

# 民族品牌龙头，未来两年增长可期

## 康力电梯新股定价报告

### 报告关键点：

- 📖 我国电梯市场未来两年增长可期，民族品牌比重将上升
- 📖 公司作为民族品牌龙头，未来两年增长可期
- 📖 未来三年利润复合增长率为28%左右

### 报告摘要：

- **我国电梯市场未来两年增长可期，民族品牌比重将上升。**我国电梯企业出口占比不高，市场主要在国内，而近年来国内电梯市场增长的根本原因在于城市化进程、更新需求和投资拉动，我们认为未来两年增长较为明确，具体表现为房地产以及地铁、机场等基建项目带来的市场需求增加，预计增幅在15-20%之间。从2008年我国电梯市场的品牌分布情况来看，占主导地位的主要还是外资品牌，而民族品牌市场占有率在20%左右。我们预计未来几年民族品牌的市场占有率将进一步提升至30%左右，考虑到总市场容量的增长，民族品牌的增速将在23-30%之间。
- **公司收入增长将快于行业平均。**公司作为国内民族品牌的龙头企业之一，竞争优势明显，其过往两年的收入增长快于行业。我们认为在目前行业背景下，这一现象将延续。目前公司在手订单已超过10亿元，给今年的高增长做了较好的铺垫，公司技术基础较厚，借此次国内经济刺激政策已成功将其高端产品打入市场，未来市场前景较好。加上民族品牌的份额上升主要是靠龙头企业来完成，因此我们预计两三年内其整机的市场占有率将由目前的不足2%提升至4%以上。而募集项目的提早投产将解决产能方面的制约。
- **利润增长率28%，建议申购区间为18-20元之间。**我们测算公司未来三年的每股收益分别为0.84元、1.01元和1.33元，复合增长率28%。由于公司产品特殊，目前上市公司中没有在产品上与其可比的。考虑到其所处行业的前景以及公司未来三年近30%的利润增长率，我们认为可以按2010年28-30倍的动态市盈率给予估值，对应的合理股价在23.5元-25.5元之间。其对应的静态市盈率在40倍左右，与目前机械行业整体静态市盈率相近。参考近期新股上市后的平均涨幅，建议的申购价格区间为18元-20元之间，其对应的2010年的动态市盈率在20-22倍之间。

**建议询价区间：**

18.00 - 20.00 元

**上市首日定价区间：**

23.50 - 25.50 元

**报告日期：** 2010-02-22

### 发行数据

总股本(万股)	10,000
发行数量(万股)	3,350
网下发行(万股)	670
网上发行(万股)	2,680
保荐机构	东吴证券有限责任公司
发行日期	2010-03-02
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

王友林	65.39%
苏州伟晨投资发展有限公司	6.00%
苏州尼盛国际投资管理有限公司	6.00%
江苏省苏高新风险投资股份有限公司	5.00%
北京鑫汇安泰商贸有限公司	4.00%
苏州国发创新资本投资有限公司	4.00%
北京海利众诚经贸有限公司	2.80%
朱奎顺	1.64%
朱美娟	1.56%
苏州博融投资管理有限公司	1.50%

### 研究员

**林晟** 行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	690.1	823.9	1,049.1	1,361.1	1,731.6
Growth(%)	30.5%	19.4%	27.3%	29.7%	27.2%
净利润	50.2	84.2	112.6	134.7	177.3
Growth(%)	20.9%	67.6%	33.8%	19.6%	31.6%
毛利率(%)	21.0%	26.9%	26.1%	25.0%	25.3%
净利润率(%)	7.3%	10.2%	10.7%	9.9%	10.2%
每股收益(元)	0.50	0.84	0.84	1.01	1.33
每股净资产(元)	2.56	3.30	8.17	8.98	10.04
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	19.7%	25.5%	10.4%	11.3%	13.2%
ROIC(%)	23.8%	28.8%	97.6%	62.1%	37.4%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

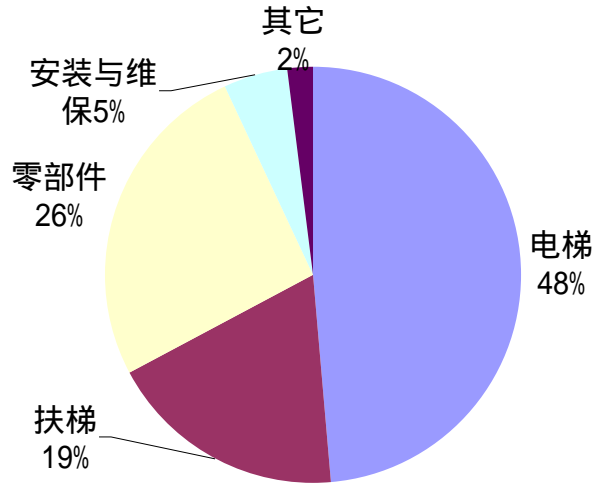
## 1. 公司简介

### 1.1. 以电梯相关产品及服务为主

公司通过持续的自主创新和品牌建设，业务保持快速发展，逐步由电梯零部件企业过渡到以整机为主、关键零部件为支撑的整机企业，具备电梯、扶梯整机产品与零部件产品的专业生产、安装和研发能力。

目前公司绝大部分收入均以电扶梯及相关零部件的销售以及后续安装与维保为主。

图 1 公司 2009 年收入构成图

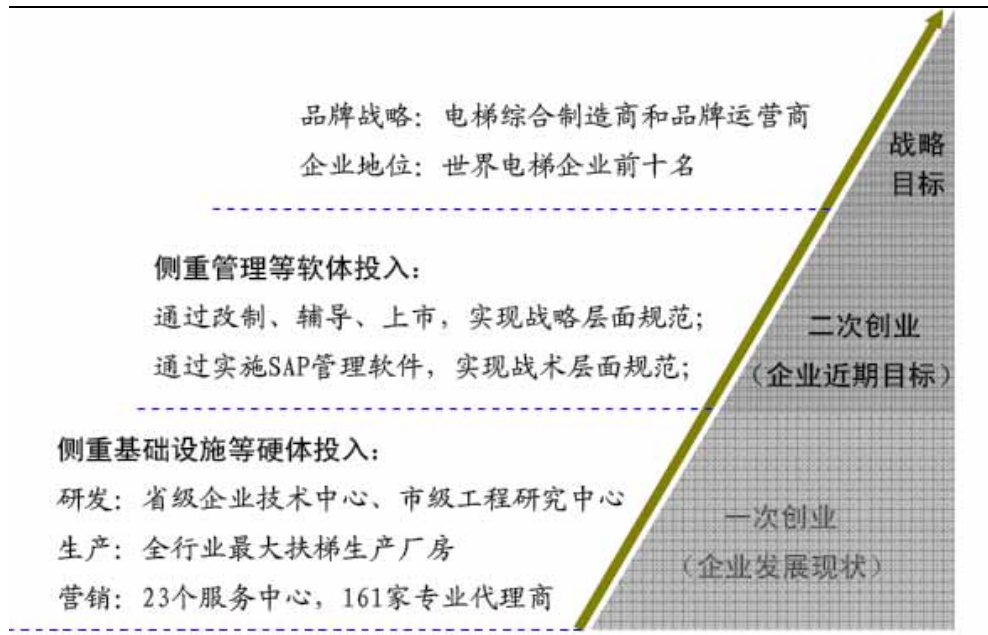


数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 1.2. 发展战略

公司目前处于电梯行业的第二梯队，希望通过募投资项目来加大高端产品的研发及生产能力，进入第一梯队。

图 2 公司发展战略示意图



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

## 2. 我国电梯市场未来两年增长可期，国内品牌比重将上升

### 2.1. 我国电梯市场将保持增长

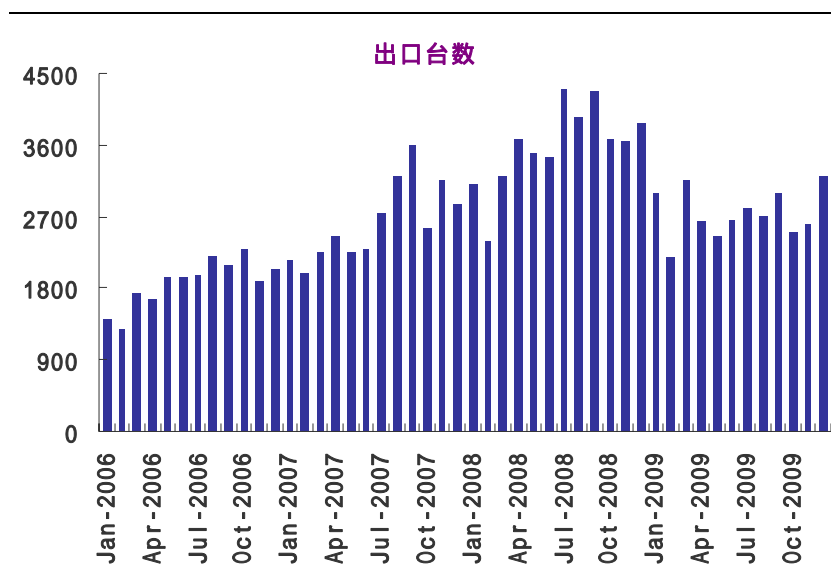
我们认为在城镇化进程的推动下，受此次加快基础设施建设的影响，我国电梯市场未来两年仍依赖于国内市场，其增长并无悬念。

#### 2.1.1. 我国电梯企业市场以国内为主

Freedonia 集团研究表明，到 2013 年全球电梯将保持 4.3 % 的年增长率，电梯产品和服务市场产值将达到 785 亿美元。这一增长主要来自中国和印度建设项目的设备需求。其中中国新增需求有望占到 45%。

就国外市场来看，我们认为受经济危机影响较大，出口市场虽然有所复苏，但比 08 年大部分时期还要差 20% 左右，世界经济复苏的不确定性及其反复性使得这部分市场增长不会太快。并且出口台数与总生产台数相比，仅占其 10% 左右。

图 3 我国电梯出口开始复苏但总量较少



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

综合来看，我们认为未来两年我国电梯企业的主要市场还是以国内为主。

#### 2.1.2. 国内电梯市场未来两年增长可期

##### 2.1.2.1. 电梯市场增长的根本原因在于城镇化进程、更新需求和投资拉动

###### ➤ 城市化率将进一步提升

目前我国人口城市化比率在 44% 左右，预计到 2015 年将超过 50%。人口城镇化进程正在持续。而目前我国人口超过 100 万的城市数目已经超过 100 个，人口城镇化无疑将使大城市越来越多、越来越大，从而推动电梯需求的进一步上升。

###### ➤ 投资拉动

由于扩大内需促进经济发展的 4 万亿元投资中住房和交通建设占据很大的比例，因此直接带动中国房地产业的发展，电梯企业已经享受到了切实利益。

###### ➤ 更新需求

我们认为我国存在 20 万台左右的更新需求，主要包括以下两类：

第一，改革开放之前，大概有 6 万多台，基本上为直流电梯，而且没有合资产品。由于已经是 30 年以上的电梯，电路老化，故障率极高，运行质量很差，不符合新的国标检验标准。这部分电梯基本上都面临着更新、维修或者改造。第二，随着合资电梯厂的出现，交流双速电梯广泛应用，但是这类电梯在舒适性、驱动技术和控制系统上

仍然落后，以现代的眼光很难接受。到 1995 年的时候，在用电梯总量大概在 20 万台，这样推算，有近 14 万台电梯，都在这个范畴，一般 15 年左右的使用寿命，也进入了改造和大修的范围。

### 2.1.2.2. 其直接表现为房地产投资的持续上升以及城市交通设施的建设

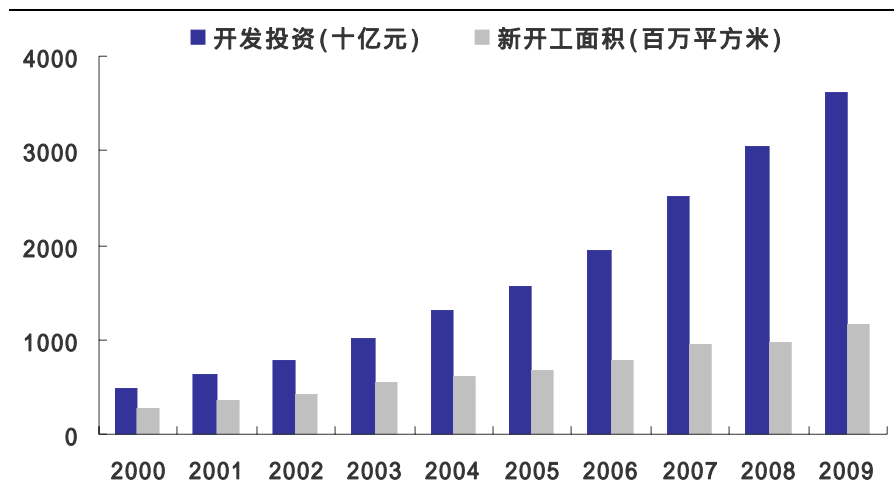
#### ➤ 房地产投资持续增加

据中国电梯协会的统计，2008 年中国新装电梯总量超过 8 万台，电梯业正处于高速发展的浪潮中，我国已经成为世界上最大的新装电梯市场。在所有电梯需求中，住宅电梯占了很大的份量，几乎占到七成的份额。

住宅电梯市场快速增长背后的原因：首先，在房地产市场中，预计未来 50 年我国新增住房面积将达到 200 亿平方米。而按目前国家规定，20 米以上高楼就应安装电梯；其次，西部地区的小城镇建设速度加快。近年来，我国西部地区国民生产总值的增长速度，已经与电梯需求高速发展所需的 GDP 水平相吻合；

就新造需求来看，由于过往几年房地产投资持续增长，新开工面积的增速也于 09 年开始复苏，这将使得未来两年我国房地产竣工面积将持续增长，幅度预计在 20%左右。

图 4 我国房地产竣工面积未来两年仍将上升



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

另外，多层住宅加装电梯有被纳入住宅基本功能的趋势。从全国范围估算，加装电梯的住宅楼数量不会少于 100 万幢。另外，上世纪八、九十年代安装的电梯由于技术和使用年限等原因也进入了改造更新阶段，预计仅 2009 年就将有近 2 万台电梯需要更新。

2008 年，我国电梯产量超过 21 万台，年增幅超过 20%，产量超过了全世界电梯年产量的 50%。按国外电梯使用寿命惯例，一般日本系列电梯设计寿命为 15 年，欧美电梯设计寿命为 25 年，中国电梯的保有量已经超过 100 万台，专家预计今后每年大修改造以及已有建筑加装电梯的市场容量将保持在 12 万台以上。

#### ➤ 地铁、机场等基础设施

去年为刺激经济复苏，我国加快基础设施建设，其中包括地铁、机场等，从而带动电梯、扶梯的市场需求。由于这些项目建设周期较长，因此虽然今年开始有可能出现一定程度的紧缩，但对电梯的需求将在未来两年陆续释放。也就是说即使现在开始暂停投入，电梯的需求在未来两年也是有保障的。

综上所述，我们认为未来两年我国电梯市场的平均增速将在 15-20%之间。

### 2.1.3. 中长期来看，电梯市场仍有较大上升空间

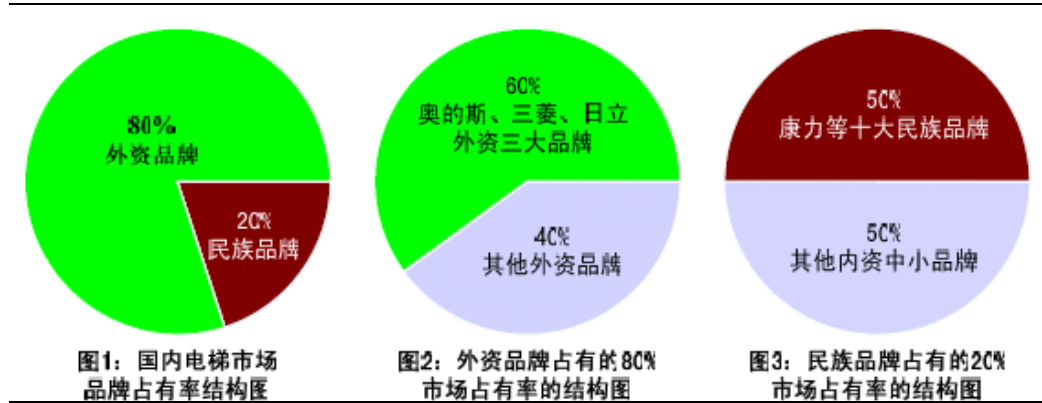
远期预期：中国作为世界最大的发展中国家，拥有 13 亿人口，约占全球人口的 1/5，目前使用着世界 1/10 数量的电梯。按人均电梯拥有量来计算，是世界平均水平的一

半，与发达国家相比是它们的 1 / 10，甚至是 1 / 20。如果中国大陆电梯的人均拥有量达到世界平均水平，在用电梯总数至少还要翻一番。

## 2.2. 民族品牌的市场占有率将提升

从 2008 年我国电梯市场的品牌分布情况来看，占主导地位的主要还是外资品牌，而民族品牌市场占有率在 20%左右。

图 5 2008 年我国电梯市场占有率示意图



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

但应该看到的是目前中国的电梯产量已接近世界需求量的 50%，世界上几乎所有知名的电梯公司在中国都设了制造工厂，随着世界知名电梯公司不断在中国设立研发机构，新技术的运用，以及产业链的成熟，除了一些超高速大吨位电梯及在特殊场合使用的电梯外，在中国的电梯工厂几乎都能生产出满足市场需求的电梯产品，而且产品质量还相当好、产品价格还相当低。

而去年以来刺激经济复苏的投资优先采购国产设备，这有利于民族品牌的高端产品走向市场，打破外资品牌的垄断，推动更高技术产品的生产向国内转移，进一步提高我国电梯产品的档次，使这国电梯行业进入一轮新的良性发展。

去年我国电梯产量增长 5%，而公司增长超过 15%，如果其它民族品牌增幅类似，则目前我国民族品牌的市场占有率已经超过 22%。与外资品牌相比，民族品牌技术上差别不大，尤其是中低端产品，但价格却便宜至少 20%。而价格在危机中更是购买方重点考虑的因素之一。

我们预计未来几年民族品牌的市场占有率将进一步提升至 30%左右，考虑到总市场容量的增长未来两年在 15-20%左右，民族品牌的增速将在 23-30%之间。

## 3. 公司收入增长将快于行业平均

公司作为国内民族品牌的龙头企业之一，其过往两年的收入增长快于行业。我们认为在目前行业背景下，这一现象将延续。目前公司在手订单已超过 10 亿元，给今年的高增长做了较好的铺垫，公司技术基础较厚，借此次国内经济刺激政策已成功将其高端产品打入市场，未来市场前景较好。加上民族品牌的份额上升主要是靠龙头企业来完成，因此我们预计其整机的市场占有率将由目前的不足 2%提升至 4%以上。

### 3.1. 竞争优势明显

公司技术力量雄厚，产品系列较全，新产品符合电梯行业节能、高速的发展方向。并且公司关键零部件自给率较高，有利于控制产品质量、提高反应速度以及控制产品成本。

### 3.2. 整机市场占有率有较大提升空间

根据国家统计局、中国电梯协会 2005 年、2006 年统计数据及国家统计局中国行业企业信息发布中心 2008 年、2009 年发布的统计调查信息表明，公司生产的“康力”牌

电梯产品销量自 2005 年起连续四年荣获全国市场同类产品内资品牌第一名；根据中国电梯协会行业报告和公司统计分析 2007 年公司整机产品国内市场占有率为 1.72%，扶梯主要部件 - 上下部驱动总成国内市场占有率为 23.63%。

机场、地铁、铁路等建设项目通常对采购企业有一定的规模要求，保障性住房建设对采购产品具有高性价比要求，在国家 4 万亿投资的背景下，上述两个条件都对诸如公司这样的具备自主技术、成本优势、有一定规模的民族品牌企业来说是一次难得的机遇。这使得近年来民族品牌市场占有率的提升主要是通过规模企业来实现的，再加上行业中厂商较多，竞争充分，新进入者不多，因此公司三年后整机市场占有率提升至 4-5%是可以期待的。

### 3.3. 高端产品进入市场

2008 年 12 月，公司取得贵阳世纪金源大饭店 4 米/秒（提升高度 150 米）8 台群控高速电梯订单，是公司取得的第一个 4 米/秒以上高速电梯项目，该项目已交付使用。2009 年 6 月，公司与上海长峰地产集团就沈阳“龙之梦”大型商业地产项目签订了 6 米/秒（提升高度 240 米）12 台高速电梯订单。通过以上 4 米/秒、6 米/秒高速电梯项目的实施，公司将成为第一家打破外资品牌在国内高速电梯市场垄断地位的内资品牌企业。

我们认为公司高端产品已经借此机会打开市场，随着用户认可度的提升，公司产品结构将进一步优化。

### 3.4. 在手订单及存货均预示未来两年收入将继续增长

从存货的构成来看，公司去年底大幅上升的存货主要是产成品的上升，后者比 08 年末增加了 1.5 亿元左右，而这部分产品均将在今年结算，这给公司收入增长做了较好的铺垫。

表 1 公司去年存货中产成品大幅增加(单位：万元)

项目	2009 年末	2008 年末	2007 年末
原材料	7,988.45	4,956.64	4,367.09
外购外协零部件	3,276.67	2,866.78	2,083.79
在产品	1,354.05	1,816.62	2,296.45
产成品	21,402.58	6,518.88	4,019.76
合计	30,745.07	13,292.14	10,683.30

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司目前在手整机订单 10 亿元左右，绝大部分将于今年交货。公司销售部门从客户反馈回来的信息显示，今年新接订单将达 16 亿元，结合我们对行业的分析及判断，我们认为今年新接订单超过 13 亿元的可能性较大。因此明年公司产品收入将继续增长。

### 3.5. 募集项目将提高公司产能

从募集项目的新增产能来看，公司未来的产能将大幅提高，幅度大约在一倍左右，我们认为这一增幅基本与公司未来市场份额上升的潜力空间一致，因此产能问题的解决给市场份额上升提供了必要条件之一，使之不会成为公司收入增长的阻碍。

表 2 募集项目将大幅提高公司产能

产品	2009 年产能	达产年后新增产能
电梯	4,000	4,000
扶梯	1,800	2,000
上下部总成	6,700	6,000
门机及层门装置	-	8,000
控制系统	-	8,000

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

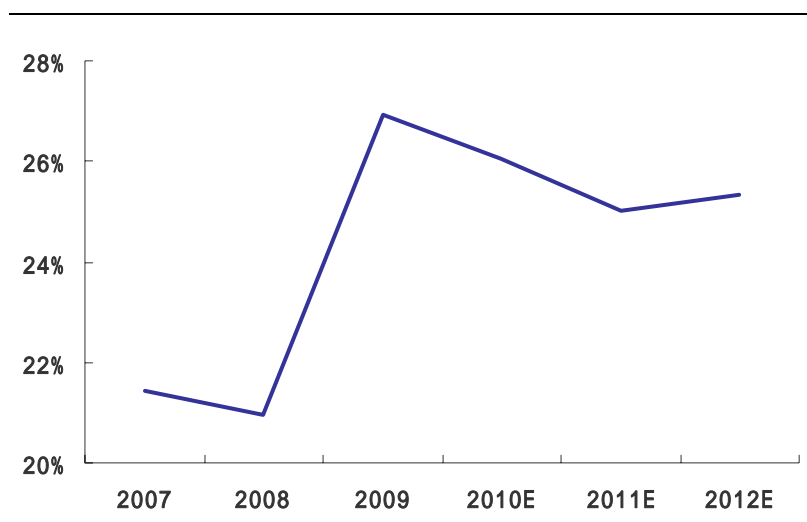
## 4. 利润增速与收入增速相近

未来两年公司毛利率下降的同时期间费用率也下降，二者对利润影响的方向相反，力度相近，导致公司利润的增速与收入增速相近。

### 4.1. 毛利率将小幅下降

公司采购的直接材料主要包括外购外协零部件和钢材两大类，直接材料成本占主营业务成本的 90%左右，其中钢材成本平均占直接材料成本的 19%左右，外购外协件成本平均占直接材料成本的 75%左右，直接材料价格的变动对公司成本产生直接影响。去年原材料价格大幅下降导致毛利率明显上升。

图 6 公司毛利率变化趋势图



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

虽然今年原材料价格将小幅上升，毛利率将下降，但我们认为公司毛利率不会回到 08 年以前的水平。主要原因如下：

#### ➤ 高端产品比重上升

电梯产品中，中高速电梯比重上升，其价格要比低速电梯高出 50%左右，其盈利空间也相对较大。

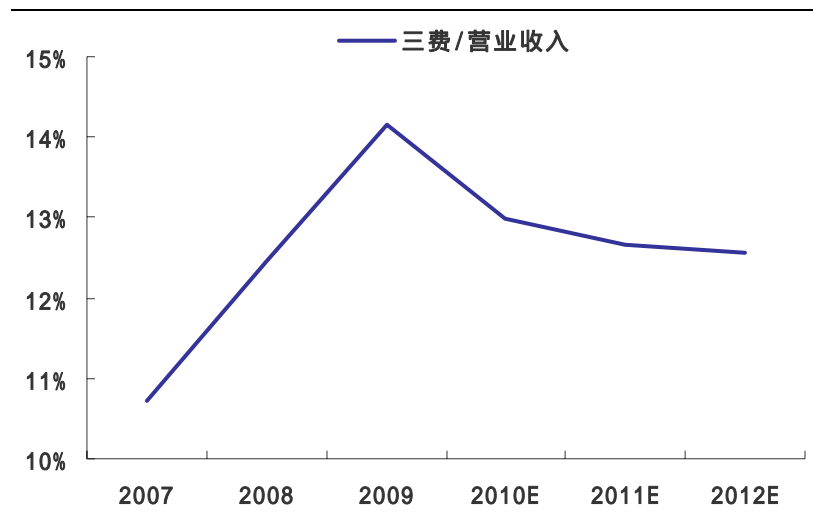
#### ➤ 议价能力提升

公司规模的扩大，以及高端产品比重的上升使得其议价能力上升，既包括采购价格的谈判能力与包括向下游转稼成本的能力。

### 4.2. 公司期间费用率将小幅下降

过往两年，公司加大营销力度，增加销售人员，并加大研发投入力度，导致销售费用和管理费用上升相对较快，期间费用率逐年上升。虽然未来相关费用仍将增加投入，但收入的同时上升将使得期间费用率回落到 13%以下。

图 7 公司期间费用率变化趋势图



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

## 5. 利润增长率 28%，建议申购区间为 18-20 元之间

### 5.1. 盈利预测

根据上述分析及假设，我们判断公司未来三年的收入增长将快于行业平均水平，但略低于 30%；竞争以及原材料价格的上升使得公司毛利率出现回落；募集项目年末投产后带来的规模扩张使得期间费用率小幅下降；税率仍在 15%左右。

在此基础上我们测算公司未来三年的每股收益分别为 0.84 元、1.01 元和 1.33 元，复合增长率 28%。

### 5.2. 估值

由于公司产品特殊，目前上市公司中没有在产品上与其可比的。考虑到其所处行业的前景以及公司未来三年近 30%的利润增长率，我们认为可以按 2010 年 28-30 倍的动态市盈率给予估值，对应的合理股价在 23.5 元-25.5 元之间。其对应的静态市盈率在 40 倍左右，与目前机械行业整体静态市盈率相近。

参考近期新股上市后的平均涨幅，建议的申购价格区间为 18 元-20 元之间，其对应的 2010 年的动态市盈率在 20-22 倍之间。



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-2-22
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>690.1</b>	<b>823.9</b>	<b>1,049.1</b>	<b>1,361.1</b>	<b>1,731.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	545.5	602.0	775.7	1,020.7	1,293.2	营业收入增长率	30.5%	19.4%	27.3%	29.7%	27.2%
营业税费	3.3	5.6	5.2	6.8	8.7	营业利润增长率	-13.8%	86.2%	36.9%	20.0%	32.2%
销售费用	34.2	55.4	59.8	76.2	95.2	净利润增长率	20.9%	67.6%	33.8%	19.6%	31.6%
管理费用	49.9	58.3	73.4	95.3	121.2	EBITDA 增长率	-5.7%	73.4%	28.6%	24.8%	28.9%
财务费用	1.9	3.0	3.0	1.0	1.0	EBIT 增长率	-14.7%	85.1%	35.8%	18.1%	32.0%
资产减值损失	4.5	4.8	2.1	5.4	6.3	NOPLAT 增长率	10.7%	66.8%	32.4%	17.7%	31.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.8%	-61.0%	84.9%	118.0%	25.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.5%	29.0%	230.3%	9.9%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>50.9</b>	<b>94.8</b>	<b>129.8</b>	<b>155.8</b>	<b>205.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7.9	3.1	3.0	3.0	3.0	毛利率	21.0%	26.9%	26.1%	25.0%	25.3%
<b>利润总额</b>	<b>58.8</b>	<b>97.9</b>	<b>132.8</b>	<b>158.8</b>	<b>208.9</b>	营业利润率	7.4%	11.5%	12.4%	11.4%	11.9%
减: 所得税	8.5	13.7	19.9	23.8	31.3	净利率	7.3%	10.2%	10.7%	9.9%	10.2%
<b>净利润</b>	<b>50.2</b>	<b>84.2</b>	<b>112.6</b>	<b>134.7</b>	<b>177.3</b>	EBITDA/营业收入	9.6%	13.9%	14.1%	13.5%	13.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT/营业收入	7.7%	11.9%	12.7%	11.5%	12.0%
货币资金	57.6	228.8	972.6	847.6	898.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	85	89	75	86	88
应收帐款	126.2	132.1	192.8	250.2	318.3	流动营业资本周转天数	23	-11	-27	0	19
应收票据	2.1	0.6	4.3	5.6	7.1	流动资产周转天数	163	226	361	369	309
预付帐款	9.4	36.9	36.9	36.9	36.9	应收帐款周转天数	56	56	55	57	57
存货	132.4	307.2	190.3	250.4	317.3	存货周转天数	63	96	86	59	59
其他流动资产	-	-	-	-0.0	-	总资产周转天数	277	330	448	463	403
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	136	92	58	92	112
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	19.7%	25.5%	10.4%	11.3%	13.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	8.9%	6.8%	7.4%	8.7%
固定资产	204.5	200.6	238.3	413.1	434.7	ROIC	23.8%	28.8%	97.6%	62.1%	37.4%
在建工程	3.1	1.0	0.6	0.4	0.2	<b>费用率</b>					
无形资产	32.0	31.8	29.8	27.9	26.1	销售费用率	4.9%	6.7%	5.7%	5.6%	5.5%
其他非流动资产	2.1	3.9	2.0	2.0	2.0	管理费用率	7.2%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>资产总额</b>	<b>569.4</b>	<b>943.0</b>	<b>1,667.7</b>	<b>1,834.1</b>	<b>2,041.2</b>	财务费用率	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%
短期债务	30.0	17.0	17.0	17.0	17.0	三费/营业收入	12.5%	14.2%	13.0%	12.7%	12.6%
应付帐款	117.1	195.1	170.0	223.7	283.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	10.0	5.0	14.9	19.6	24.8	资产负债率	55.1%	65.0%	34.6%	34.7%	34.3%
其他流动负债	79.6	387.7	378.8	378.8	378.8	负债权益比	122.5%	185.7%	52.9%	53.0%	52.3%
长期借款	40.0	-	-	-	-	流动比率	1.20	1.17	2.45	2.22	2.28
其他非流动负债	1.3	7.8	7.8	7.8	7.8	速动比率	0.72	0.66	2.12	1.81	1.82
<b>负债总额</b>	<b>313.5</b>	<b>612.9</b>	<b>577.3</b>	<b>635.7</b>	<b>700.6</b>	利息保障倍数	27.43	32.78	44.26	156.77	206.95
少数股东权益	-	-	0.2	0.5	0.9	<b>分红指标</b>					
股本	100.0	100.0	133.5	133.5	133.5	DPS(元)	-	-	0.17	0.20	0.27
留存收益	155.9	230.1	956.7	1,064.5	1,206.3	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>255.9</b>	<b>330.1</b>	<b>1,090.4</b>	<b>1,198.4</b>	<b>1,340.6</b>	股息收益率	-	-	-	-	-
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	50.3	84.2	112.6	134.7	177.3	EPS(元)	0.50	0.84	0.84	1.01	1.33
加: 折旧和摊销	14.4	18.2	14.8	27.4	30.4	BVPS(元)	2.56	3.30	8.17	8.98	10.04
资产减值准备	3.1	4.2	2.1	5.4	6.3	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	3.8	2.6	4.3	3.0	1.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.1	-	0.2	0.3	0.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-40.2	185.5	28.2	-65.7	-77.9	CAGR(%)	38.9%	28.2%	29.0%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>29.1</b>	<b>289.7</b>	<b>161.0</b>	<b>103.0</b>	<b>137.5</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-48.6</b>	<b>-22.8</b>	<b>-50.1</b>	<b>-200.1</b>	<b>-50.1</b>	ROIC/WACC	5.6	6.8	23.0	14.6	8.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10.5</b>	<b>-102.4</b>	<b>644.5</b>	<b>-27.9</b>	<b>-36.5</b>	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

林晟, CFA, 机械行业分析师。毕业于厦门大学, 经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034