

## 柴油发动机涡轮增压器行业领先者

行业  
报告发布日期汽车与零部件  
2014年07月21日

● **公司是中小型车用柴油发动机用涡轮增压器领先者。**公司紧跟行业趋势，深耕行业占比最大的中小型车用柴油涡轮增压器，中小型涡轮增压器贡献营收 99% 以上，主要为发动机厂配套，配套客户有潍柴、潍柴道依茨、福田、朝柴、上柴、长城、一汽大柴、天津雷沃、一汽锡柴等，是柴油发动机涡轮增压器领先者。

● **节能减排和油价催生涡轮增压器装配率提升，行业成长空间较大。**07-12 年涡轮增压器装配率复合增速 13.1%，未来在节能减排和油价的驱动下，装配率有望继续上涨，预计在 2017 年装配率达到 12.8%，推动涡轮增压器的需求达到 1260 万台，12-17 年年复合增长率达到 19.56%，行业成长空间大。从细分领域看，车用装配率较低，车用涡轮增压器将成为重要增长点。

● **行业集中度有望进一步提升。**行业竞争激烈，外资垄断汽油涡轮增压器和高端柴油涡轮增压器，并加大对中端市场渗透，内资呈现“一超三强”格局，中低端市场竞争激烈，频发价格战，行业有望进一步整合。

● **公司中小型涡轮增压器盈利能力行业领先。**得益于产品结构优势，公司毛利高于内资行业龙头，其中小型涡轮增压器销量快速增长，市占率稳步提升，中型涡轮增压器发力新能源结构调整，毛利进一步提升。

● **公司积极布局汽油机用涡轮增压器，未来有望成为新的盈利增长点。**汽油机涡轮增压器目前主要是国外企业垄断配套，凭借前期在汽油机用涡轮增压领域技术开发的领先优势，公司已作为长城汽油发动机及奇瑞汽车 1.4L 汽油发动机项目的涡轮增压技术支持方共同参与项目开发，汽油涡轮增压器有望成为公司新业务亮点。

● **募资后有效缓解产能瓶颈，整体市场占有率有望进一步提升。**公司产销率和产能利用率将近 100%，募资后增产能 30 万台，缓解产能瓶颈后市占率有望增长。

**盈利预测：**预计 2014-2016 年收入 2.9、3.31、3.76 亿元，同比增长 13.4%、14.1%、13.7%。归属母公司净利润 0.44、0.53、0.63 亿元，同比增长 26.4%、19.7%、18.6%。根据公司主业是发动机涡轮增压器，选择可比汽车零部件公司估值比较目前相关可比公司 2014 年平均估值水平为 33 倍 PE。

**风险提示：**下游重卡、工厂机械需求下滑影响公司产品配套量、原材料供应及价格波动的风险。

## 公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	225	255	290	331	376
同比增长(%)	0.9%	13.4%	13.4%	14.1%	13.7%
营业利润(百万元)	32	33	41	50	60
同比增长(%)	0.2%	2.3%	25.1%	22.7%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	35	35	44	53	63
同比增长(%)	-4.5%	-1.5%	26.4%	19.7%	18.6%
毛利率(%)	39.8%	38.6%	38.6%	38.6%	38.5%
净利率(%)	15.7%	13.7%	15.2%	16.0%	16.7%
净资产收益率(%)	22.4%	18.9%	15.3%	13.0%	13.5%

证券分析师

姜雪晴

021-63325888\*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目录

1. 公司是中小型车用柴油发动机涡轮增压器领先者.....	4
2. 节能减排和油价催生涡轮增压器装配率提升，行业成长空间较大.....	6
3. 行业集中度有望进一步提升.....	8
4. 公司中小型涡轮增压器盈利能力行业领先.....	9
5. 汽油机用涡轮增压器有望成为新的盈利增长点.....	11
6. 募资后有效缓解产能瓶颈，市场占有率有望提升.....	12
7. 募投项目分析.....	12
8. 盈利预测.....	13
9. 风险提示.....	14

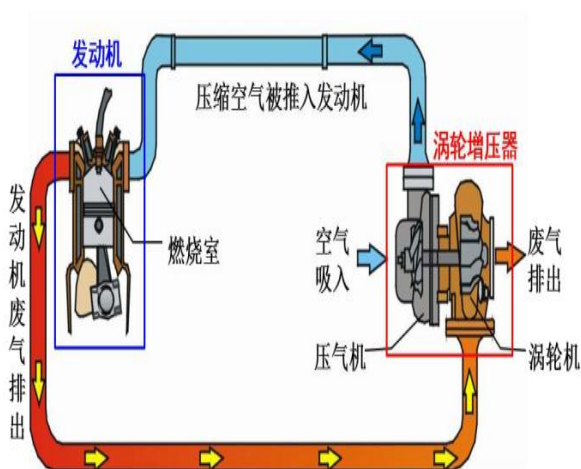
## 图表目录

图表 1: 涡轮增压器工作原理 .....	4
图表 2: 涡轮增压器市场结构 (按内燃机燃料分类) .....	4
图表 3: 涡轮增压器市场结构 (按应用领域分类) .....	5
图表 4: 涡轮增压器市场结构 (按叶轮直径分类) .....	5
图表 5: 公司的收入结构 (按应用领域分) .....	5
图表 6: 涡轮增压器市场结构 (按叶轮直径分类) .....	5
图表 7: 公司产品类型和配套客户 .....	6
图表 8: 2005-2012 年涡轮增压器装配率 .....	6
图表 9: 油价和涡轮增压器装配率 .....	7
图表 10: 涡轮增压器装配率和涡轮增压器市场空间预测 .....	8
图表 11: 细分市场涡轮增压器装配率 .....	8
图表 12: 行业主要公司市场占有率 .....	9
图表 13: 公司小型涡轮增压器市场占有率和毛利 .....	10
图表 14: 公司新能源涡轮增压器和传统涡轮增压器价格对比 .....	10
图表 15: 中型涡轮增压器毛利 .....	11
图表 16: 公司和湖南天雁毛利对比 .....	11
图表 17: 公司产能利用率和产销率 .....	12
图表 18: 募投项目募集资金情况 .....	12
图表 19: 涡轮增压器扩产项目投资概算 .....	13
图表 20: 技术中心扩建项目投资概算 .....	13
图表 21: 可比公司估值表 .....	14

## 1. 公司是中小型车用柴油发动机涡轮增压器领先者

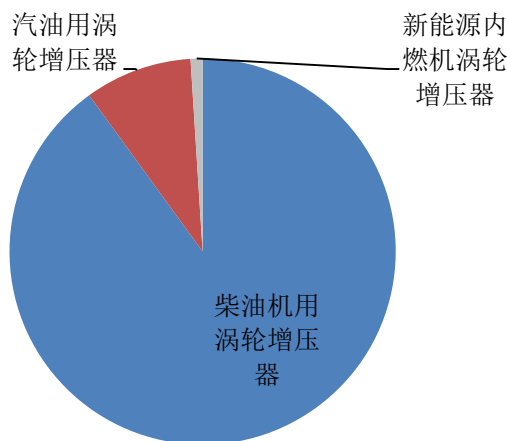
公司主营内燃机涡轮增压器的研发、制造和销售，涡轮增压器主要是通过连接到内燃机的排气歧管，内燃机气缸内排出的废气流过涡轮叶片，带动涡轮旋转。压气机将压缩了的空气推入内燃机气缸，增加了内燃机的进气量，在压力和流速的推动下，使燃烧更充分，从而提高了内燃机的功率，降低了燃油消耗，同时还减少了有害物的排放。

图表 1：涡轮增压器工作原理



资料来源：公司招股书 东方证券研究所整理

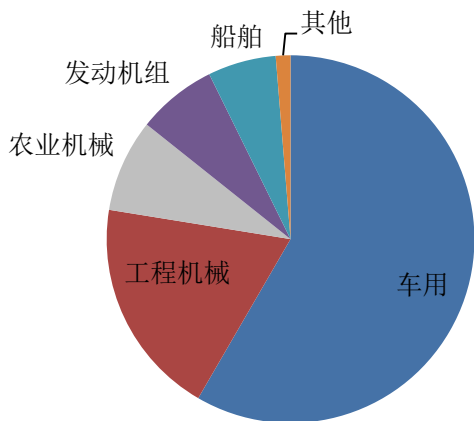
图表 2：涡轮增压器市场结构（按内燃机燃料分类）



资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

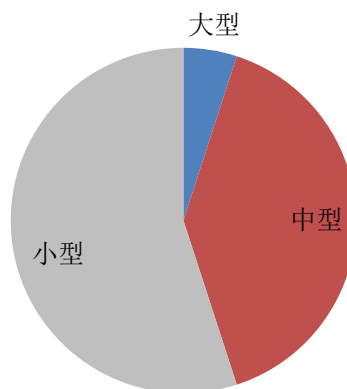
按所配套内燃机使用的燃料类别分类，主要分为柴油机用、汽油机用和新能源内燃机用（使用天然气或者液化石油气）三类，国内柴油机涡轮增压器销量占比达到 90%以上，汽油机涡轮增压器销量占比 5%-10%，新能源用涡轮增压器占比 1%。按内燃机的应用领域分类，涡轮增压器主要分为车用和非车用两大类，国内乘用车和商用车涡轮增压器销量占比达到 58.37%，占主导地位，工程机械用涡轮增压器占比达到 19.18%，其他领域占比较小。按涡轮增压器压气机叶轮直径分类，可以主要分为小型、中型、大型涡轮增压器等三类，小型涡轮增压器叶轮直径小于 70mm，匹配 6L 以下的发动机，销量占比 55%，中型涡轮增压器叶轮直径 70-120mm，匹配 6-16L 的发动机，销量占比 40%，大型涡轮增压器叶轮直径大于 120mm，匹配 16L 以上的发动机，销量占比 5%。

**图表 3：涡轮增压器市场结构（按应用领域分类）**



资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

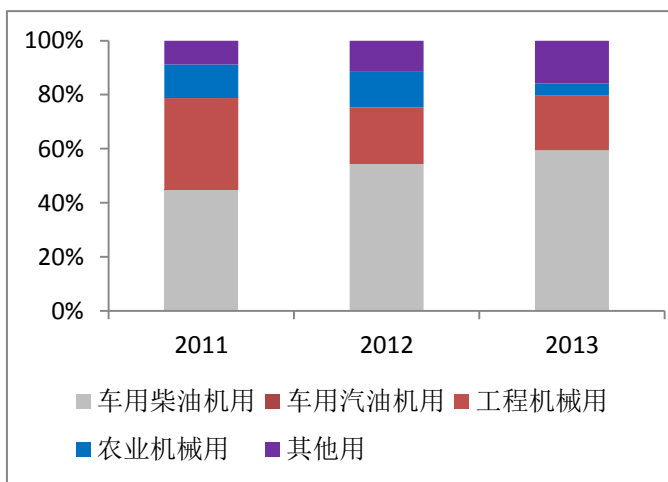
**图表 4：涡轮增压器市场结构（按叶轮直径分类）**



资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

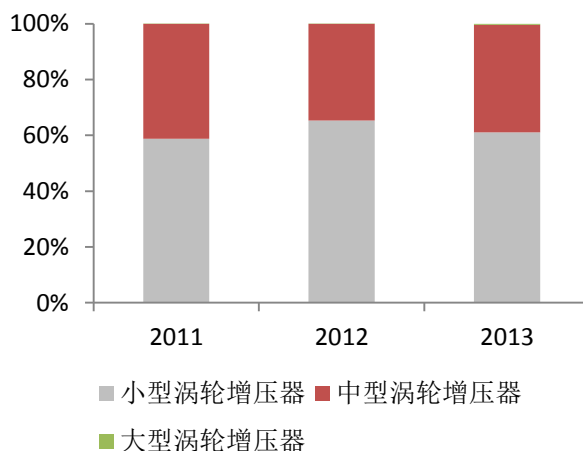
公司的核心产品是车用柴油发动机，其 2013 年营收占比达到 59.45%，且近 3 年占比逐年提升，非车用包括工程机械和农用机械等涡轮增压器占比 40.55%。其中小型涡轮增压器 2013 年营收占比达到 61.06%，中型涡轮增压器占比 38.55%，大型涡轮增压器占比 0.4%，中小型涡轮增压器合计贡献营业收入的 99.6%，是公司的主导领域。

**图表 5：公司的收入结构（按应用领域分）**



资料来源：公司招股书 东方证券研究所整理

**图表 6：涡轮增压器市场结构（按叶轮直径分类）**



资料来源：公司招股书 东方证券研究所整理

公司 95%左右的营业收入是给主机厂的配套收入，公司的主要配套主机厂包括：潍柴动力、潍柴道依茨、北汽福田、东风朝柴、上柴动力、保定长城、一拖洛阳、一汽大柴、天津雷沃、一汽锡柴等。

**图表 7：公司产品类型和配套客户**

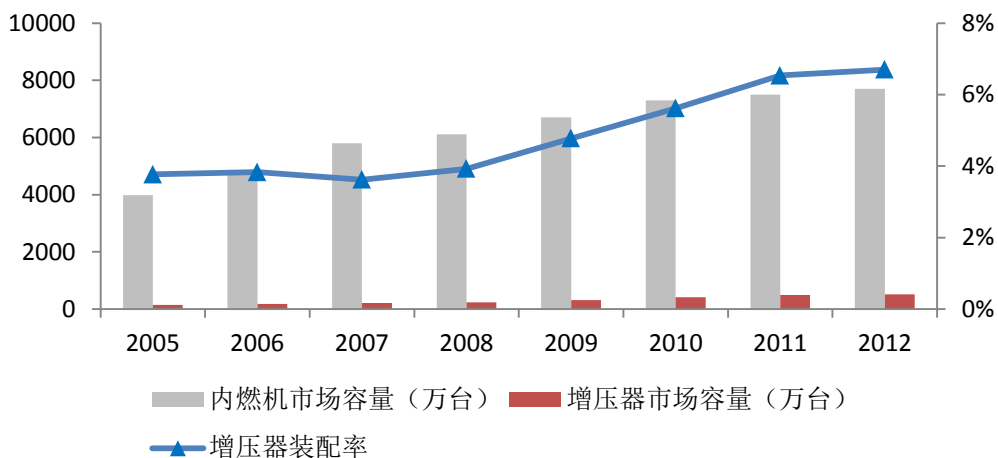
产品系列	配套客户
车用柴油机涡轮增压器	全柴、朝柴、北汽福田、扬子江、一汽无锡柴油机、潍柴动力、上柴、道依茨
工程机械柴油机涡轮增压器	福田雷沃、一汽无锡柴油机、潍柴动力
发电机组柴油机涡轮增压器	潍柴动力、常发集团、北汽福田、朝柴动力、潍柴华丰动力、
船用柴油机涡轮增压器	道依茨、潍柴动力
农用机械柴油机涡轮增压器	福田雷沃、道依茨、常发集团、中国一拖集团

资料来源：公司招股书 东方证券研究所整理

## 2. 节能减排和油价催生涡轮增压器装配率提升，行业成长空间较大

国内环保压力的增大以及对石油依存度的提升，节能减排是趋势所趋，装配涡轮增压器的内燃机具有高效、节能、环保等方面的优势，因此涡轮增压器是节能环保大趋势下重点发展的领域。根据《内燃机工业综合动态》，采用涡轮增压可以使汽油机降低油耗 5%-10%，使柴油机降低油耗 10%-20%，节能效果明显；同时可以有效改善缸内燃烧，降低废气中颗粒含量，同时降低碳氢、一氧化碳等有害物质的含量，环保效果也比较明显。

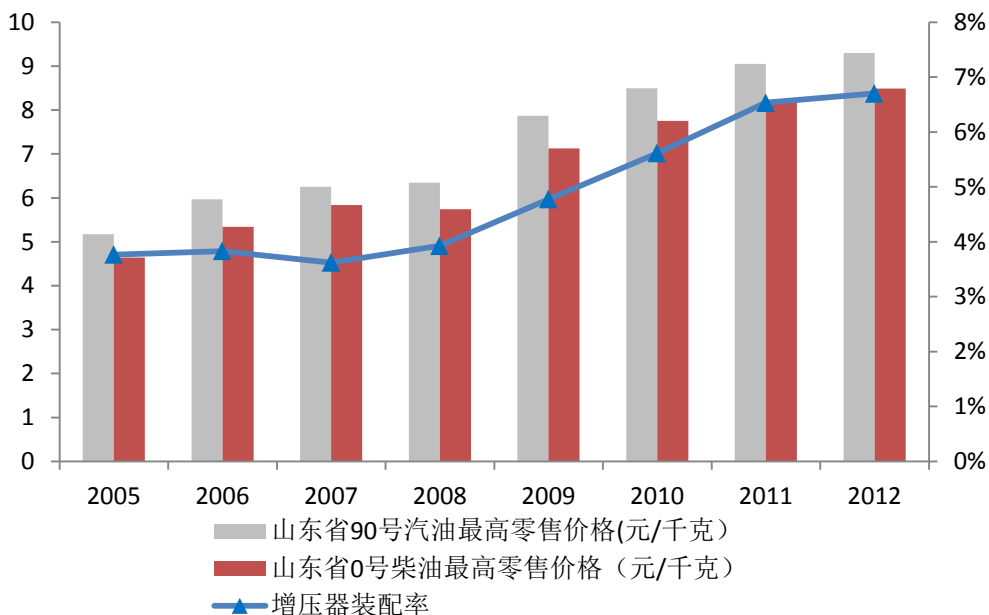
按照中国内燃机协会增压器分会的统计数据，2012 年内燃机产量为 770 万台，涡轮增压器产量为 516 万台，估计内燃机涡轮增压器装配率 6.7%，相比 2005 年装配率上升 3 个百分点，从 07 年开始装配率进入一个上升通道，07-12 年装配率复合增速达到 13.10%。我们认为，节能减排将是催生装配率提升的首要驱动因素。

**图表 8：2005-2012 年涡轮增压器装配率**


资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

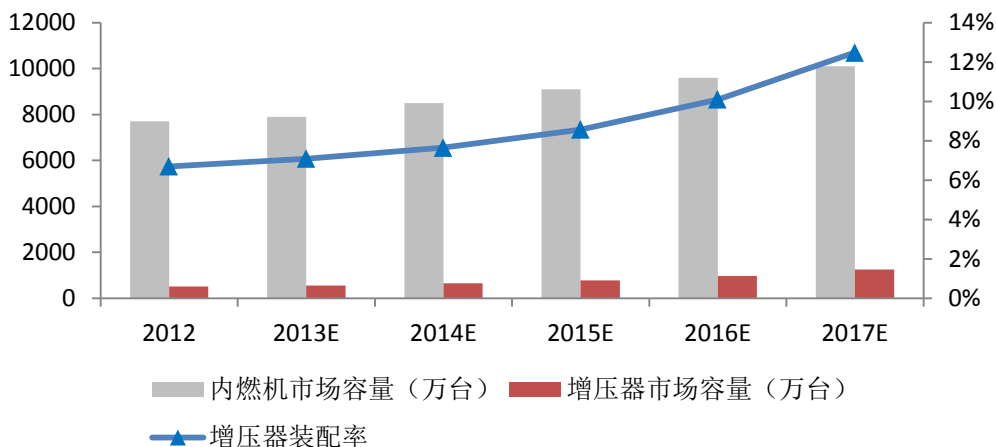
其次，高油价是装配率提升的又一重要推手。定性来看，油价的上涨会影响终端消费，消费者出于经济性的考虑会更多的购买的配备涡轮增压的汽车；从山东省 05-12 年的油价数据上看，基本上装配率和油价保持了正相关的关系。

图表 9：油价和涡轮增压器装配率

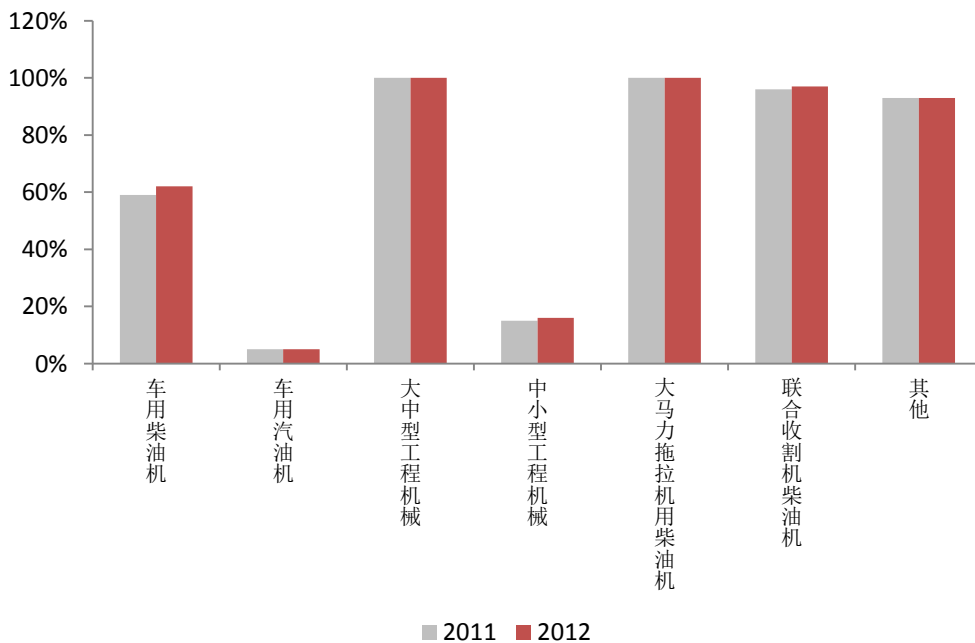


资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

我们预计，中国汽车行业未来几年还能保持一个稳定增长的趋势，从而内燃机也能保持一个稳定增长的趋势。根据中国内燃机协会增压器分会的预计，2017年内燃机产量将达到1.01亿台，12-17年复合增速5.58%，涡轮增压器装配率将达到12.84%，12-17年复合增速达到13.24%，按照这个装配率，2017年涡轮增压器的需求达到1260万台，12-17年年复合增长率达到19.56%，行业成长空间巨大。从各应用领域的装配率来看，非车用涡轮增压的装配率接近100%，已经基本普及，但是体量最大的车用涡轮增压器装配率不高，柴油机装配率60%左右，汽油机装配率只有5%，车用涡轮增压器是增压器行业的重要增长点。

**图表 10：涡轮增压器装配率和涡轮增压器市场空间预测**


资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

**图表 11：细分市场涡轮增压器装配率**


资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

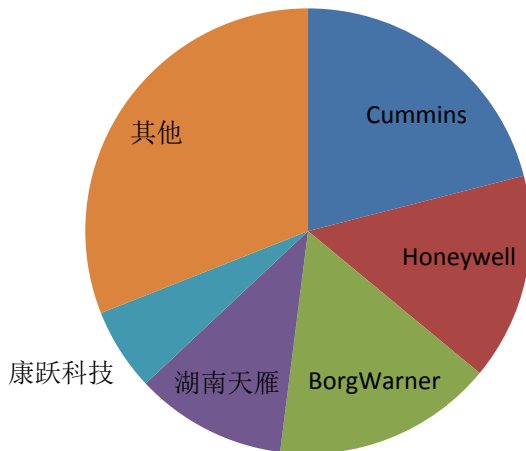
### 3. 行业集中度有望进一步提升

国外增压器制造巨头看好中国市场,纷纷以独资或合资方式在中国设立生产、研发基地。报告期内, Cummins、Honeywell、BorgWarner 等外资厂商(包括其独资及合资企业)凭借其研发能力和产

品创新优势，占据了 60%以上的国内市场份额。主要客户为乘用车制造商，配套这些领域的涡轮增压器产品毛利更高，市场容量较大，对产品的性能指标和稳定性要求严格。在商用车领域，国际品牌产品与国内民族增压器企业的同类产品相比价格高出 20%-100%，定位高端市场。据统计，全球增压器市场排名前五位的生产厂商 Honeywell（霍尼韦尔）、BorgWarner（博格华纳）、MHI（三菱重工）、IHI（石川岛播磨）、Cummins（康明斯）等，占据了全球 80%以上的市场份额，高于其在中国的市场占有率，我们预计，外资必将加大中端产品市场上的渗透，与国内民族涡轮增压器制造企业展开竞争。

国内民族增压器企业的产品主要应用于商用车、机械装备类的内燃机，主流产品的技术相对成熟，价格竞争相对较为激烈，呈现“一超三强”的竞争格局。“一超”指湖南天雁，由于其在国内市场起步早、起点高，系中国长安汽车集团股份有限公司控股公司，其产品以中重型车配套为主，主要为玉柴动力、一汽锡柴等大型内燃机制造企业配套。“三强”指本公司、潍坊富源增压器有限公司、宁波威孚天力增压技术有限公司，各有优势，排名处于行业前列。“一超三强”已经积极布局汽油机涡轮增压器，未来将进入外资垄断领域。其他增压器制造厂商生产的涡轮增压器多属于低端复制产品，仅能满足国一、国二发动机排放标准的要求，市场管理混乱，以次充好、假冒名牌情况严重，廉价产品充斥市场。我们预计，中低端市场激烈的竞争导致优胜劣汰，行业将进一步整合。

图表 12：行业主要公司市场占有率



资料来源：中国内燃机协会增压器分会 东方证券研究所整理

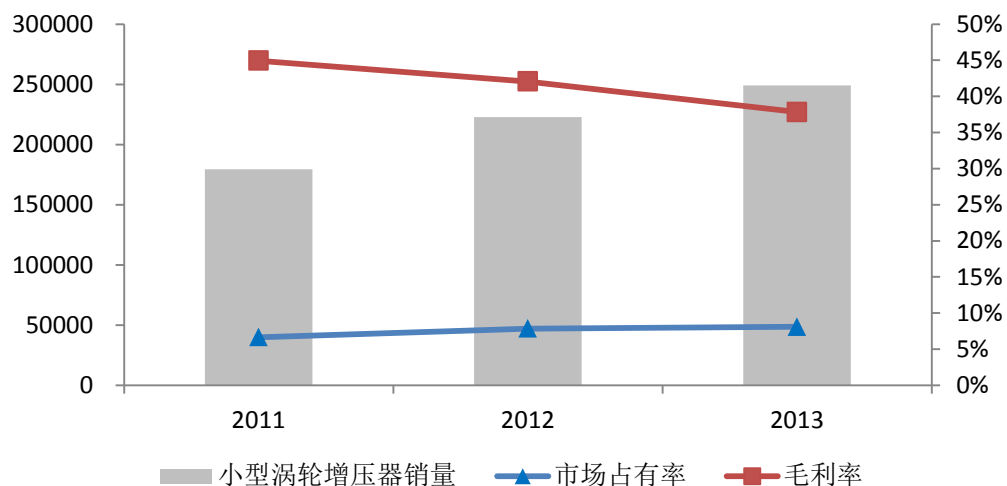
## 4. 公司中小型涡轮增压器盈利能力行业领先

公司小型涡轮增压器毛利较高，销售高速增长，市占率稳步提升

公司近三年小型涡轮增压器的毛利大约 40%，要高于中型涡轮增压器。2011 年销售小型涡轮增压器 17.93 万台，13 年销售 24.91 万台，年复合增长率 17.87%，销售增速较快。按照前面估计的涡轮增压器市场容量，小型涡轮增压器 55%的占比，我们可以估计出小型涡轮增压器近 3 年的市场

销量, 结合公司销量, 估计出公司小型涡轮增压器近 3 年的市占率分别为 6.65%、7.85%、8.09%, 在激烈的市场竞争环境下, 市占率稳步提升, 公司小型涡轮增压器的竞争力较强。

**图表 13: 公司小型涡轮增压器市场占有率和毛利**



资料来源: 公司招股书 东方证券研究所整理

**公司发力新能源涡轮增压器, 大幅拉高中型涡轮增压器毛利**

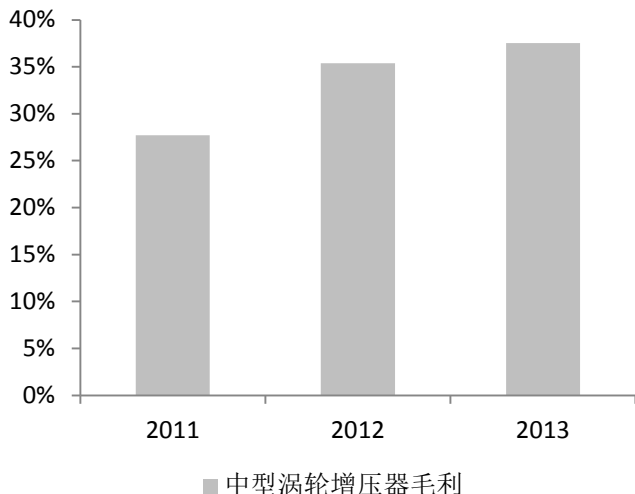
公司 2006 年开始配套潍柴新能源气体机发动机, 近三年相应配套收入大幅增加, 配套收入从 2011 年 960.17 万上涨至 2013 年的 3146.93 万, 复合增速 81.04%, 2013 年新能源涡轮增压器销售 20866 台, 因此新能源涡轮增压器单价大约 1500 元, 远远高于传统中型涡轮增压器的价格 (估计单价 700 元), 使公司中型涡轮增压器毛利近 3 年大幅上涨, 2013 年中型涡轮增压器毛利 37.52%, 达到小型涡轮增压器的毛利水平, 相比 2011 年上涨大约 10 个百分点。新能源涡轮增压器销量占比也从 2012 年的 13.38% 上涨至 2013 年的 18.68%, 公司在中型涡轮增压器进行结构化调整, 未来新能源涡轮增压器将成为重要的盈利增长点。

**图表 14: 公司新能源涡轮增压器和传统涡轮增压器价格对比**

	2012	2013
中型涡轮增压器销售收入 (万元)	7622.48	9574.76
中型涡轮增压器销量 (台)	89059	111715
潍柴新能源配套收入 (万元)	1942.24	3146.93
新能源涡轮增压器销量 (台)	11913	20866
<b>新能源涡轮增压器单价 (元)</b>	<b>1630.35</b>	<b>1508.16</b>
传统中型涡轮增压器销售收入 (万元)	5680.24	6427.83
传统中型涡轮增压器销量 (台)	77146	90849
<b>传统中型涡轮增压器单价 (元)</b>	<b>736.30</b>	<b>707.53</b>
<b>新能源涡轮增压器占比</b>	<b>13.38%</b>	<b>18.68%</b>

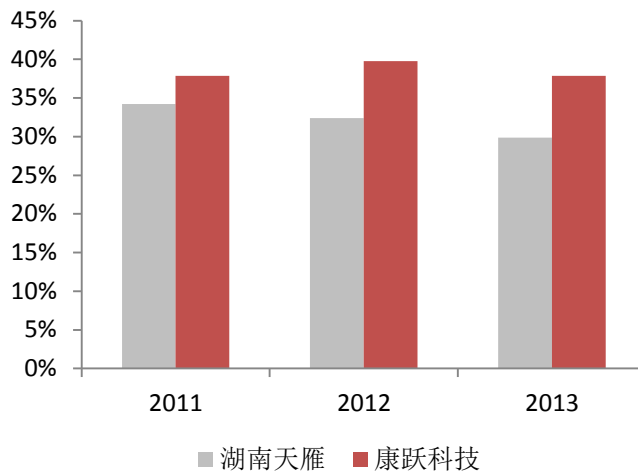
资料来源: 公司招股书 东方证券研究所整理

图表 15: 中型涡轮增压器毛利



资料来源: 公司招股书 东方证券研究所整理

图表 16: 公司和湖南天雁毛利对比



资料来源: 公司招股书 东方证券研究所整理

#### 公司综合毛利行业领先, 盈利能力较强

公司近三年的综合毛利均高于国内企业行业龙头湖南天雁, 主要原因是湖南天雁生产的涡轮增压器主要应用于中、重型柴油发动机 (该类发动机主要配套中型涡轮增压器), 公司产品结构具有优势, 主攻中小型涡轮增压器, 同时发力新能源涡轮增压器领域。

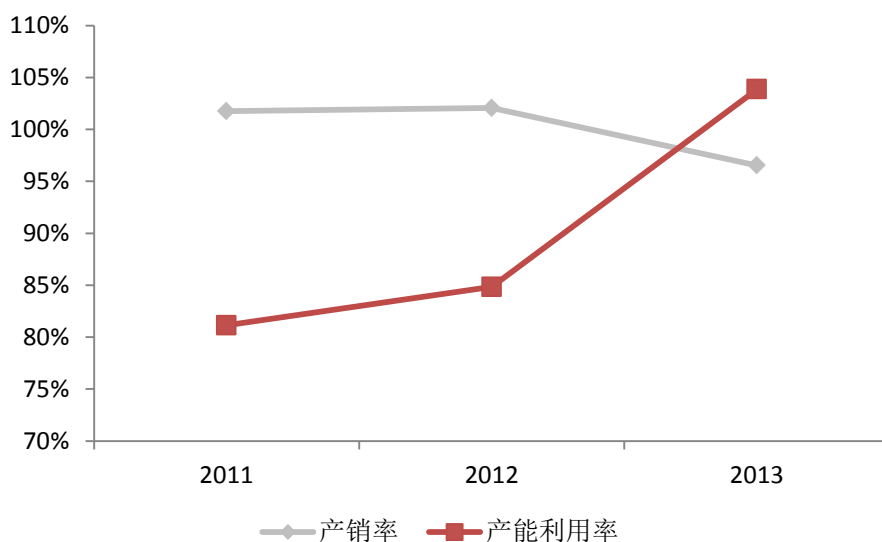
### 5. 汽油机用涡轮增压器有望成为新的盈利增长点

由于在增压器核心部件 (如压气机和涡轮) 的设计开发上, 缺乏高端创新能力, 产品的可靠性不足, 并且进入较晚, 难以在短时间打破外资垄断的配套体系, 所以国内民族增压器生产企业尚未形成汽油机用增压器批量销售。公司已经布局汽油涡轮增压器研发工作, 在耐高温材料标准、轴承冷却系统、消除噪音技术、平衡标准、匹配技术等方面进行了相应的技术储备, 为汽油机用涡轮增压器的专项开发奠定了基础。同时凭借其前期在汽油机用涡轮增压领域技术开发的领先优势, 已作为保定长城汽油发动机及奇瑞汽车 1.4L 汽油发动机项目的涡轮增压技术支持方共同参与项目研发。在前期研究的基础上, 从 2011 年开始, 公司对汽油发动机增压市场开始研发全新的 A 平台汽油机增压器。2012 年, 公司立项开发的 JP50A 高性能电控汽油机涡轮增压器研制开发项目通过了山东省科技成果鉴定, 鉴定结论为: 该产品研发是成功的, 填补了带有消音功能的压气机和气动噪音约束装置的电控增压压力循环阀的汽油发动机用涡轮增压器的国际空白, 达到了国际先进水平。截至 2013 年末, 公司搭建完成 JP40A、JP50A、JP60A 三个产品平台 14 个型号的产品, 增压器压气机叶轮的尺寸范围为 40-65mm, 可以提供 0.08-0.25kg/s 的增压器压缩流量的需求, 适合 1.4-2.5L 增压汽油发动机需求。

## 6. 募资后有效缓解产能瓶颈，市场占有率有望提升

公司现有涡轮增压器产能 36 万套，2013 年产销率 96.52%，产能利用率 103.86%，存在产能瓶颈，募资后新增产能 30 万套，鉴于行业的成长性和公司和发动机厂商稳定的配套关系，我们认为公司的市场占有率有望进一步提升。

图表 17：公司产能利用率和产销率



资料来源：公司招股书 东方证券研究所整理

## 7. 募投项目分析

本次发行募集资金投资项目按轻重缓急顺序列示如下：

图表 18：募投项目投募资金情况

序号	项目名称	建设期	募集资金使用计划 (万元)			备案审批情况
			总投资	第一年	第二年	
1	涡轮增压器扩产项目	2 年	10,240.90	6,538.00	3,702.90	寿经信设备 [2011]016 号
2	技术中心扩建项目	2 年	3,667.84	1,554.00	2,113.84	寿经信设备 [2011]017 号
合计			13,908.74	8,092.00	5,816.74	-

资料来源：东方证券研究所整理

### 涡轮增压器扩产项目

本项目利用公司现有土地和厂房，新增生产设备 54 台（套），项目完成后，年新增涡轮增压器生产能力 30 万台。项目达产后可增加涡轮增压器年产能 30 万台，年均新增销售收入 21,681.40

万元，年均新增利润总额 4,781.10 万元，投资收益率为 39.70%，税后内部收益率为 65.50%。

**图表 19：涡轮增压器扩产项目投资概算**

项 目	投资额（万元）
设备购置及安装	8,775.90
工程建设其他费用	211.90
预备费	269.60
流动资金	983.50
总投资额	10,240.90

资料来源：东方证券研究所整理

### 技术中心扩建项目

本公司技术中心扩建项目拟利用公司原有技术优势和市场优势，通过在现有技术中心基础之上扩建研发基地、新增试验设备和设计开发软件，通过更先进的分析和试验手段提升增压器分析试验能力，提高增压器产品的性能，为巩固和扩大公司增压器的市场份额提供技术保障。本项目将在公司技术中心的现有基础上，新增实验室建筑面积 880 m<sup>2</sup>，新增设计开发软件 6 套、实验设备 7 台（套）、附属设备 10 台（套）、试制加工设备 2 台（套）、检测设备 1 台（套）。

**图表 20：技术中心扩建项目投资概算**

项 目	投资额（万元）
建筑工程投资	52.80
设备购置及安装费	3,102.40
其他费用	139.63
预备费	168.01
设计开发软件购置费	205.00
总投资额	3,667.84

资料来源：东方证券研究所整理

## 8. 盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年收入 2.9、3.31、3.76 亿元，同比增长 13%、14.1%、13.7%。归属母公司净利润 0.44、0.53、0.63 亿元，同比增长 26.4%、19.7%、18.6%。根据公司主业是发动机涡轮增压器，选择可比汽车零部件公司估值进行比较，目前公司相关可比公司 2014 年平均估值水平为 33 倍 PE。

**图表 21：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		6月12日	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
湖南天雁	600698	4.19	0.06	0.06	0.07	0.09	69	66	56	47
鸿特精密	300176	12.96	0.24	0.40	0.56	0.56	53	32	23	23
渤海活塞	600960	9.72	0.18	0.19	0.19	0.19	53	50	50	50
天润曲轴	002283	6.67	0.18	0.25	0.31	0.31	37	27	22	22
中原内配	002448	12.49	0.69	0.86	1.01	1.24	18	14	12	10
江南红箭	000519	12.59	0.52	0.57	0.62	0.70	24	22	20	18
最大值							69	66	56	50
最小值							18	14	12	10
平均数							42	35	31	28
调整后平均							42	33	29	27

资料来源：WIND、东方证券研究所整理

## 9. 风险提示

### 下游客户需求下滑影响配套量的风险

公司主要客户是重卡、工程机械发动机厂，若投资下降，则将影响重卡、工程机械需求量，进而影响公司涡轮增压器的配套量。公司向潍柴控股控制的企业销售总金额占当期主营业务收入的比例分别为 34.33%、32.74%、36.57%，若潍柴需求下降，则公司产品销量将受到影响。

### 行业竞争的风险

目前国外主要增压器制造企业已先后在中国设立外商投资企业，占有较大市场份额。增压器行业民族企业数量较多，湖南天雁、本公司、潍坊富源等具有自主研发能力和成本优势的企业发展较快。民族企业和外商投资企业围绕着核心技术、产品开发和产品价格进行竞争。面对行业竞争，公司将面临利润率降低和市场占有率下滑的风险。

### 原材料供应及价格波动的风险

公司生产所需的主要原材料包括涡轮毛坯、叶轮毛坯、生铁、铝锭等，报告期内直接材料占生产成本的比例分别为 77.93%、73.65%、73.40%，如涡轮毛坯采购金额占采购总金额的比例分别为 27.35%、24.49%、23.67%，平均采购价格分别为 85.84 元/台、70.12 元/台、69.17 元/台，价格变动趋势与市场价格基本一致。如果宏观经济环境发生重大变化，或因本次募集资金投资项目投入后产能扩大而增加原材料需求，可能会出现原材料短缺、价格上涨等情况，从而对公司生产经营产生不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	45	95	69	89	115	营业收入	225	255	290	331	376
应收账款	78	106	99	122	141	营业成本	136	157	178	203	231
预付账款	53	18	42	49	46	营业税金及附加	2	2	2	3	3
存货	38	42	50	56	64	营业费用	15	17	19	22	25
其他	52	59	60	74	83	管理费用	27	32	37	41	47
<b>流动资产合计</b>	<b>266</b>	<b>320</b>	<b>320</b>	<b>390</b>	<b>449</b>	财务费用	11	13	13	12	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	0	0	0
固定资产	117	121	141	392	336	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	92	184	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	9	22	21	20	19	<b>其他</b>	0	0	0	0	0
其他	7	8	7	9	10	<b>营业利润</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>60</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>141</b>	<b>243</b>	<b>354</b>	<b>421</b>	<b>365</b>	营业外收入	8	7	9	9	10
<b>资产总计</b>	<b>407</b>	<b>563</b>	<b>673</b>	<b>811</b>	<b>814</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	90	208	179	239	153	<b>利润总额</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>70</b>
应付账款	34	37	46	51	58	所得税	4	4	5	6	7
其他	62	89	47	68	87	<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>63</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>185</b>	<b>335</b>	<b>273</b>	<b>357</b>	<b>298</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	40	20	20	20	20	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>63</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.53	0.52	0.66	0.79	0.94
其他	9	11	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>49</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>235</b>	<b>365</b>	<b>293</b>	<b>377</b>	<b>318</b>		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
股本	50	50	67	67	67	营业收入	0.9%	13.4%	13.4%	14.1%	13.7%
资本公积	46	46	169	169	169	营业利润	0.2%	2.3%	25.1%	22.7%	19.9%
留存收益	76	101	145	198	261	归属于母公司净利润	-4.5%	-1.5%	26.4%	19.7%	18.6%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>173</b>	<b>198</b>	<b>381</b>	<b>434</b>	<b>496</b>	毛利率	39.8%	38.6%	38.6%	38.6%	38.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>407</b>	<b>563</b>	<b>673</b>	<b>811</b>	<b>814</b>	净利率	15.7%	13.7%	15.2%	16.0%	16.7%
						ROE	22.4%	18.9%	15.3%	13.0%	13.5%
						ROIC	12.7%	10.8%	9.6%	8.7%	9.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债率	57.6%	64.9%	43.5%	46.5%	39.0%
净利润	35	35	44	53	63	净负债率	68.1%	67.5%	34.2%	39.2%	11.6%
折旧摊销	15	13	20	41	59	流动比率	1.43	0.96	1.17	1.09	1.51
财务费用	11	13	13	12	10	速动比率	1.23	0.83	0.99	0.93	1.29
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(42)	59	(58)	(25)	(6)	应收账款周转率	3.3	2.8	2.8	3.0	2.9
其它	9	(99)	(9)	0	0	存货周转率	3.5	3.9	3.9	3.8	3.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>80</b>	<b>125</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5
资本支出	(20)	(112)	(133)	(108)	(3)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.53	0.52	0.66	0.79	0.94
其他	(30)	50	0	0	0	每股经营现金流	0.44	0.32	0.14	1.20	1.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>(50)</b>	<b>(61)</b>	<b>(133)</b>	<b>(108)</b>	<b>(3)</b>	每股净资产	2.59	2.96	5.71	6.50	6.44
债权融资	(10)	(53)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	139	0	0	市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
其他	27	98	(42)	48	(95)	市净率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>筹资活动现金流</b>	<b>17</b>	<b>45</b>	<b>97</b>	<b>48</b>	<b>(95)</b>	EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>现金净增加额</b>	<b>(4)</b>	<b>5</b>	<b>(26)</b>	<b>20</b>	<b>26</b>						

资料来源：东方证券研究所。由于发行股数尚未确定，本表中股本预测值参考招股说明书发行股数上限，每股指标均按照考虑发行股数上限后全面摊薄

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)