



产品升级在即，主业延伸可期

增持 首次

核心观点:

- 汽车制动件产品下游需求巨大
- 产品升级、产能扩张在即，盈利能力步入上行通道
- 主业向汽车服务业延伸战略值得重点关注

- **公司是国内制动盘/制动毂产品的领先者。**公司是国内规模最大、产品型号最多的汽车制动部件生产企业之一，面向国内汽车整车厂商和国外售后市场，高产值的制动盘、制动毂是公司的绝对主导产品。
- **汽车制动件产品下游需求巨大。**1) 我国汽车产销量：连年稳步增长，持续的产销两旺带动起对汽车制动部件的强劲需求；2) 我国汽车保有量：2013年已超过1.37亿辆，足以触发和启动空间巨大的售后维修服务(AM)市场；3) 出口量：海外AM市场尚有可挖掘空间。
- **产品升级及产能扩张在即，为公司进军高端市场、提升盈利能力打下坚实基础。**3.5万吨高性能制动盘项目和80万套制动钳项目分别在去年底、明年初投产，届时公司将拥有进入国内外高端汽车品牌的整车配套市场的实力，并基本具备制动器总成及制动系统总包能力。与此同时，部分欧美知名车企进入内部整合期，公司拟以合资合作、股权并购等形式，使产品直接进入国际OEM配套及国内合资品牌市场，承接全球高端汽车制动件的技术及产能转移。我们认可公司通过改进技术、提升产品档次、扩张产能以及调整市场结构来提升利润空间的转型升级路线，未来两年公司的盈利能力将步入上行通道。
- **主业从制造业向汽车服务业延伸是公司当前的重要战略，建议密切关注后续进展与落实。**公司2013年报里表述：随着私家车主售后保养服务意识的增强，国内AM市场正面临着历史性发展机遇，预计2015年汽车用品及维修行业产值将超过7000亿元。为把握市场良机，公司在发展壮大主业的前提下，拟通过并购、合资等模式进入国内AM市场，实现从汽车制造业向汽车服务业的延伸。我们认为公司进军汽车服务业有三大比较优势：在B2B领域的强大品牌效应可迁延至合作企业；能够直供零部件，打通AM市场全产业链；制动件属易耗品但事关驾驶安全重要性高，消费者容易在重复购买过程中建立品牌依赖度。
- **盈利预测及估值。**我们预计，公司2014-2016年EPS为0.53元/0.72元/0.94元，对应PE36倍/27倍/20倍，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	1011.52	1132.16	1358.59	1698.24	2037.88
同比增长率	-2.41%	11.93%	20.00%	25.00%	20.00%
净利润(百万)	38.44	52.78	78.71	106.97	139.90
同比增长率	-28.98%	37.32%	49.12%	35.91%	30.78%
每股收益(元)	0.257	0.353	0.527	0.716	0.936
净资产收益率	4.26%	4.13%	5.80%	7.31%	8.73%

中小市值公司研究组

首席分析师:

王风华(S1180511010001)

新财富 2013 年最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师:

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

《中小市值周报 20140413: 工业机器人行业的春天到来》

2014/04/13

《中小市值周报 20140408: 照明行业的绿色革命——LED》

2014/04/08

《中小市值周报 20140323: 优先股利好蓝筹，信息安全是焦点》

2014/03/23

目录

我们的核心观点	4
一、国内汽车制动盘/制动毂产品的领先者.....	5
二、汽车制动件行业需求空间巨大.....	5
三、行业竞争特点：OEM 要求高，AM 较易进入	7
四、公司核心优势突出，行业地位稳固.....	9
五、产品升级+产能扩张=提升盈利能力	9
六、进军汽车服务业战略值得重点关注.....	10
七、盈利预测及估值	10

图表

图 1 公司细分产品构成（2012 年度）	5
图 2 公司盈利走势（%）	5
图 3 2008-2013 年我国汽车产量及增速（万辆）	6
图 4 2008-2013 年我国机动车及汽车保有量（万辆）	6
图 5 各类型汽车所用制动件产品及产品寿命	6
图 6 我国汽车制动件市场容量测算	7
图 7 汽车制动部件细分市场特征分析	8
图 8 我国汽车制动件企业与整车厂的常见合作模式	8

我们的核心观点

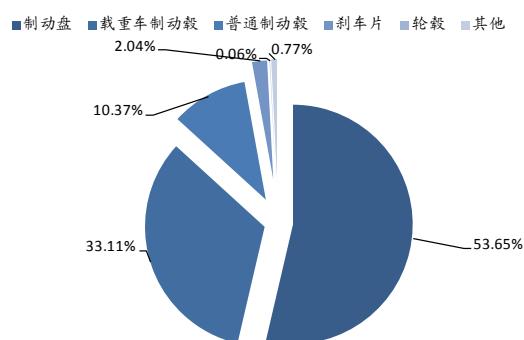
- 1. 汽车制动件需求空间巨大。**公司汽车制动件属于易损耗品，国内汽车产量、汽车保有量、出口量是影响和拉动其需求的“三驾马车”，未来需求前景乐观。（1）国内汽车产量：我国加入 WTO 后，汽车工业飞速发展。最新统计数据显示，2013 年，我国汽车产销量延续了上一年度的发展态势，双双突破 2100 万辆，再创新高，并再度蝉联全球产销量第一。全年累计生产汽车 2211.68 万辆，同比增长 14.76%；销售汽车 2198.41 万辆，同比增长 13.87%。持续的产销两旺带动对汽车制动部件的强劲需求。（2）国内汽车保有量：在欧美这样的成熟市场，由于保有量较高，整车市场与零部件市场的市场规模比例可以达到 1:1.7。截至 2013 年末，我国汽车保有量已超过 1.37 亿辆，足以触发和启动空间巨大的 AM 市场，汽车制动件必将从中受益。（3）海外出口量：我国出口的汽车制动部件大部分还是供应海外 AM 市场，凭借技术改进、产品档次提升，海外 AM 市场还有可挖掘空间。
- 2. 产品升级及产能扩张在即，为公司进军高端市场、提升盈利能力打下坚实基础。**3.5 万吨高性能制动盘项目和 80 万套制动钳项目分别在今年底、明年初投产，届时公司将拥有进入国内外高端汽车品牌的整车配套市场的实力，并基本具备制动器总成及制动系统总包能力。与此同时，部分欧美知名车企正进入内部整合期，公司拟借此契机以合资合作、股权并购等形式，使产品直接进入国际 OEM 配套及国内合资品牌市场。我们认可公司通过改进技术、提升产品档次、扩张产能以及调整市场结构来提升利润空间的转型升级路线，未来两年公司的盈利能力将步入上行通道。
- 3. 从传统制造业向汽车服务业延伸是公司当前的重要战略，建议密切关注后续发展与落实。**公司在 2013 年报里表述：随着私家车主售后保养服务意识的增强，国内汽车后市场即 AM 市场正面临着历史性的发展机遇，预计 2015 年汽车用品及维修行业产值将超过 7000 亿元。为把握市场良机，公司计划在发展壮大主业的前提下，通过并购、合资等模式进入国内 AM 市场，以实现从传统汽车制造业向汽车服务业的延伸。我们推测，未来公司可能会与 4S 店、2S 店紧密合作，作为品牌零部件供应商参与汽车售后市场的服务。相对其他企业，公司进军汽车服务业的比较优势在于：（1）在 B2B 领域深耕多年积累起来的强大品牌效应，可以迁延到合作企业；（2）能够直供零部件，打通汽车售后市场包括车辆养护、维修、配件提供及更换等服务在内的全产业链；（3）制动件属易耗品但事关驾驶安全重要性高，消费者容易在重复购买行为中建立起品牌依赖度。综上，我们建议投资者密切关注公司向汽车服务业延伸主业战略的后续进展与落实。

一、国内汽车制动盘/制动毂产品的领先者

山东隆基机械股份有限公司（以下简称“隆基机械”）是一家以汽车制动部件产品开发、生产、销售为一体的省级高新技术企业，也是国内规模最大、产品型号最多的汽车制动部件生产企业之一。目前公司的主导产品为汽车制动盘、制动毂（包括普通制动毂和载重车制动毂）、轮毂、刹车片等，面向国内汽车整车厂商和国外售后市场。自1994年公司成立以来，主营业务未发生重大变化，制动盘和制动毂的占总营业收入的比重一直在86%以上。

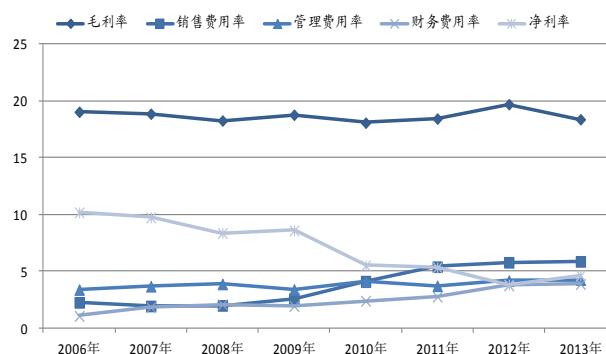
2006-2013年，公司的毛利率一直在18.7%上下小幅波动，较为平稳；期间费用率则持续攀升，特别是销售支出增加较多；受金融危机的冲击，2010年公司净利率从8.58%大幅下跌至5.49%，此后至今稳中微降。

图1 公司细分产品构成（2012年度）



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图2 公司盈利走势（%）



资料来源：公司公开资料，宏源证券

二、汽车制动件行业需求空间巨大

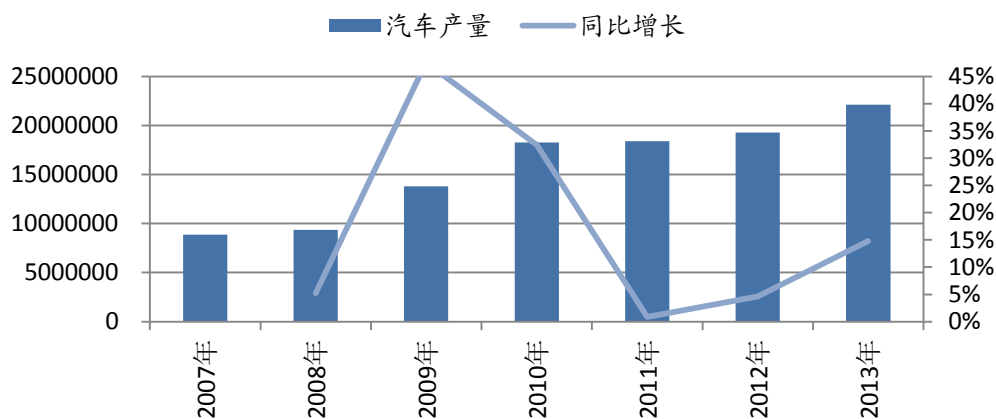
汽车制动件属于易损耗品，国内汽车产量、汽车保有量、出口量是影响和拉动其需求的“三驾马车”，未来需求前景乐观。

1. 国内汽车产量：我国加入WTO后，汽车工业飞速发展。最新统计数据显示，2013年，我国汽车产销量延续了上一年度的发展态势，双双突破2100万辆，再创新高，并再度蝉联全球产销量第一。全年累计生产汽车2211.68万辆，同比增长14.76%；销售汽车2198.41万辆，同比增长13.87%。持续的产销两旺带动对汽车制动部件的强劲需求。

2. 国内汽车保有量：美国、欧洲这样的成熟市场，由于汽车保有量高，汽车维修服务市场对汽车零部件的需求非常庞大，整车市场与零部件市场的市场规模比例可以达到1:1.7左右。据汽车工业协会统计，截至2013年末，我国汽车保有量超1.37亿辆，我们认为这个保有量足以触发和启动空间巨大的AM市场，汽车制动件将从中受益。

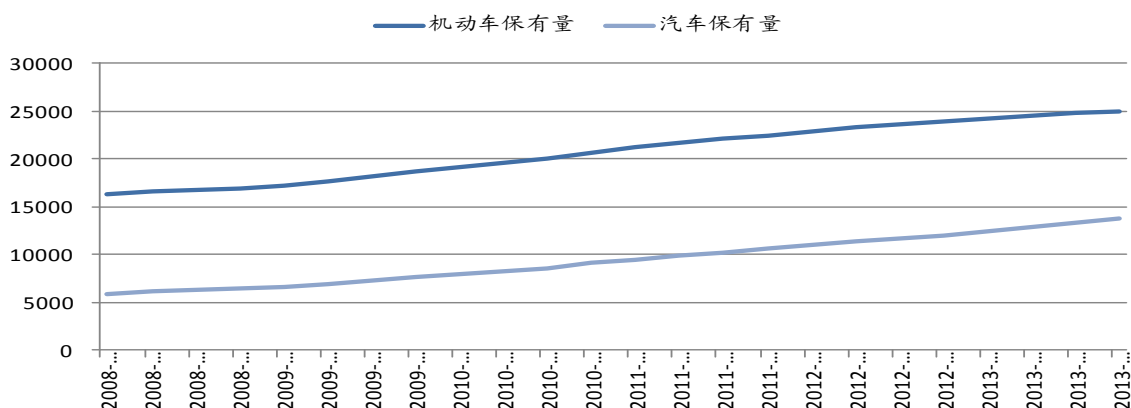
3. 海外出口量：我国出口的汽车制动部件大部分还是供应海外AM市场，在全球超过11亿辆的汽车保有量中，欧美地区的保有量几乎占到一半，而且当地居民的汽车保养维修意识较强。因此，对中国的汽车制动件厂商来说，海外AM市场有进一步拓展空间。

图 3 2008-2013 年我国汽车产量及增速（万辆）



资料来源：宏源证券

图 4 2008-2013 年我国机动车及汽车保有量（万辆）



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 5 各类型汽车所用制动件产品及产品寿命

	车型	常见产品配置	所用制动件产品	使用寿命
乘用车	大部分	前轮使用盘式制动器，后轮使用鼓式制动器（装配普通制动鼓），即“前盘后鼓”	刹车片	3-5 万公里
	高档车	一般四轮均使用盘式制动器	制动盘	8-15 万公里
商用车	大客、重卡	装配载重车制动鼓	载重车制动鼓	8-10 万公里
	其他商用车	四轮均使用鼓式制动器		

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 6 我国汽车制动件市场容量测算

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	备注
汽车总产量（万辆）	934.5	1379.1	1826.5	1841.9	1927.2	2211.7	每辆重型货车装配6-8个载重制动鼓；每辆大型客车装配4个载重制动鼓；其他汽车每辆装配4个制动盘/制动鼓；每辆汽车装配8片刹车片
重型货车产量（万辆）	53.6	63.4	105.9	82.3	59.1	66.0	
大型客车产量（万辆）	4.2	4.8	6.9	6.8	7.5	7.9	
载重车制动鼓市场容量估计（万件）	406.7	463.1	768.7	603.2	443.8	493.7	
其他车辆（万辆）	876.7	1310.9	1713.7	1752.8	1860.6	2137.8	
制动盘/普通制动鼓市场容量估计（万件）	3506.7	5243.6	6854.7	7011.2	7442.2	8551.0	
刹车片市场容量估计（万件）	7476.1	11032.8	14611.7	14735.1	15417.4	17693.5	

资料来源：宏源证券

三、行业竞争特点：OEM 要求高，AM 较易进入

汽车制动部件包括制动盘、制动鼓、刹车片、制动钳、制动支架、衬片、弹簧、轮缸等。其中最主要的部件是制动盘、制动鼓、刹车片三种，其年产值超过全部汽车制动部件年产值的 50%。根据供应对象的不同，汽车制动件行业可分为 **OEM 市场** 和 **AM 市场**。OEM 市场即整车配套市场，主要在汽车产销量高速增长的国家 and 地区，例如我国；AM 市场即售后维修服务市场，汽车制造业进入行业成熟期，产销量增速平稳甚至下滑，而汽车保有量较大的国家和地区，例如美国、欧洲。

1. 全球 OEM 市场：一方面，提供制动模块的一级供应商如德国泰明顿摩擦材料集团（TMD Friction）、意大利优蒂利工业集团（Util Industry）、日本曙光制动器工业（Akebono Brake Industry）、美国天合汽车集团（TRW Automotive Holdings Corp.）、美国 ACCURIDE WHEELS 公司（Gunitite 品牌拥有者）等自身能够生产一部分制动部件；另一方面，他们也会选择一部分制造技术、质量管理水平较高的企业成为其二级供应商，向其采购汽车制动部件。由于一级供应商对制造技术、产品质量、交货期有着严格的要求，其二级供应商数量较少，而且往往也都是规模较大的企业。

2. 全球 AM 市场：目前全球汽车保有量已超过 11 亿辆，欧洲、北美等发达地区的保有量约占一半，且居民的汽车保养检修意识较强，因此市场需求量较大；而东南亚、中美、南美、非洲、中东等地区市场需求量相对较小，但近年来增长速度很快。欧洲、北美的 AM 市场主要由大型汽车制动部件经销商包括美国 TRW、NAPA、Autozone、Affinia、澳大利亚 PBR 公司以及德国的 Herman Peters 和 Europart 等控制，但是由于 AM 市场具有多品种、小批量及地域性强等特点，中小规模的经销商也有很多，市场集中度不高。由于上述市场对产品有较高的技术和质量要求，以及出于价格等方面的考虑，该地区的经销商往往倾向于从新兴市场国家的大型汽车制动部件企业采购制动部件产品。而在中美、南美、中东、非洲等地，市场规模较小，大部分是中小规模的经销商。该地区市场对产品的技术要求较低，大多数新兴市场国家的制动部件企业都可以进入，市场竞争较为激烈。

3. 国内 OEM 及 AM 市场：国内汽车制动部件行业企业数量众多、生产分散，大部分企业都属于中小型企业，没有铸造能力或铸造能力不足，技术水平和质量控制水平较低，产品大多只能进入国内 AM 市场，竞争力和抵御风险能力较低。

国内 OEM 市场为少数规模较大，质量控制水平、技术水平较高的企业所占据，主要有两大类：（1）与国际知名制动部件企业合资或外商独资的企业，由于引进了较为先进的技术、设备，管理水平、品牌知名度较高，且其外资股东与国际知名汽车制造企业原本就存在长期稳定的合作关系，如由河北太行机械厂与德国 TMD 国际集团公司共同投资建立的石家庄泰明顿摩擦材料有限公司就为一汽大众、上海大众、东风雪铁龙、奔驰中国等合资汽车制造企业提供 OEM 配套刹车片；（2）从业经验丰富、规模较大、技术水平和管理水平较高的国内企业，这些企业与不少国内汽车制造企业或一级供应商存在长期合作关系，也以其质量稳定、价格低廉的产品占据了很大一部分市场，如隆基机械为东风德纳、陕西汉德、芜湖伯特利、杭州众木等国内主要的车桥及制动模块供应商提供汽车制动部件。我国企业生产的汽车制动部件大部分供应国内市场，只有 20%-30% 的产品出口到海外，而且出口产品中进入 OEM 市场的比例不到 20%。

图 7 汽车制动部件细分市场竞争特征分析

	市场类型	市场特征	品质要求	内资企业进入难度
海外市场	OEM	部分由提供制动模块的一级供应商自己生产（如德国泰明顿摩擦材料集团、意大利优蒂利工业集团、日本曙光制动器工业、美国天合汽车集团、美国 ACCURIDE WHEELS 公司），也会向二级供应商采购，但对制造技术、产品质量、交货期要求严格。	很高	很难
	AM	欧洲北美地区：大部分由大型汽车制动部件经销商控制（如美国 TRW、NAPA、Autozone、Affinia、澳大利亚 PBR 公司以及德国的 Herman Peters 和 Europart 等），对质量要求较高，出于价格考虑，会倾向于向新兴市场采购	高	难
		南美、中东地区：以中小经销商为主，竞争激烈	一般	容易
国内市场	OEM	客户是各汽车制造企业的车桥或制动模块供应商。比如，武汉万向、南方天合、武汉元丰、陕西汉德、东风德纳、曙光车桥等。	高	难
	AM	经销商大都规模小，主要以价格为竞争手段	一般	容易

资料来源：公司招股书，宏源证券

图 8 我国汽车制动件企业与整车厂的常见合作模式

特征	自主品牌轿车	日系车	美系车	欧系车
供应商数量及类型	数量较多，多为内资供应商，资本关联少	供应商较少，且多为日系独资供应商	独家供货，独立型供应商，且主要为合资性质	供应商较少，独立型合资供应商
业务及合同期限	合同期 1 或 2 年，合作历史较长	合同期 1 或 5 年，合作历史 3-5 年	合同期主要为 5 年，合作历史 3-5 年	合同期 1 或 3 年，合作历史 5-10 年
供应商选择标准	侧重于成品质量检测，对流程控制不够	对制造能力、配合度和资本关系看重	较重视初始报价	注重设计研发、技术创新
供应商的研发参与度	参与程度偏低	参与度高	参与度偏低	参与度高

资料来源：宏源证券

四、公司核心优势突出，行业地位稳固

与发动机、变速箱、后桥等汽车核心部件相比，汽车制动件行业的进入壁垒低、集中度低。在这样一个竞争激烈的市场，公司的核心优势主要体现在以下几点：

1. 国际市场开拓和客户资源优势。上世纪90年代中期，我国汽车工业尚处于起步阶段，公司的产品几乎全部出口到海外市场，迄今为止已有近20年的国际市场开拓经验，直销区域覆盖欧洲、北美等多个地区，国外销售收入一直占公司总营收的50%以上。公司培养起一大批谙熟国际市场运作规则的营销人才，并积累了丰富的客户资源，包括Honeywell、Brembo、Hermann、ATE、Hyundai、KIA、DBA、Affinia、Gunita、Fleetpride等多家国际知名车企、汽车零部件生产商和经销商。

2. 国内OEM市场的优质品牌效应。近年来，随着国内汽车产销量的持续快速增长，汽车制动件的市场需求迅速放大，公司也越来越重视国内市场，目前客户可以概括为两类，经营进出口业务贸易商和为整车制造企业配套的一级供应商。公司凭借严格的质量控制与强大的研发实力，已经先后与武汉元丰、武汉万向、曙光车桥、东风德纳、陕西汉德、中国重汽、北奔重汽、芜湖伯特利（奇瑞汽车制动模块供应商）、福林国润（吉利汽车制动模块供应商）、浙江万宝（吉利汽车、比亚迪、力帆汽车制动模块供应商）、杭州众木（比亚迪、昌河制动模块供应商）等国内知名车桥和制动模块供应商展开合作等国内知名企业达成合作意向，为其供应制动盘和普通制动鼓。

3. 良好的成本控制及议价能力。公司通过不断加大技术改造力度使工艺流程更加优化，通过严格执行质量管理体系，铸造成品率以及铸造工序产品合格率明显高于行业平均水平，使公司在有效控制成本的同时，能够凭借质量优势、规模优势、品种齐全在与下游车企或者车桥、底盘厂商谈判时享有一定的议价能力。

五、产品升级+产能扩张=提升盈利能力

公司产品主要面向新车配套和售后服务两大市场，新车配套市场又分为乘用车和商用车两个领域，目前乘用车主要以自主品牌为主，客户有比亚迪、奇瑞、吉利等。“年产3.5万吨汽车高性能制动盘项目”是2013年公司非公开增发的主力募投项目，预计2014年底投产，达产后公司产品将成功优化升级，使公司具备为国内一线合资品牌的配套能力，同时也为国内合资品牌、国际知名品牌市场的开拓奠定了坚实基础。商用车领域，公司产品在国内的主要商用车品牌公司都有渗透，但由于汽车使用者的超载运输等原因造成产品索赔。鉴于这种情况，公司未来将有计划调整国内商用车的配套数量，同时借助欧美经济的逐渐复苏，来加大海外市场的开拓，提升销售份额。

公司与步德威中国有限公司（丹麦）合资组建的“山东隆基步德威制动钳有限公司”，2015年初投产后将形成80万套制动钳的年生产能力，使公司在现有制动盘、制动鼓、刹车片等产品的基础上，基本具备制动器总成的生产条件，并可以实现汽车制动系统总承包，从而进一步提升毛利率，打造新的利润增长点。

此外，近年来部分欧美知名车企进入内部整合期，公司拟借此契机以合资合作、股权并购等形式，使产品直接进入国际OEM配套及国内合资品牌市场。

综上，我们认可公司通过改进技术、提升产品档次、扩张产能以及调整市场结构来提升利润空间的转型升级路线，未来两年公司的盈利能力将步入上行通道。

六、进军汽车服务业战略值得重点关注

公司在 2013 年报里表述：汽车后市场是产业链中最稳定的利润来源，占产业链总利润的 60% - 70%。2005 年国内汽车用品行业产值为 420 亿元，维修行业产值为 410 亿元；到 2010 年总规模超过了 1900 亿元；预计到 2015 年，总规模将超过 7000 亿元。目前国内正式注册的汽车美容装饰维修厂家 30 余万家，经营汽车美容 9000 多家（不包括路边店），并且汽车销售市场以每年 30% 的速度递增（按 10 年报废计算，每台车售后服务金额约为车价的 2 倍），随着私家车主的整体汽车售后保养服务意识的增强，使整个国内的汽车后市场面临一个历史性的发展机遇期。面对如此的市场良机，公司在发展壮大主营业务的前提下，将通过并购、合资合作等模式择机进入国内汽车后市场，实现公司从传统制造业向汽车服务业的延伸。

我们推测，未来公司可能会与 4S 店、2S 店紧密合作，作为品牌零部件供应商参与汽车售后市场的服务。相对其他企业，公司进军汽车服务业的比较优势在于：（1）在 B2B 领域深耕多年积累起来的强大品牌效应，可以迁延到合作企业；（2）能够直供零部件，打通汽车售后市场包括车辆养护、维修、配件提供及更换等服务在内的全产业链；（3）制动力件属易耗品但事关驾驶安全，重要性高，消费者容易在重复购买行为中建立起品牌依赖度。

综上，我们建议投资者密切关注公司向汽车服务业延伸主业战略的后续进展与落实。

七、盈利预测及估值

我们预计，公司 2014-2016 年将实现净利润 7871 万、10687 万和 13990 万，对应的 EPS 为 0.53 元/0.72 元/0.94 元，对应的 PE 为 39 倍/28 倍/22 倍，首次给予“增持”评级。

利润表(万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1132.16	1358.59	1698.24	2037.88
减：营业成本	924.20	1100.46	1372.18	1644.57
营业税金及附加	4.08	4.76	5.94	7.13
销售费用	66.21	77.44	95.95	112.08
管理费用	47.98	54.34	67.08	78.46
财务费用	43.74	33.06	34.97	34.39
资产减值损失	4.43	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	132.75	0.00	0.00
营业利润	41.91	88.54	122.12	161.25
加：其他非经营损益	21.66	5.00	5.00	5.00
利润总额	63.58	93.54	127.12	166.25
减：所得税	11.27	14.03	19.07	24.94
净利润	52.31	79.51	108.05	141.31
少数股东损益	-0.47	0.80	1.08	1.41
母公司所有者净利润	52.78	78.71	106.97	139.90
现金流量表				
	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	139.58	123.88	115.83	154.67
投资性现金净流量	-207.33	-35.75	-10.75	-5.75
筹资性现金净流量	148.55	-207.45	12.03	14.61
现金流量净额	78.67	-119.31	117.11	163.53
收益率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率	18.37%	19.00%	19.20%	19.30%
三费/销售收入	13.95%	12.13%	11.66%	11.04%
EBIT/销售收入	8.68%	7.11%	7.37%	7.93%
EBITDA/销售收入	16.14%	17.08%	15.58%	14.83%
销售净利率	4.62%	5.85%	6.36%	6.93%
资产获利率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
ROE	4.13%	5.80%	7.31%	8.73%
ROA	4.40%	4.47%	5.29%	6.23%
ROIC	4.66%	5.68%	7.47%	9.71%
资本结构指标				
	2012A	2013E	2014E	2015E
资产负债率	40.27%	34.61%	35.69%	35.91%

资产负债表(万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	189.53	70.22	187.33	350.86
应收和预付款项	364.89	423.26	483.94	573.55
存货	589.41	668.25	815.18	915.95
其他流动资产	80.00	86.00	90.00	95.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	947.19	859.03	741.87	618.21
无形资产和开发支出	61.27	54.41	47.55	40.70
其他非流动资产	0.87	0.44	0.00	0.00
资产总计	2233.16	2161.61	2365.86	2594.27
短期借款	214.39	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	434.86	488.19	574.39	651.48
长期及其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	250.00	250.00	250.00	250.00
股本	899.24	748.19	844.39	931.48
资本公积	149.40	149.40	149.40	149.40
留存收益	861.12	861.12	861.12	861.12
归属母公司股东权益	266.70	345.41	452.38	592.28
少数股东权益	1277.22	1355.93	1462.90	1602.80
股东权益合计	56.70	57.49	58.57	59.99
负债和股东权益合计	1333.92	1413.42	1521.47	1662.79
每股指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.353	0.527	0.716	0.936
每股经营性现金流	0.934	0.829	0.775	1.035
增长率指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入增长率	11.93%	20.00%	25.00%	20.00%
EBIDA 增长率	20.35%	27.03%	14.00%	14.22%
净利润增长率	36.55%	51.99%	35.91%	30.78%
营运资本增长率	4.99%	25.54%	28.44%	20.92%
估值指标				
	2012A	2013E	2014E	2015E
PE	54.06	36.25	26.68	20.40
PB	2.23	2.10	1.95	1.78
EV/EBITDA	16.93	12.97	10.99	9.13

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、嘉应制药、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。