

商用车核心零部件供应商，未来排放标准升级受益者

目标价：20 元

威孚高科（000581）深度研究

投资要点：

2010 年 4 月 30 日

- 国内最大的汽车发动机燃油喷射系统生产商。威孚高科前身为无锡油泵油嘴厂，1992年改组成无锡威孚股份有限公司，1998年在深交所上市。公司主要生产柴油燃油喷射系统产品，广泛使用于各档功率的柴油机，为各类载货车、客车、工程机械、发电机组等配套。
- 投资收益仍是公司主要收入来源。公司业务板块可分为喷油泵总成、喷射系统配件、尾气处理系统及博世配套四大板块，其中喷油泵总成业务是公司的核心业务，各主要喷油泵产品市场份额处于行业领先地位，目前喷油泵总成中的中重型车和轻型车用泵是公司的主要收入来源。从利润来源来看，中重型车、轻型车用喷油泵总成是公司主要的毛利来源，而来自博世汽车和联合电子的投资收益已经成为公司的主要利润来源。
- 2010年商用车维持高景气度。预计10和11年重卡销量将分别增长20%和15%。从分省情况来看，随着经济逐步发展，我国大部分内陆省份重卡需求仍具备提升空间；从分下游来看，物流需求和基建需求持续增长将推动重卡销售稳定上升。预计2010年和2011年重卡销售将分别增长20%和15%。
- 首次给予“推荐”的投资评级。预计威孚高科2010~2012年的EPS为1.01、1.28、1.37元/股，对应市盈率为16、13和12倍，估值优势仍然明显。另外2011年开始我国将开始转向国四标准，公司产品优势明显将率先受益。综合考虑，公司仍是值得中长线投资的良好品种，给予“推荐”评级。
- 风险因素：商用车景气下滑，毛利率下降。

莫景成

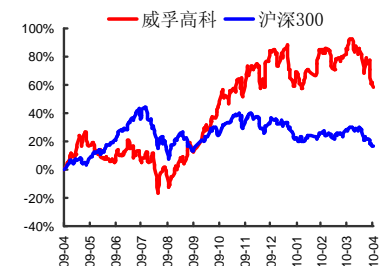
电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据 2009 年 12 月 31 日

收盘价(元)	14.85
总股本(万股)	22101
流通 A 股股本(万股)	15287
12 月最高价(元)	15.20
12 月最低价(元)	8.55

股价走势



相关报告

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,081	4,005	4,806	5,527
同比%	1.56%	30.00%	20.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	448	572	728	776
同比%	131.74%	27.53%	27.34%	6.58%
毛利率%	19.64%	20.05%	20.10%	20.10%
ROE%	15.00%	16.03%	16.95%	15.58%
每股收益(元)	0.79	1.01	1.28	1.37
每股净资产(元)	5.05	6.05	7.34	8.54
市盈率(倍)	21.02	16.48	12.94	12.15
市净率(倍)	3.29	2.74	2.26	1.95

目 录

1. 公司概况	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 国内最大的汽车发动机燃油喷射系统生产商	4
1.3 投资收益仍是公司主要收入来源	4
2. 2010 年商用车维持高景气度	6
2.1 公司产品主要为重卡配套	6
2.2 经济向好，重卡需求维持高景气度	6
3. 参股公司：继续贡献丰厚投资收益.....	8
2.1 博世汽柴：产品主要面向高端重卡市场	8
2.2 联合电子：乘用车高增长的受益者	9
3. 控股公司：成功转型，竞争力逐步提升.....	10
3.1 威孚金宁：中小型商用车电控 VE 泵主要供应商	10
3.2 威孚力达：国内汽车净化器领军者	10
3.3 威孚汽柴：收购博世业务提升盈利能力	11
3.4 公司本部：成功扭亏	11
5. 盈利预测与估值.....	12
6. 风险因素	13
6.1 房地产调整政策，商用车下半年销量下滑	13
6.2 毛利率大幅下降的风险	13

插图目录

图 1：公司主要控股及参股公司	4
图 2：公司 09 年盈利构成	5
图 3：公司 05-09 年投资收益占比	5
图 4：公司主营收入、净利润及同比增长	5
图 5：公司 05-09 年毛利率走势	5
图 6：固定资产投资完成额及同比增速	6
图 7：GDP 增速	6
图 8：铁路物流与公路物流周转量	7
图 9：分省重卡保有量（万辆）	7
图 10：半挂牵引车销量增速与公路货运周转量增速	7
图 11：半挂牵引车销量增速与进出口总额增速	7
图 12：博世汽车 05-09 年盈利水平（亿元）	8
图 13：公司 05-09 年投资收益水平（亿元）	8
图 14：联合电子股权构成	9

表格目录

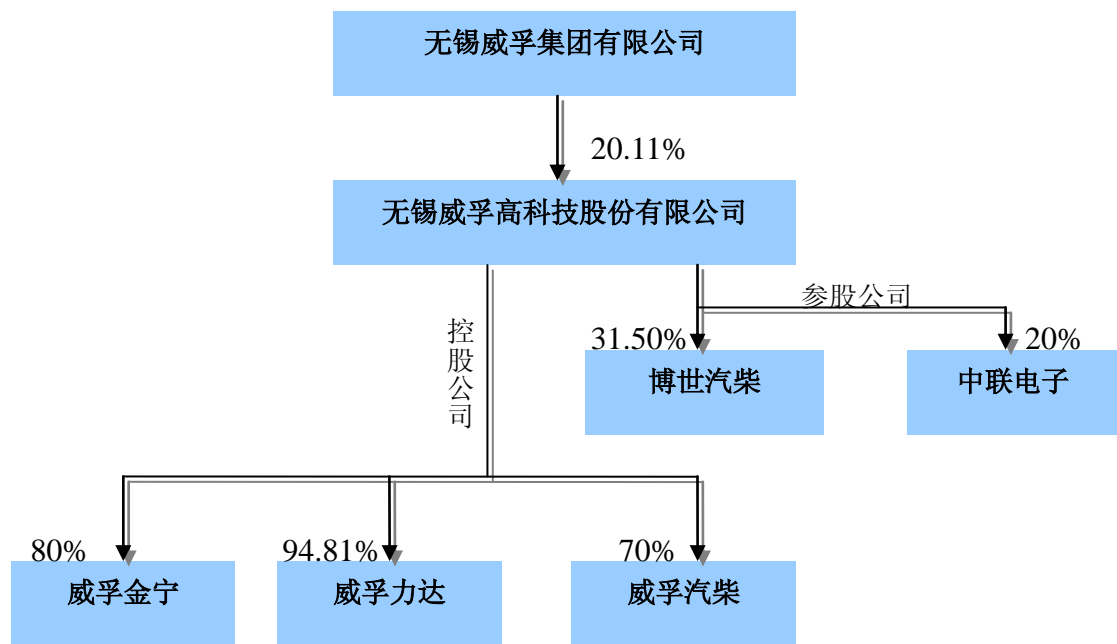
表 1：公司主要子公司的业务构成	5
表 3：各子公司净利润预测（万元）	12
表 4：子公司业绩贡献（元）	12

1. 公司概况

1.1 公司发展历程

无锡威孚高科技股份有限公司是国内业绩优良的A、B股上市公司。前身为无锡油泵油嘴厂，成立于1958年，并于当年生产出国内第一付喷油嘴偶件；1992年改组为无锡威孚股份有限公司，并于1995年在深圳证券交易所上市“苏威孚B股”，1998年在深圳证券交易所上市“苏威孚A股”。

图 1：公司主要控股及参股公司



资料来源：东莞证券研究所

1.2 国内最大的汽车发动机燃油喷射系统生产商

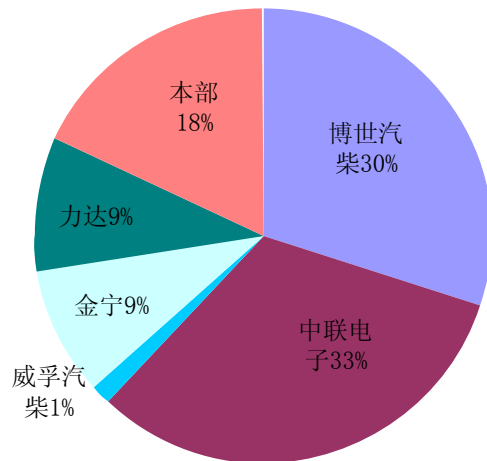
无锡威孚高科技股份有限公司生产的柴油燃油喷射系统产品，广泛使用于各档功率的柴油机，为各类载货车、客车、工程机械、发电机组等配套。公司秉承“艰苦创业、严谨求实、赶超一流”的企业精神，历经半个世纪的创业发展，已成为中国汽车发动机燃油喷射系统的最大生产厂商，在做好国内配套同时，还向美洲、东南亚、中东等地区出口，产品品种系列、生产规模、市场占有率、经济效益连续多年位居行业第一。目前“锡字牌”油泵总成产品年销超百万台，市场占有率为50%，产品信誉度和用户满意率年年有提升。

1.3 投资收益仍是公司主要收入来源

公司业务板块可分为喷油泵总成、喷射系统配件、尾气处理系统及博世配套四大板块，其中喷油泵总成业务是公司的核心业务，各主要喷油泵产品市场份额处于行业领先

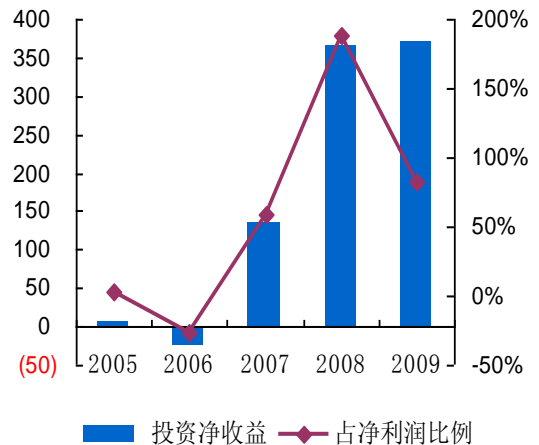
地位，目前喷油泵总成中的中重型车和轻型车用泵是公司的**主要收入来源**。从利润来源来看，中重型车、轻型车用喷油泵总成是公司主要的毛利来源，而来自博世汽车和联合电子的**投资收益**已经成为公司的主要利润来源。

图 2：公司 09 年盈利构成



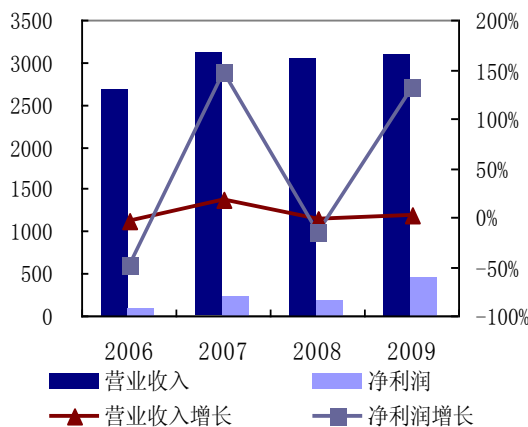
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 3：公司 05-09 年投资收益占比



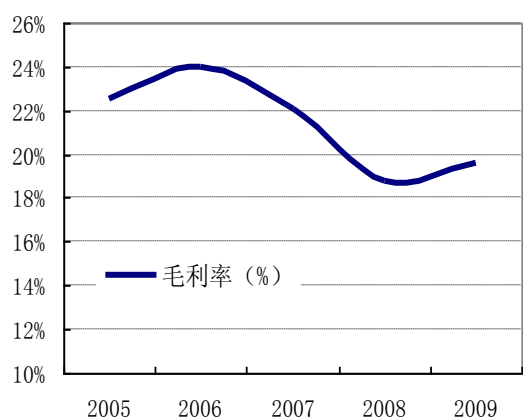
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 4：公司主营收入、净利润及同比增长



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 5：公司 05-09 年毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

公司本部、威孚汽柴、威孚金宁主要生产**喷油泵总成**，而威孚力达主要生产**催化净化器**，博世汽柴主要生产销售**柴油高压共轨喷射系统**，联合汽车电子主要生产**轿车喷油器、调压阀、燃油分配器等**。

表 1：公司主要子公司的业务构成

业务单位	主要产品	排放标准		下游应用领域
公司本部	PW2000(大功率机械泵)	国 III、国 II	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
	PW 泵 (大功率机械泵)	国 II、国 I	中等功率柴油机	准重卡、工程机械
	A 型泵	-	中等功率柴油机	工程机械

	I 型泵	国 II、国 I	中小功率柴油机	轻型卡车、低速货车
	喷油器及维修配件	国 III 及以下	各种功率柴油机	各种功率段柴油机 OEM、售后市场
威孚汽柴	高压共轨系统用高压泵	国 IV、国 III	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
	PS7100	国 II	大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
	VE 泵	国 II	中小功率柴油机	中小型客车、中高端轻卡
	P 型喷油器	国 II	中大功率柴油机	中重型卡车、大中型客车
威孚金宁	VE 泵	国 III、国 II	中小功率柴油机	中小型客车、中高端轻卡
	单体泵	-	小功率柴油机	农用机械
博世汽柴	高压共轨系统	国 IV、国 III	各种汽车用柴油机	卡车、客车
中联电子	汽车发动机电控单元		汽油发动机	乘用车
威孚力达	汽车尾气净化器	国 IV、国 III	汽油发动机	乘用车
威孚环保	汽车尾气净化器用催化剂	国 IV、国 III	汽油发动机	乘用车

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2. 2010 年商用车维持高景气度

2.1 公司产品主要为重卡配套

目前公司主要盈利点在于博世汽柴。博世汽柴高压共轨产品主要针对潍柴、康明斯、锡柴等主流发动机公司。在08年7月1日实施国三标准之后，重卡行业中，高压共轨系统约占50%的市场份额。

用于重卡的大功率柴油机所用的共轨系统价格为1.1-1.2万，毛利率较高，是主要的利润贡献点。用于中轻卡、中客的巩固系统价格在0.6万元左右，毛利率稍低，且由于重卡行业国三标准已经开始实施，对高压共轨系统的需求量远大于轻卡。因此，未来1-2年公司的成长性主要依靠重卡行业的成长。

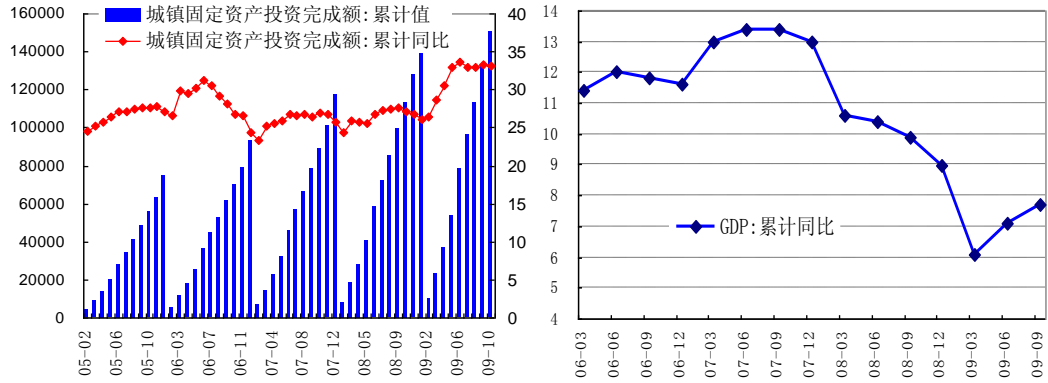
2.2 经济向好，重卡需求维持高景气度

(1) 宏观经济的持续复苏是行业发展的基础

长期以来，重卡子行业不断增长的四个重要驱动力是：1) 投资快速增长拉动土建类和公路类重卡产品需求快速增长；2) 制造业繁荣拉动公路货运行业持续景气，从而带动公路类重卡产品的旺盛需求；3) 土建和公路运输行业高度分散的行业格局，导致了行业运力利用率较低；4) 车辆快速更新的模式。2010年，预计GDP增速为9%，固定资产投资增速为25%左右，在国家鼓励消费的政策刺激下，2010年国内消费仍将以较快的速度增长，从而带动制造业持续繁荣。因此，投资和制造业繁荣仍将驱动重卡产品需求持续增长。

图 6：固定资产投资完成额及同比增速

图 7：GDP 增速



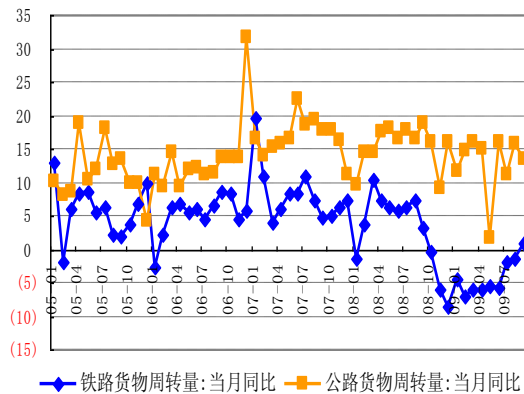
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

(2) 铁路对重卡影响有限，公路货运中重卡比重有望提升

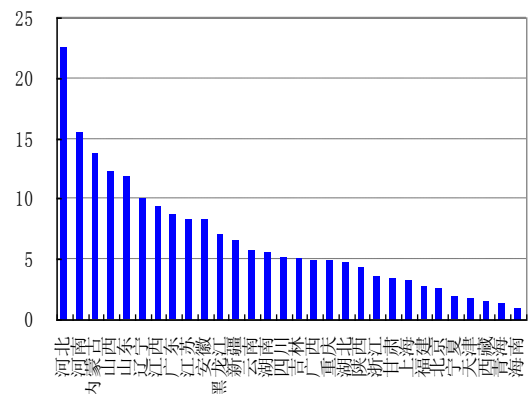
虽然近年政府加强铁路建设力度，但总体来看铁路覆盖面依旧相对较小，且公路建设也同步维持在较快水平，总体来看铁路运输对公路货运影响有限。近年来，公路货运周转量增速持续快于铁路，我们判断未来5-10年之内，铁路运输仍难对公路货运构成实质性冲击。从现有运力结构来看，我国重卡产品所占比重仅在40%左右，低于发达国家60%的水平，重卡占比具备较大提升空间。

图 8：铁路物流与公路物流周转量



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 9：分省重卡保有量（万辆）

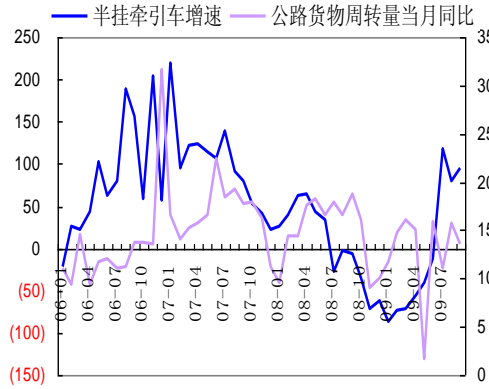


资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

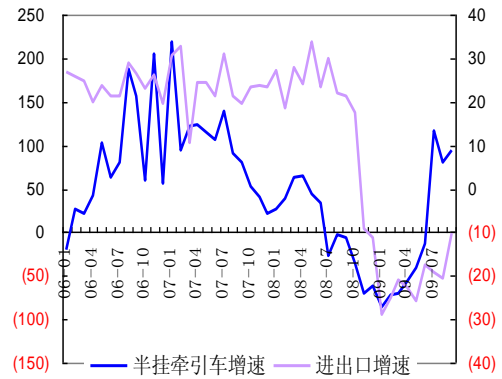
(3) 出口复苏，物流行业重整旗鼓

尽管目前出口复苏仍然艰难，但由于国内整体经济好转带来的内需启动带动了公路物流量增长的逐步恢复，使得半挂牵引车销售在下半年出现了强劲回升。明年内需增长带动公路货运周转量的进一步回升将确保半挂牵引车销量至少可维持在目前水平。而出口若能如预期复苏，则有望使集装箱半挂牵引车销量进一步走高。

图 10：半挂牵引车销量增速与公路货运周转量增速 图 11：半挂牵引车销量增速与进出口总额增速



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

(4) 预计10和11年重卡销量将分别增长20%和15%

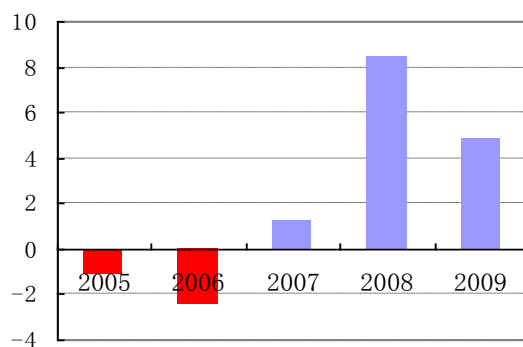
预计10和11年重卡销量将分别增长20%和15%。从分省情况来看，随着经济逐步发展，我国大部分内陆省份重卡需求仍具备提升空间；从分下游来看，物流需求和基建需求持续增长将推动重卡销售稳定上升。预计2010年和2011年重卡销售将分别增长20%和15%。

3. 参股公司：继续贡献丰厚投资收益

2.1 博世汽柴：产品主要面向高端重卡市场

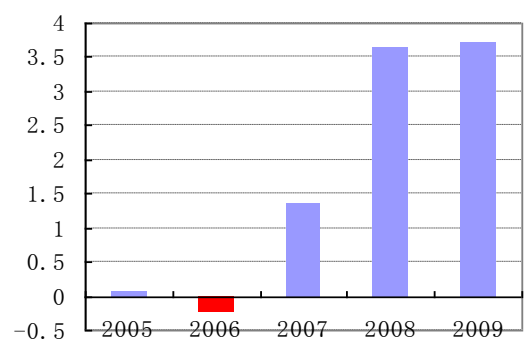
博世汽柴主要生产符合国III标准的高压共轨系统，是博世在中国市场着力打造的具有较强竞争优势的赢利平台，是2004年在原无锡欧亚基础上经过重新合资成立的，博世汽柴项目注册资本2亿美元，总投资6亿欧元。经过三四年的培育后，随着国家正式实施汽车国III排放标准，博世汽柴盈利性也逐步体现出来，08年特别是下半年业绩爆发性增长，全年创纪录地实现了8.8亿元的净利润，相比07年增长了近7倍。09年博世汽车净利润为4.87亿元，公司收获投资收益1.53亿元。博世汽柴计划2010年形成56万台电控VE泵和70万套高压共轨系统的生产能力，年销售收入也将达到100亿元以上，合理的年净利润约在10-13亿元之间，对公司的合理利润贡献约在3.3-4亿元之间。

图 12：博世汽车 05-09 年盈利水平（亿元）



博世汽车盈利（亿元）

图 13：公司 05-09 年投资收益水平（亿元）



威孚高科投资收益（亿元）

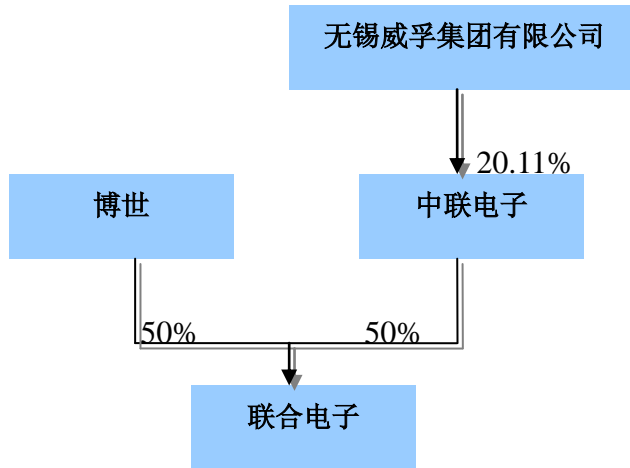
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

2.2 联合电子：乘用车高增长的受益者

联合电子是博世和中资的中联电子合资成立于1995年。中联电子和博世各占50%的股份。中联电子由上汽、威孚、一汽、东风、北汽等公司联合成立的，其中上汽拥有53%的股份，威孚占20%的股份。

图 14：联合电子股权构成

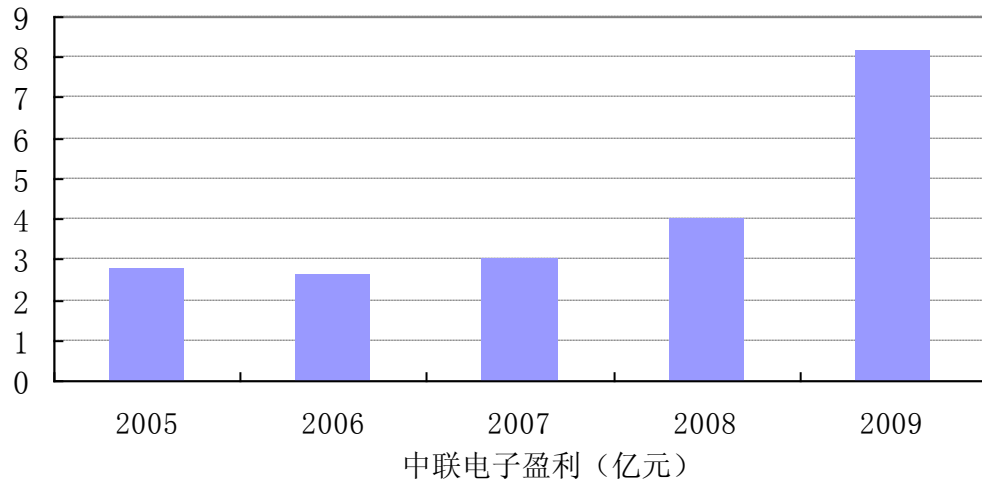


资料来源：东莞证券研究所

联合汽车电子成立之初总投资额达26.68亿元，是当时汽车行业最大的合资项目之一。公司引进博世公司具有当代世界先进水平的汽油发动机控制系统的产品技术。目前国内市场 70%以上的汽车电子市场份额被国外企业如德尔福、日本电装、博世三家占领，剩余的 30%也主要被玛瑞利、摩托罗拉、西门子等国际厂商所垄断。

联合电子总投资额26.68亿元，引进了博世公司具有当代世界先进水平的汽油发动机控制系统的产品技术，研究、开发和生产适合中国汽车工业发展需要的，安全、洁净、经济的EMS及其零部件，其上海、无锡、西安建设了三个生产基地，年生产能力超过200万套，生产规模国内第一，目前已经实现欧III和欧IV电喷部件的国产化，在国内电喷汽油领域占有40%的市场份额。

图 15：中联电子 05-09 年的盈利水平（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3. 控股公司：成功转型，竞争力逐步提升

3.1 威孚金宁：中小型商用车电控 VE 泵主要供应商

威孚金宁的主要产品是电控VE泵，用于中小型客车、中高端轻卡。而博世汽柴轻型高压共轨系统用于如高端轻卡、皮卡、SUV等车型。电控VE泵目前全国仅有威孚汽柴及威孚金宁等少数厂家能够供货，在3.5吨以下的中低端轻卡中仍有较大的应用。

电控VE泵的制造成本并未与高压共轨系统有明显的差别，只是博世通过对高压共轨技术的垄断而获得超额利润，造成电控VE泵价格相对高压共轨系统较低。因此电控VE泵的风险在于博世用于轻卡的高压共轨可能会大幅度降价，与电控VE泵直接构成竞争。且电控VE泵无法继续升级至国四，公司未来仍需技术改造。

公司受益于2009年轻卡市场的高速增长，今年业绩会有明显提升，明年行业增长速度会有明显回落。但是预计2010年中期会推出轻型商用车的国三标准，公司的电控VE泵作为中低端轻型车实现欧三的一种路径，会有较快的增长。

3.2 威孚力达：国内汽车净化器领军者

威孚力达产品主要为净化器以及消声器，消声器业务基本上不赚钱，盈利依靠净化器。净化器主要用在乘用车及轻型商用车（面包车）上，而且每个乘用车都需要安装。生产净化器所需要原料由旗下49%控股子公司威孚环保提供，威孚环保的配方能力构成了威孚力达的主要竞争力。目前净化器终端用户主要包括自主品牌的轿车，如吉利，奇瑞等，轻型商用车客户包括五菱，哈飞等。一套净化器系统平均下来销售价格大概500多元，2009年生产总量在70-80万套，增长比较快。公司净化器产品占自主品牌轿车大概有60%的市场份额，开始逐渐向合资品牌渗透。

2010年的增长主要还来自新客户的开拓以及行业的稳定增长，如在五菱汽车中市场份额的增加，供应上汽的自主品牌等。从长期来说，在逐步形成稳定的制造体系并提高产品质量的条件下，威孚力达净化器产品将逐步具有进口替代的能力。

净化器中所使用催化剂产品由威孚环保生产，锑是主要原材料之一。国内还有贵研铂业、比亚迪等公司生产，其它的主要是2-3家国外公司生产，包括德尔福等企业。2009力达盈利将达到6040万元的水平，其中威孚环保贡献一半利润，预计10年保持稳定增长。

3.3 威孚汽柴：收购博世业务提升盈利能力

威孚汽柴成立于2004年8月，主营产品为组装博世品牌的P型泵、VE分配泵等国二产品。目前在国内占有同类产品30%以上的市场份额。P型泵主要用于中重卡和大客，而VE泵主要用于高端中轻卡和中轻客车。在实施国三标准后，P型泵仍存在部分配套和维修市场。

威孚汽柴也为博世汽柴组装高压共轨系统提供喷油泵产品，并逐渐实现现本土加工制造。随着威孚汽柴高压共轨系统销量的不断增长，威孚汽柴为之配套的喷油泵的销量将快速增长。

公司于09年5月份收购博世汽车柴油系统股份有限公司喷油器业务。目前在商用车领域中P系列喷油器所占市场份额在60%以上。收购的P系列喷油器业务盈利能力远高于原有业务，在配套和维修市场仍具有较大市场空间。2010年公司的整体盈利能力有望大幅度加强，预计此项业务每年仍能贡献1000万以上的净利润。

3.4 公司本部：成功扭亏

目前公司主要生产满足国二及以下排放标准的车用零配件产品。去年7月1日开始在全国范围内实施的商用车国三排放标准对公司的利润收入造成较大冲击。公司于2008年计提了0.57亿元的资产减值损失，以及原材料价格高涨，需求下滑等因素，共造成2亿的亏损。

08年公司本部和金宁经过大规模改造，逐渐转型为专门为博世做配套的企业。09年已经转型完毕，公司本部今年扭亏。

目前公司本部和金宁为博世的配套能力较为有限，仅限于小型共轨系统。其盈利能力较差，公司正在积极开发适合大型共轨系统的技术，未来有望提高博世配套比例，增强盈利能力。另外，给博世配套也有利于博世提高国产化率，降低成本，从而更具有竞争力。从长远来看，公司给博世的配套产品也有望进入博世全球的产业链，获得更为广阔的成长空间。

5. 盈利预测与估值

我们首先对公司的三大报表进行预测，基本假设如下：

- ※ 2010~2011年威孚金宁的净利润增速为10%和10%；
- ※ 2010~2011年威孚力达的净利润增速为20%和20%；
- ※ 2010~2011年博世汽柴的净利润增速为25%和20%；
- ※ 2010~2011年中联电子的净利润增速为35%和35%；
- ※ 2010~2011年威孚汽柴的净利润增速为15%和10%；
- ※ 2010~2011年公司本部的净利润增速为50%和50%；

※ 综合毛利率持续回升至20左右%，2010~2011年有效税率为4%，我们先分对公司各子公司的净利润进行预测，再用相对估值法来对公司的进行估值。

表 3：各子公司净利润预测（万元）

子公司净利润	参股比例	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
金宁	YoY		-6.94%	9.21%	11.10%	10%	10%
	净利润	4424	4117	4496	4995	5495	6044
	80.00%	3539	3294	3597	3996	4396	4835
力达	YoY		11.90%	-64.12%	661.66%	20%	20%
	净利润	1975	2210	793	6040	7248	8698
	94.81%	1872	2095	752	5727	6872	8246
博世汽柴	YoY			596.37%	-42.04%	25%	20%
	净利润	-24033	12079	84114	48753	60941	73130
	31.50%	-7570	3805	26496	15357	19196	23036
中联电子	YoY		15.15%	32.31%	103.43%	35%	35%
	净利润	26275	30256	40033	81439	109943	148423
	20.00%	5255	6051	8007	16288	21989	29685
威孚汽柴	YoY		8.67%	-86.69%	-9.17%	15%	10%
	净利润	8145	8851	1178	1070	1230.5	1354
	70%	5702	6196	825	749	861	947
本部	YoY					50%	50%
	100%	315	-391	-20742	2700	4050	6075
归属母公司净利润		9113	21050	18934	44817	57364	72824

资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

表 4：子公司业绩贡献（元）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
金宁	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
力达	0.03	0.04	0.01	0.10	0.12	0.15
博世汽柴	-0.13	0.07	0.47	0.27	0.34	0.41
中联电子	0.09	0.11	0.14	0.29	0.39	0.52
威孚汽柴	0.10	0.11	0.01	0.01	0.02	0.02
本部	0.01	-0.01	-0.37	0.05	0.07	0.11
业绩合计	0.16	0.37	0.33	0.79	1.01	1.28

资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

我们根据2007~2009年报表情况对公司盈利进行预测，预计威孚高科2010~2012年的EPS为1.01、1.28、1.37元/股，对应市盈率为16、13和12倍，估值优势仍然明显，另外我们也考虑到2011年开始，中国开始转向国四标准，虽然届时公司又将继续一系列的技术改造，但在排放标准不断提升的过程中，公司的竞争对手越来越少。未来实现欧四、欧五标准的技术最终集中到几个国际巨头上，而博世汽柴的优势将得以充分显示。一方面，公司的传统业务主要围绕博世展开，另一方面，新业务尾气处理具备广阔的发展空间。所以，长期来看，未来公司的竞争力也是在不断的加强的。综合考虑，公司仍是值得中长线投资的良好品种，给予首次“推荐”评级。

6. 风险因素

6.1 房地产调整政策，商用车下半年销量下滑

目前国家为调控房价，推出一系列房地产调控政策，如果房地产投资下降将直接影响商用车需求，下半年商用车需求存在较大不确定性。

6.2 毛利率大幅下降的风险

公司主要利润来源均与博世有关，博世凭借领先的技术优势获取高额的利润。但其他竞争对手的进入将给博世产品带来非常大的降价压力，如电装等公司已经在国内销售产品。博世当前产品毛利率在50%以上，未来将逐渐通过降价扩展市场规模，导致毛利率的降低。

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)	3,081	4,005	4,806	5,527
营业总收入	2,476	3,202	3,840	4,416
营业成本	18	22	26	30
营业税金及附加	95	120	144	166
销售费用	319	421	481	553
管理费用	31	12	27	30
财务费用	49	60	72	83
资产减值损失	372	411	527	550
其他经营收益	464	580	743	799
营业利润	483	615	783	834
利润总额	19	25	31	33
减 所得税	464	590	751	801
净利润	15	18	23	25
减 少数股东损益	448	572	728	776
归母公司净利润	3,081	4,005	4,806	5,527
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)				
货币资金	425	1,195	1,956	2,503
应收账款	746	801	961	1,105
预付账款	41	48	58	66
存货	589	601	721	1,105
其它	582	408	410	411
流动资产合计	2,383	3,052	4,105	5,191
长期股权投资	1,348	1,400	1,500	1,500
固定资产合计	1,153	1,200	1,200	1,200
长期待摊费用	1	0	0	0
其它	151	157	142	102
非流动资产合计	2,653	2,758	2,842	2,803
资产总计	5,036	5,810	6,947	7,993
短期借款	533	801	961	1,105
应付账款	862	800	960	1,104
预收款项	27	26	38	44
其它	490	471	524	579
流动负债合计	1,912	2,098	2,484	2,832
长期借款	3	0	0	0
其它	15	31	30	30
非流动负债合计	18	31	30	30
负债合计	1,944	2,128	2,514	2,852
实收资本	567	567	567	567
资本公积	908	907	907	907
留存收益及其它	1,617	2,207	2,959	3,667
所有者权益合计	3,092	3,682	4,433	5,141
负债和权益总计	5,036	5,810	6,947	7,993

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
科目(百万元)	464	590	751	801
净利润	208	158	169	119
折旧与摊销	35	18	33	42
财务支出	-372	-411	-527	-550
投资损失	-119	18	-66	-334
净营运资本变动	216	373	361	77
经营活动现金流	-131	-261	-254	-89
资本支出	176	411	527	550
其它投资	45	150	273	461
投资活动现金流	2	-1	0	0
股权融资	1,567	265	160	144
债券融资	-141	-18	-33	-135
股利分配及其它	1,428	246	127	9
筹资活动现金流	1,688	769	761	547
货币资金净变动	464	590	751	801
主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
科目				
成长能力(YOY)				
营业收入	1.56%	30.00%	20.00%	15.00%
营业利润	89.44%	24.79%	28.13%	7.61%
归母公司净利润	131.74%	27.53%	27.34%	6.58%
盈利能力				
销售毛利率	19.64%	20.05%	20.10%	20.10%
销售净利率	14.55%	14.27%	15.15%	14.04%
ROE	15.00%	16.03%	16.95%	15.58%
ROIC	1.78%	4.77%	5.36%	5.84%
偿债能力				
资产负债率	4.77%	5.36%	5.84%	5.80%
流动比率	1.25	1.45	1.65	1.83
速动比率	0.94	1.17	1.36	1.44
营运能力				
资产周转率	0.64	0.74	0.75	0.74
存货周转率	4.52	5.38	5.81	4.84
应收账款周转率	5.07	5.18	5.45	5.35
每股指标				
每股收益	0.79	1.01	1.28	1.37
每股经营现金流	0.38	0.66	0.64	0.14
每股净资产	5.05	6.05	7.34	8.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.16
估值指标				
PE	21.02	16.48	12.94	12.15
PB	3.29	2.74	2.26	1.95
EV/EBITDA	25.65	24.55	20.20	20.35

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼