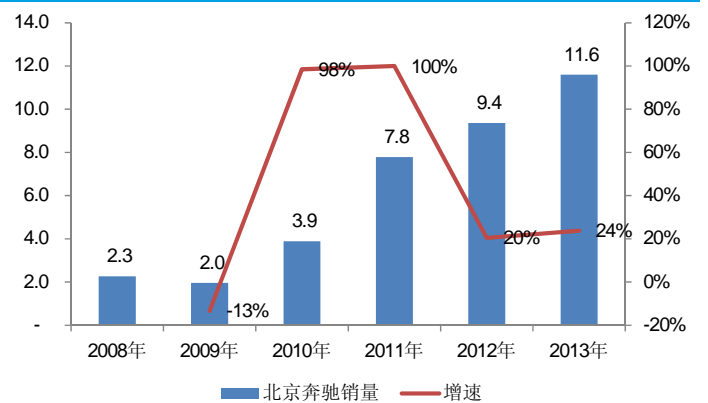


图表6: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆)



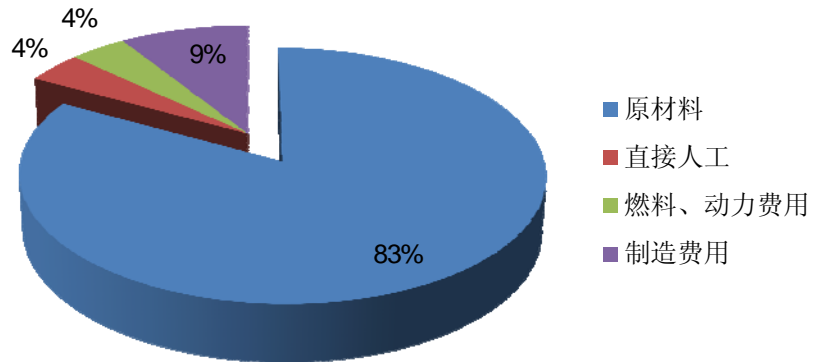
来源: CAAM、国金证券研究所

图表7: 北京奔驰近年销量及增速 (万辆)



- **公司保险杠业务盈利能力有望维持:** 汽车保险杠是由外板、缓冲材料和横梁三部分组成, 原材料主要由塑料 (主要原料为聚丙烯) 制成。参考同行业数据, 原材料成本在保险杠总成本中占比极高, 约为 83%, 对保险杠的盈利能力有重要影响。近年来, 公司保险杠业务不仅收入增长迅速, 而且盈利能力也稳步提升。我们分析, 公司盈利能力的持续提升, 主要是受益于原材料成本的持续下降, 而原材料成本短期之内在低位徘徊的局面仍然不会改变, 因而有望继续支撑公司保险杠业务维持较高盈利水平。

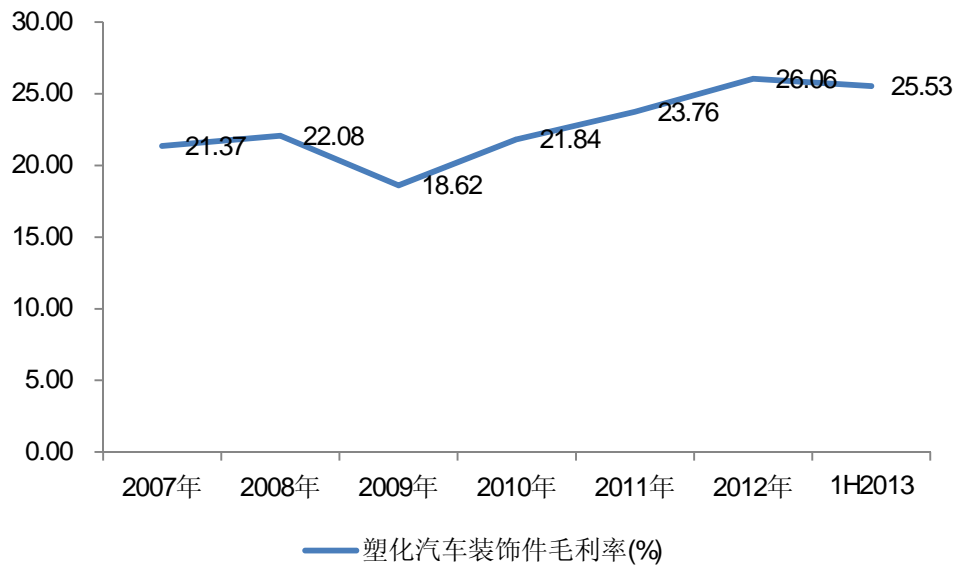
图表8: 汽车保险杠成本构成 (参考值: 一汽富维)



来源: 一汽富维年报、国金证券研究所

- 近年公司塑化汽车装饰件毛利率持续提升:** 近年公司以保险杠为主的塑化汽车装饰件业务毛利率持续提升, 从 07 年的 21.37% 提升至 2012 年的 26.06%, 5 年间提升了 4.69 个百分点。

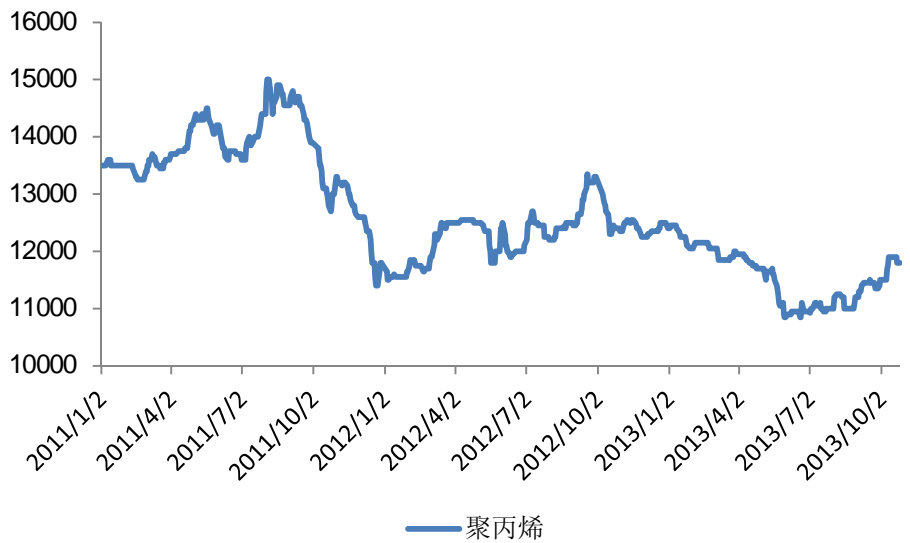
图表9: 公司近年塑化汽车装饰件毛利率变化



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 原材料成本持续低位将支撑保险杠维持较高盈利水平:** 近年来, 聚丙烯价格震荡下行, 这是公司保险杠毛利率持续提升的重要因素之一。我们认为, 至少在 14 年来看, 聚丙烯价格仍将保持较低水平, 公司仍将受益原材料成本下降带来的盈利能力提升。

图表10: 2011年以来国内聚丙烯价格(元/吨)

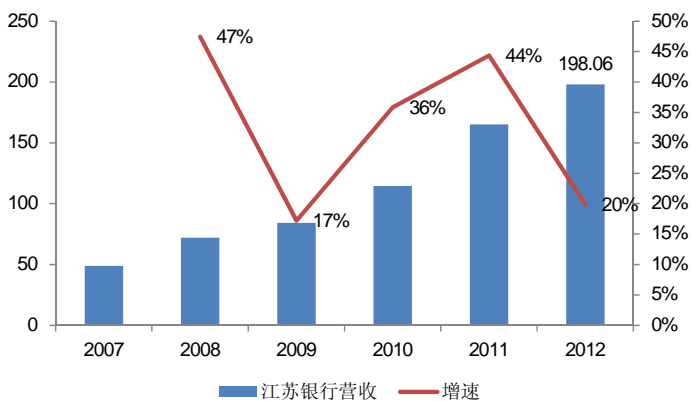


来源: Wind、国金证券研究所

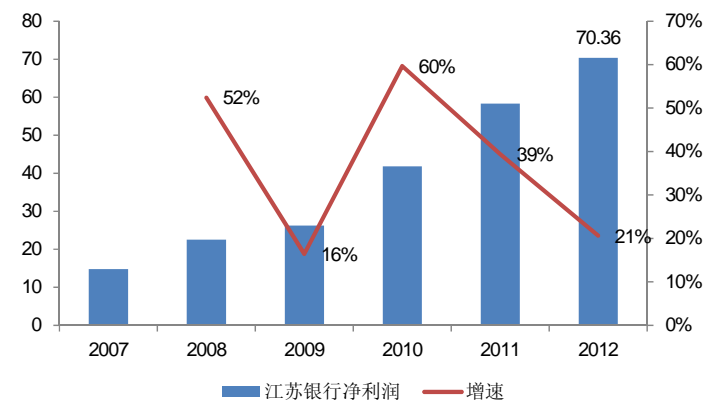
参股江苏银行，总市值估计至少达4亿元

- 公司曾参与发起设立江苏省唯一省属地方商业银行：江苏银行是在江苏省内无锡、苏州、南通等 10 家城市商业银行基础上，合并重组而成的现代股份制商业银行。江苏银行于 2007 年 1 月 24 日正式挂牌开业，是江苏省唯一一家省属地方法人银行。目前，江苏银行有营业机构 490 多家，其中，省内下辖 12 家分行，在南京地区拥有 21 个营业网点，在省外先后开设了北京、上海、深圳、杭州 4 家分行。模塑科技目前持有江苏银行约 1 亿股，初始投资成本为 7260 万元。2012 年，江苏银行分别实现营业收入和净利润 198.06 亿元和 70.36 亿元，净利率高达 35.5%。

图表11: 江苏银行近年营收及增速(亿元)



图表12: 江苏银行近年净利润及增速(亿元)



来源: 江苏银行年报、国金证券研究所

- 模塑持有江苏银行 1 亿股，合理市值约为 4 亿元：公司目前持有江苏银行约 1 亿股，最初投资成本为 7260 万。江苏银行上市预期强烈，2012 年江苏银行每股净资产 3.75 元，EPS 为 0.77 元，参考目前主要上市股份制商业银行的平均市盈率约 5 倍，平均市净率约 1 倍计算，江苏银行每股股价应约为 4 元，对应模塑科技持有的 1 亿股股份总市值至少将达 4 亿元。另外值得一提的是，公司于 2007-2013 年（除 2010 年）每年均收到江苏银行稳定分红 803.54 万元。

图表13: 国内主要上市股份制商业银行及城商行估值情况 (2014年3月7日)

公司	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	市价 (元)	总市值 (亿元)	EPS-2012 (元)	PE	PB
招商银行	1133.67	452.77	9.68	2680.87	2.10	4.61	0.92
民生银行	1031.11	383.08	7.76	2589.83	1.34	5.79	1.16
兴业银行	876.19	349.27	9.03	2128.15	3.22	2.80	0.88
华夏银行	397.77	127.96	7.33	662.51	1.87	3.92	0.83
北京银行	278.17	116.84	8.07	705.77	1.38	5.85	0.88
宁波银行	103.42	40.68	8.70	258.1	1.41	6.17	0.98
南京银行	91.14	40.45	7.83	244.94	1.35	5.80	0.88
均值						4.99	0.93

来源: Wind、国金证券研究所

备注: 营收、净利润均为 2012 年数据

### 进军民营医院领域, 有利于提升公司整体估值

- **战略性布局医疗产业, 民营医院有望成公司未来新亮点:** 13年4月, 公司公告子公司鸿意地产拟斥资约 3 亿元投资设立民营医院——无锡明慈心血管病医院。此次进军民营医院, 彰显了公司布局医疗产业构建多元化经营格局的战略意图。该医院初期床位编制预计为 150 张, 主要以心血管病和糖尿病的检查、诊断、治疗为特色, 以高端健康体检、健康管理为重点, 兼有中老年高端养老等功能。特别值得说明的是, 公司虽是首次进入民营医院领域, 但并不冒进: 一方面, 明慈医院与国际级医疗机构已建立战略合作关系, 公司在专科诊疗方面已具备充分的技术和人才储备; 另一方面, 公司此前也一直走多元化发展道路, 在多业务经营上具有丰富的经验。明慈医院现已获得江苏省卫生厅设置医疗机构管理资质审批, 我们预计该医院将于 14 年四季度建成运营。
- **涉足心血管病和糖尿病市场, 有望分享行业高增长盛宴:** 2011 年, 心脑血管疾病已成为全球第一大类疾病, 其市场容量巨大。目前我国市场约 1000 亿元, 年增速超过 20%, 且在我国经济发展和老龄化加剧等综合因素促使下, 有望迎来至少 10 年的高速增长期; 目前全球糖尿病患者约 3.66 亿人, 中国糖尿病患者近 1 亿, 近年国内市场年增速约 27%, 但国内达到预期治疗效果的糖尿病患者比率仅为 3.2%, 糖尿病领域存在着巨大发展空间。
- **与国际级医疗机构建立战略合作关系, 技术实力雄厚:** 目前, 无锡明慈医院与德国北威州心脏和糖尿病中心(HDZ)、中国健康促进基金会等机构均建立了稳定的战略合作关系。与国际级医疗机构建立战略合作关系, 将有利于明慈充分利用国际先进诊疗技术和先进管理经验, 从而将迅速提升其在心脏和糖尿病诊疗方面的技术实力。
- **成熟后预计每年能贡献 500-800 万元利润, :** 我们根据行业经验信息进行了大致测算, 明慈医院未来成熟后预计将贡献 7000-8000 万左右的收入, 按照医院行业平均 15-20%的净利率(专科医院可能略高)以及公司实际持股比例 51%(明慈医院为鸿意地产全资子公司, 模塑科技目前持有鸿意 51%股权)计算, 预计可贡献 500-800 万的净利润, 对应公司当前 3.09 亿股贡献 EPS 约 0.02-0.03 元。同时, 根据行业经验, 前期由于设备、人员投入较大难以实现盈利, 一般而言, 医院需经过 3 年左右的培育期, 3 年之后进入成熟期后预计能稳定贡献收益。

图表14: 明慈医院未来成熟后收入和盈利测算

单人平均住院时间	单床年均接收病人数	床位数	每年接收病人总数
20天	18人	150张	2700人
人均单次住院费用	年收入	净利率	净利润
2.5-3万元	7000-8000万元	15%-20%	1000-1600万元

来源: 互联网、国金证券研究所

- **民营医院业务将利于提升公司估值:** 民营医院为新兴市场, 高成长性必然带来高估值。从目前国内主要涉及民营医院业务的上市公司估值水平来看, 其平均 PE 约为 38 倍。因此我们认为, 介入民营医院领域将利于提升公司的整体估值水平。

图表15: A 股涉及民营医院业务公司的估值情况 (2014 年 3 月 7 日)

公司	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	市价 (元)	EPS-TTM (元)	PE-TTM
开元投资	34.03	1.11	7.73	0.16	48.52
金陵药业	23.05	1.79	13.35	0.32	41.13
益佰制药	22.53	3.39	37.90	0.96	39.44
双鹭药业	10.07	4.80	41.78	1.25	33.35
马应龙	15.42	1.67	18.46	0.57	32.33
复星医药	23.05	1.79	13.35	0.32	41.13
均值					39.32

来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 公司分业务营收、毛利及其预测

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>塑化汽车装饰件</b>					
销售收入 (百万元)	1,594.24	1,940.48	2,560.46	3,123.76	3,686.04
增长率 (YOY)	14.47%	21.72%	31.95%	22.00%	18.00%
毛利率	23.76%	26.06%	25.50%	25.30%	25.20%
销售成本 (百万元)	1,215.40	1,434.73	1,907.54	2,333.45	2,757.16
增长率 (YOY)	11.66%	18.05%	32.95%	22.33%	18.16%
毛利 (百万元)	378.84	505.74	652.92	790.31	928.88
增长率 (YOY)	24.52%	33.50%	29.10%	21.04%	17.53%
<b>房地产</b>					
销售收入 (百万元)	103.00	57.31	55.00	55.00	55.00
增长率 (YOY)	-71.41%	-44.36%	-12.76%	0.00%	0.00%
毛利率	31.00%	31.00%	41.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	71.07	39.54	32.45	33.00	33.00
增长率 (YOY)	-71.82%	-44.36%	-17.94%	1.69%	0.00%
毛利 (百万元)	31.93	17.77	22.55	22.00	22.00
增长率 (YOY)	-70.46%	-44.36%	26.93%	-2.44%	0.00%
<b>专用设备定制</b>					
销售收入 (百万元)	65.08	81.04	166.14	191.06	208.25
增长率 (YOY)	-51.97%	24.53%	105.00%	15.00%	9.00%
毛利率	18.02%	5.33%	17.00%	17.50%	17.50%
销售成本 (百万元)	53.35	76.72	137.89	157.62	171.81
增长率 (YOY)	-53.95%	43.81%	79.74%	14.31%	9.00%
毛利 (百万元)	11.73	4.32	28.24	33.44	36.44
增长率 (YOY)	-40.24%	-63.14%	553.41%	18.38%	9.00%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	201.94	385.56	120.00	120.00	120.00
增长率 (YOY)	145.07%	90.93%	-68.88%	0.00%	0.00%
毛利率	31.87%	31.18%	8.00%	8.50%	8.50%
销售成本 (百万元)	137.57	265.33	110.40	109.80	109.80
增长率 (YOY)	82.52%	92.87%	-58.39%	-0.54%	0.00%
毛利 (百万元)	64.37	120.23	9.60	10.20	10.20
增长率 (YOY)	815.65%	86.79%	-92.02%	6.25%	0.00%
占总销售额比重	10.28%	15.65%	4.14%	3.44%	2.95%
占主营业务利润比重	13.22%	18.55%	1.35%	1.19%	1.02%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>1964.25</b>	<b>2464.39</b>	<b>2901.60</b>	<b>3489.82</b>	<b>4069.29</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>1477.39</b>	<b>1816.33</b>	<b>2188.29</b>	<b>2633.87</b>	<b>3071.76</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>486.86</b>	<b>648.06</b>	<b>713.31</b>	<b>855.95</b>	<b>997.53</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>24.79%</b>	<b>26.30%</b>	<b>24.58%</b>	<b>24.53%</b>	<b>24.51%</b>

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,971</b>	<b>1,964</b>	<b>2,464</b>	<b>2,902</b>	<b>3,490</b>	<b>4,069</b>	货币资金	858	671	561	600	620	650
增长率		-0.3%	25.5%	17.7%	20.3%	16.6%	应收款项	390	389	597	613	722	830
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,476</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,814</b>	<b>-2,188</b>	<b>-2,634</b>	<b>-3,072</b>	存货	517	529	594	659	794	926
%销售收入	<b>74.9%</b>	<b>74.7%</b>	<b>73.6%</b>	<b>75.4%</b>	<b>75.5%</b>	<b>75.5%</b>	其他流动资产	265	185	112	220	264	308
<b>毛利</b>	<b>495</b>	<b>496</b>	<b>650</b>	<b>713</b>	<b>856</b>	<b>998</b>	流动资产	2,031	1,774	1,863	2,092	2,400	2,714
%销售收入	<b>25.1%</b>	<b>25.3%</b>	<b>26.4%</b>	<b>24.6%</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.5%</b>	%总资产	<b>52.1%</b>	<b>45.2%</b>	<b>46.2%</b>	<b>49.9%</b>	<b>52.8%</b>	<b>55.4%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-66</b>	<b>-3</b>	<b>-18</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>	<b>-34</b>	长期投资	942	1,164	997	997	997	997
%销售收入	<b>3.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	固定资产	863	916	954	885	934	975
<b>营业费用</b>	<b>-67</b>	<b>-82</b>	<b>-82</b>	<b>-90</b>	<b>-106</b>	<b>-124</b>	%总资产	<b>22.2%</b>	<b>23.4%</b>	<b>23.7%</b>	<b>21.1%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.9%</b>
%销售收入	<b>3.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	无形资产	58	61	61	60	60	59
<b>管理费用</b>	<b>-156</b>	<b>-186</b>	<b>-243</b>	<b>-284</b>	<b>-340</b>	<b>-395</b>	非流动资产	1,863	2,147	2,168	2,099	2,147	2,189
%销售收入	<b>7.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.7%</b>	%总资产	<b>47.9%</b>	<b>54.8%</b>	<b>53.8%</b>	<b>50.1%</b>	<b>47.2%</b>	<b>44.6%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>206</b>	<b>226</b>	<b>307</b>	<b>315</b>	<b>380</b>	<b>445</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,894</b>	<b>3,921</b>	<b>4,031</b>	<b>4,191</b>	<b>4,548</b>	<b>4,903</b>
%销售收入	<b>10.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.9%</b>	短期借款	1,875	1,996	1,611	1,084	1,010	845
<b>财务费用</b>	<b>-94</b>	<b>-107</b>	<b>-112</b>	<b>-76</b>	<b>-63</b>	<b>-54</b>	应付款项	797	661	803	1,031	1,241	1,447
%销售收入	<b>4.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.3%</b>	其他流动负债	91	50	249	298	309	321
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	流动负债	2,763	2,707	2,663	2,413	2,561	2,613
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	170	0	0	230	200	200
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>46</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	其他长期负债	39	10	1	0	0	0
%税前利润	<b>n.a</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>17.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>负债</b>	<b>2,973</b>	<b>2,717</b>	<b>2,665</b>	<b>2,643</b>	<b>2,761</b>	<b>2,813</b>
<b>营业利润</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>181</b>	<b>262</b>	<b>318</b>	<b>391</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>753</b>	<b>1,033</b>	<b>1,195</b>	<b>1,375</b>	<b>1,612</b>	<b>1,913</b>
营业利润率	<b>4.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.6%</b>	少数股东权益	168	171	172	173	175	176
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,894</b>	<b>3,921</b>	<b>4,031</b>	<b>4,191</b>	<b>4,548</b>	<b>4,903</b>
<b>税前利润</b>	<b>94</b>	<b>109</b>	<b>208</b>	<b>257</b>	<b>323</b>	<b>396</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>4.8%</b>	<b>5.6%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.7%</b>		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-32</b>	<b>-9</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>-44</b>	<b>-53</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>33.9%</b>	<b>8.1%</b>	<b>11.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.5%</b>	每股收益	0.107	0.246	0.591	0.711	0.899	1.104
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>100</b>	<b>184</b>	<b>221</b>	<b>279</b>	<b>343</b>	每股净资产	2.438	3.341	3.868	4.448	5.217	6.191
少数股东损益	29	24	1	2	2	2	每股经营现金净流	0.379	1.021	1.006	1.234	1.083	1.288
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33</b>	<b>76</b>	<b>183</b>	<b>220</b>	<b>278</b>	<b>341</b>	每股股利	0.010	0.000	0.130	0.130	0.130	0.130
净利率	<b>1.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.40%	7.35%	15.29%	15.98%	17.23%	17.83%
							总资产收益率	0.85%	1.94%	4.53%	5.24%	6.11%	6.96%
							投入资本收益率	4.58%	6.48%	9.12%	9.47%	10.97%	12.28%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	14.10%	-0.33%	25.46%	17.74%	20.27%	16.60%
							EBIT增长率	5.34%	9.66%	36.08%	2.55%	20.76%	17.00%
							净利润增长率	26.66%	128.66%	140.90%	20.15%	26.50%	22.83%
							总资产增长率	12.72%	0.68%	2.82%	3.96%	8.51%	7.80%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	48.5	61.4	62.7	65.0	65.0	65.0
							存货周转天数	133.9	130.1	112.9	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	115.8	107.5	90.0	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	144.3	157.0	130.8	96.0	83.9	74.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	128.76%	110.08%	76.73%	46.10%	33.00%	18.87%
							EBIT利息保障倍数	2.2	2.1	2.7	4.1	6.1	8.2
							资产负债率	76.33%	69.31%	66.09%	63.07%	60.70%	57.38%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>100</b>	<b>184</b>	<b>221</b>	<b>279</b>	<b>343</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>147</b>	<b>155</b>	<b>163</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>98</b>
非经营收益	100	104	40	44	50	42
营运资金变动	-193	-43	-75	23	-86	-85
<b>经营活动现金净流</b>	<b>117</b>	<b>316</b>	<b>311</b>	<b>381</b>	<b>335</b>	<b>398</b>
资本开支	-104	-205	42	-5	-115	-115
投资	-35	-20	-150	0	0	0
其他	1	8	10	46	20	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-138</b>	<b>-216</b>	<b>-98</b>	<b>41</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	506	99	-82	-298	-104	-165
其他	-539	-181	-157	-86	-116	-108
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-83</b>	<b>-238</b>	<b>-384</b>	<b>-220</b>	<b>-273</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-55</b>	<b>17</b>	<b>-25</b>	<b>39</b>	<b>20</b>	<b>30</b>

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
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.00

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 2013-10-30	买入	8.30	12.00 ~ 14.00

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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作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