

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 26.90元

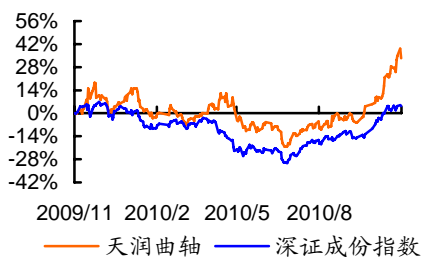
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	13714.29
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	101
流通市值(亿)	27
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	6.39
资产负债率	21.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天润曲轴	26.53	40.47	30.37
深证成份指数	15.14	24.48	35.16



相关报告

天润曲轴

002283

推荐

迈向世界级的发动机零部件供应商

投资要点:

- **天润曲轴是中国汽车发动机曲轴的行业龙头。**公司是中国规模最大的汽车发动机曲轴专业制造商,综合实力在曲轴行业居于首位;公司主要经营曲轴和连杆的铸造加工业务,产品下游覆盖商用车和乘用车;曲轴和连杆是发动机的核心部件,公司技术及装备已达国际先进水平,在国际市场上与世界巨头直接参与竞争,具备世界级优秀企业潜质,市场前景广阔。
- **受益下游行业的旺盛需求,曲轴市场增长较快;公司作为行业龙头,把握未来进口替代和出口市场的机遇,未来市场空间巨大。**今年我国内燃机年销量达到4000万台,其中车用内燃机达1700万台,保持旺盛的市场需求。公司产品获得国内外著名发动机厂的严格认证,保持长期配套的合作关系,公司在巩固龙头地位的同时,把握进口替代和出口市场机遇,未来成长空间巨大。
- **公司成长动力强劲:竞争力和产能双重提升将扩大市场份额,多元化产品增添成长亮点,深化产业链延伸保证经营平稳和利润空间。**公司09年生产曲轴56万支,其中重型曲轴26.7万支,市场占有率接近40%,技术提升和新增产能将继续扩大市场份额;目前公司新拓展的轿车曲轴和胀断连杆业务进展顺利,未来两年产品进入快速放量阶段,将给公司带来新的利润增长点;公司新建毛坯生产线并积极参与发动机前期设计试制,上下游延伸产业链,确保经营平稳和盈利空间。
- **推荐理由:公司生产管理能力提升明显,募投项目顺利达产,产品市场开拓进展顺利,未来几年业绩增长明确,长期成长空间广阔。**公司经过几年的潜心积累,加快新产品的试验和试配套,技术和管理经验的积淀将助推公司快速成长。公司重型曲轴产能将由38万支增加到60万支,是增长的“主干”,轿车曲轴和胀断连杆量增利增,毛利率将由10%~15%提升至30%左右;产业链延伸后,毛坯自产率由50%提升至80%。公司全产业链焕然一新,建议重点挖掘公司的成长潜力。
- **投资建议:**预计公司10-12年销售收入为12.4亿元、16.5亿元、20.9亿元;归属母公司净利润2.1亿元、3.0亿元、3.8亿元,对应10-12年EPS分别为0.82元、1.22元、1.57元。基于我们对公司未来长期成长性的判断,我们认为公司10年的合理估值在40倍左右,未来6-12个月目标价32元,给予“推荐”评级。
- **风险提示:**宏观经济严重放缓影响重卡市场发展,原材料价格大幅上升等因素将影响市场预期和公司盈利水平。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	775	1241	1648	2093
同比(%)	-6%	60%	33%	27%
归属母公司净利润(百万元)	113	197	293	377
同比(%)	12%	74%	49%	29%
毛利率(%)	29.6%	30.1%	32.1%	31.0%
ROE(%)	7.5%	11.7%	16.9%	20.1%
每股收益(元)	0.47	0.82	1.22	1.57
P/E	52.97	30.40	20.41	15.87
P/B	3.98	3.56	3.45	3.20
EV/EBITDA	27	20	13	11

资料来源:中投证券研究所

## 目 录

一、天润曲轴：日新月异的曲轴龙头 .....	3
1.1 国内最大的汽车发动机曲轴专业制造商 .....	3
1.2 公司产品是发动机的核心部件 .....	3
1.3 产品实力奠定龙头地位 .....	4
二、基础核心部件，行业空间巨大 .....	4
2.1 车用重型发动机需求旺盛 .....	5
2.2 轿车曲轴进口替代、出口空间大 .....	6
三、龙头在成长：扩份额+多元化+延伸产业链 .....	7
3.1 份额继续扩大：新增产能快马加鞭 .....	7
3.2 多元化产品：额外的增长亮点 .....	8
3.3 延伸产业链：提升核心竞争力和盈利能力 .....	8
四、盈利预测：短期快速增长、长期空间广阔 .....	9
4.1 核心优质产能释放，毛利率提升明显 .....	9
4.2 依托国内市场，比肩国际巨头 .....	10
4.3 盈利预测及其投资建议 .....	10

## 图表目录

图 1 公司收入以重型曲轴为主 .....	3
图 2 公司曲轴销量构成（万支） .....	3
图 3 公司主要产品 .....	3
图 4 公司股权结构及子公司 .....	4
图 5 我国重卡销量（2002~2010.1-9） .....	5
图 6 我国大客销量（2002~2010.1-9） .....	5
图 7 我国重卡产量傲视全球（08年、09年） .....	5
图 8 我国重卡全球占比（09年） .....	5
图 9 我国公路货运量（亿吨） .....	6
图 10 我国重卡替代中卡的趋势明显 .....	6
图 11 我国乘用车月度销量及同比增速 .....	6
图 12 我国乘用车渗透趋势明显 .....	6
图 13 天润曲轴重型曲轴销量及增速 .....	7
图 14 天润曲轴各产品的毛利率变化预测（2009~2012E） .....	9
图 15 天润曲轴收入构成(2009A) .....	9
图 16 天润曲轴收入构成预测(2012E) .....	9
表 1 公司产品构成及主要客户 .....	4
表 2 募投项目的市场前景明确 .....	7
表 3 天润曲轴主要产品销量预测 .....	10
表 4 天润曲轴未来三年盈利预测 .....	10

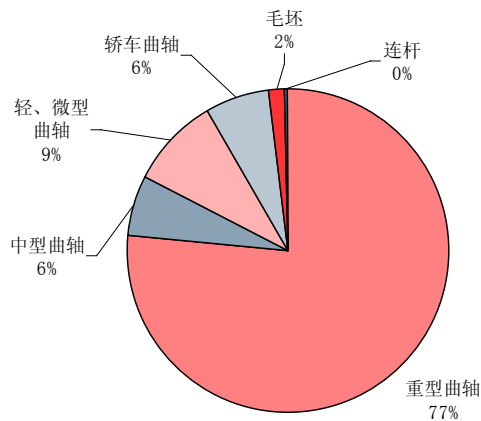
## 一、天润曲轴：日新月异的曲轴龙头

### 1.1 国内最大的汽车发动机曲轴专业制造商

公司是中国规模最大的汽车发动机曲轴专业制造商，综合实力在国内曲轴行业位居第一。公司于2009年8月21日在深圳证券交易所中小企业板挂牌交易，股本2.40亿，注册资本1530万元。

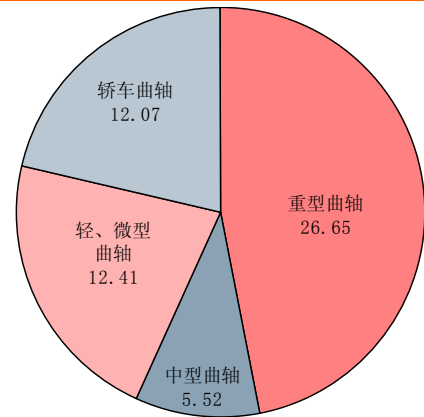
公司主要经营曲轴、连杆的铸造和精加工业务，曲轴产品下游覆盖商用车和乘用车。目前公司的技术及装备达到国际先进水平，承接和试制海外著名发动机企业的部分订单。

图 1 公司收入以重型曲轴为主



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司曲轴销量构成（万支）

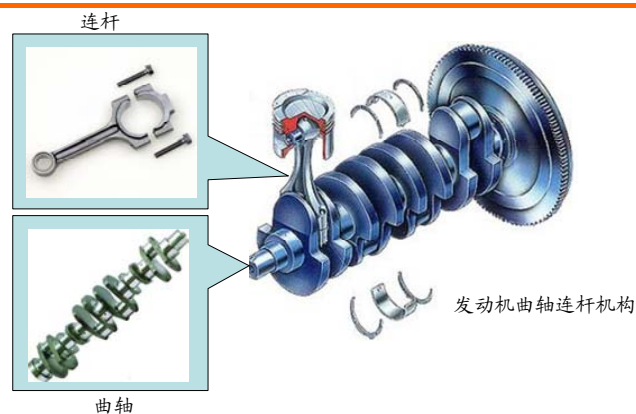


资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.2 公司产品是发动机的核心部件

曲轴和连杆是内燃机五大核心零部件(缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴)，人们形象地称之为“内燃机的核心”。发动机工作时，曲轴与连杆配合将作用在活塞上的气体压力变为旋转动力，传给底盘的传动机构，同时驱动配气机构和其它辅助装置，并实现汽车的驱动力需求。曲轴和连杆部件的示意图如下：

图 3 公司主要产品



发动机曲轴连杆机构

资料来源：中投证券研究所

### 1.3 产品实力奠定龙头地位

公司曲轴主要为潍柴动力、东风康明斯、上柴股份、上海汽车、一汽锡柴、依维柯法国工厂、一汽大柴等发动机厂商进行配套，用于装配重型载货车、大中型客车、轻卡、轿车、工程机械等。凭借多年的曲轴生产经验、先进的进口机器装备、优秀的质量控制体系，本公司生产的曲轴得到了各主机厂商的高度认可，连续多年获得各主机厂商“A级供应商”、“优秀供应商”等美誉，与国内外诸多主机厂商建立了长期的战略配套合作关系。

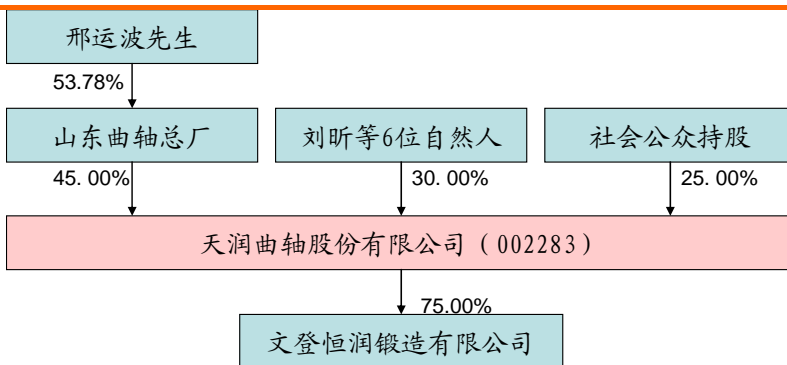
表 1 公司产品构成及主要客户

产品分类	收入占比	主要客户
重型曲轴	76%	潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、上柴股份
中型曲轴	6%	
轻、微型曲轴	9%	北汽福田康明斯
轿车曲轴	6%	上汽、东安三菱
毛坯	2%	自销
连杆	0%	美国康明斯

资料来源：公司资料、中投证券研究所

09年公司实现曲轴销售 56.65 万支，其中技术含量最高、附加值最高的重型发动机曲轴 26.65 万支，保持业内第一。公司以打造“百年天润”为目标，保持曲轴行业的龙头地位，并积极拓展胀断连杆等汽车零部件业务。近期目标为 2011 年实现生产各类曲轴 100 万支、胀断连杆 200 万支，确保公司主营业务的持续、快速增长。

图 4 公司股权结构及子公司



资料来源：公司公告

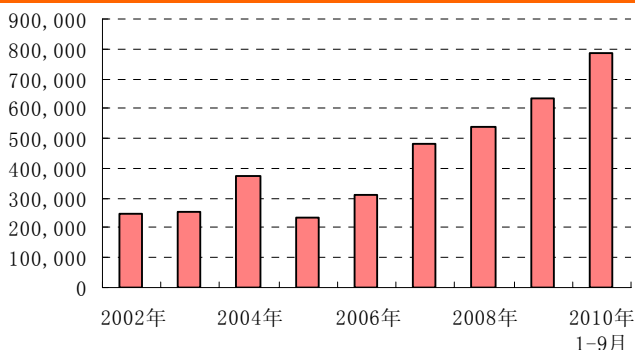
## 二、基础核心部件，行业空间巨大

中国内燃机的年销量规模接近 4000 万台，应用领域包括道路用车、非道路用车、发电机组、船舶、工程机械等，对应一台内燃机至少需要一支曲轴，曲轴行业市场空间巨大。曲轴行业属于我国重点骨干装备制造行业，早在 2006 年大功率柴油机等配套设备属于重点发展的 16 个关键领域之一。曲轴行业对我国车用、工程机械用乃至军用等配套发动机具有重大意义，是保持我国发动机行业以及下游汽车、工程机械行业自主创新 and 持续发展的重要保障。国家将大力扶植该行业的发展壮大，天润曲轴作为我国曲轴行业民族品牌的中流砥柱将获得多方政策的支持，看好公司未来的成长能力和发展空间。

## 2.1 车用重型发动机需求旺盛

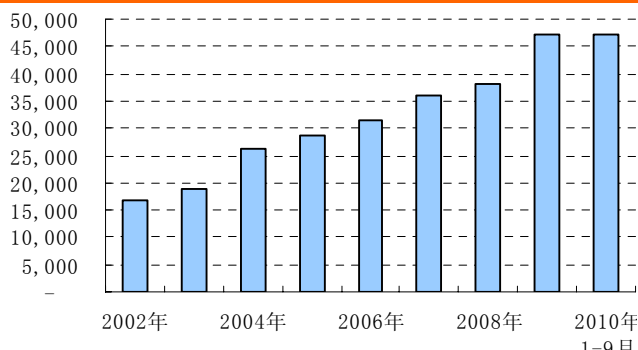
国内重卡和大客销量的快速增长直接推动近两年车用重型发动机需求的爆发式增长。车用重型发动机主要供应我国的重卡和大型客车的配套生产，特别是重卡的比例占到了 94.3%。2009 年我国重卡实现销量 63.56 万辆，同比增长 17.4%；10 年卡车销售承接上年的反弹势头，市场依然火爆，1-9 月份累计实现销量 78.85 万辆，同比增长 74.72%，预计未来重卡市场将保持平稳增长。

图 5 我国重卡销量 (2002~2010.1-9)



资料来源: OICA、中投证券研究所

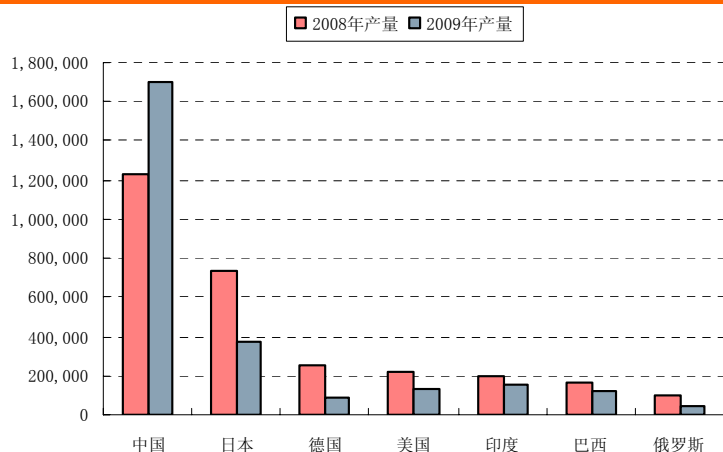
图 6 我国大客销量 (2002~2010.1-9)



资料来源: OICA、中投证券研究所

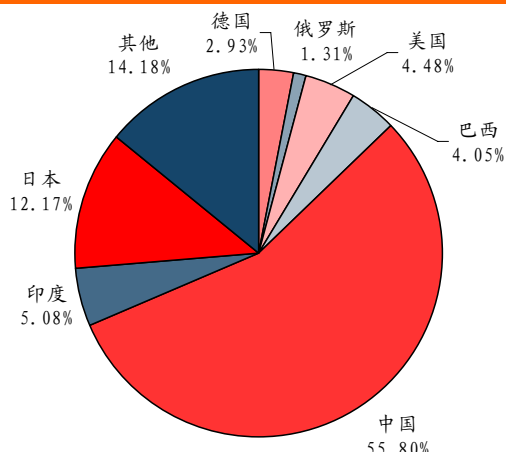
我国已成为世界无可争议的重卡制造大国。尽管 OICA 的统计口径 (重卡+部分中卡) 有所不同, 但足够反映我国重卡领域的制造能力。2009 年在全球主要的重型卡车生产国中, 我国重卡产量实现唯一增长, 并且市场份额由 32% 上升至 56%! 我国重型卡车的生产和制造能力已经达到国际水平, 未来依托中国为主要生产基地, 供应全球发展中国家快速增长的卡车需求, 将成为全球重卡生产企业的重要思路。

图 7 我国重卡产量傲视全球 (08 年、09 年)



资料来源: OICA、中投证券研究所

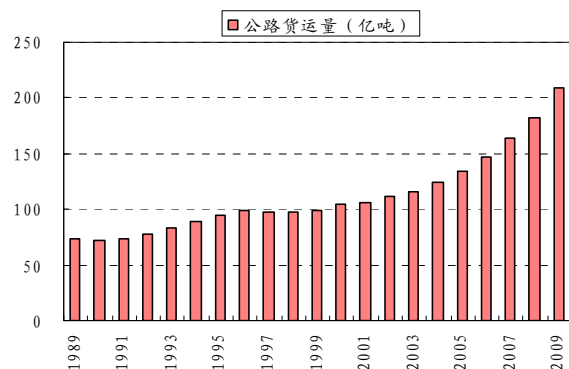
图 8 我国重卡全球占比 (09 年)



资料来源: OICA、中投证券研究所

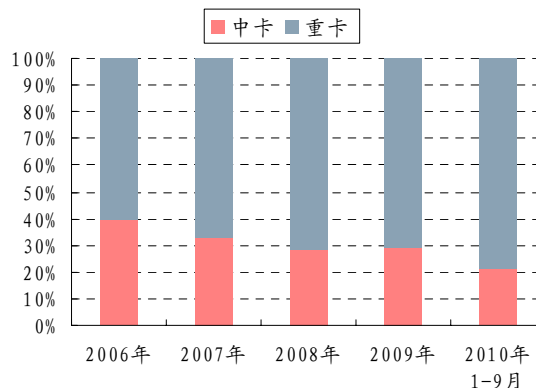
重卡市场规模长期将至少稳定在 80 万辆左右。由于我国经济的稳定增长, 基建投资和消费需求拉动支撑公路货运规模快速上升。随着国家计重收费的引导, 以及未来国家加大节能减排政策的力度, 加快国 IV 标准的出台都将长期驱动卡车往重型化方向发展。

图 9 我国公路货运量 (亿吨)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

图 10 我国重卡替代中卡的趋势明显



资料来源: CAAM、中投证券研究所

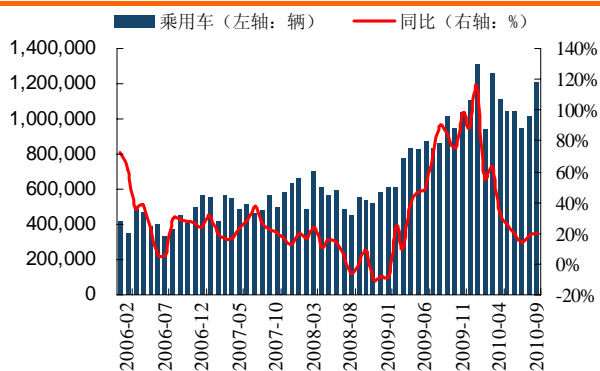
## 2.2 轿车曲轴进口替代、出口空间大

我国市场需求仍将保持持续旺盛,乘用车渗透提速将是主要热点。2010年 1-9 月份,我国汽车销售继续保持快速增长的态势,共销售 1314 万辆,同比增长 36.25%;乘用车市场销售 990 万辆,同比增长 36.91%。就目前我国人均收入状况、极低的人均汽车保有量和政府对汽车产业的扶持力度,我们认为,我国汽车市场未来 5 年仍将保持持续增长的趋势。

我们认为未来五年我国汽车市场仍将保持温和增长,年均增长率 15%,乘用车增速接近 20%。乘用车的渗透仍是未来我国汽车市场增量的主要来源,通过对比发达国家的汽车发展历程,我国的乘用车市场渗透过程还远未结束,居民对汽车的消费需求仍在扩大。

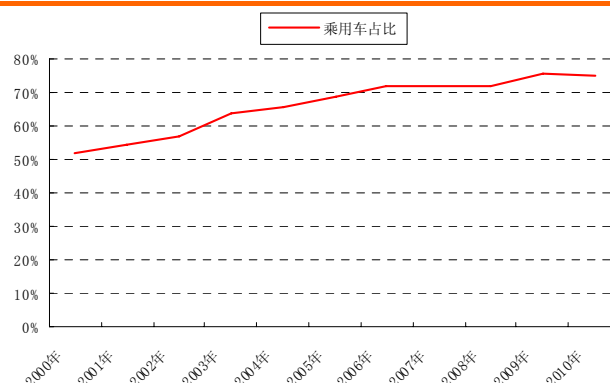
曲轴行业是一个技术、资金、人力相对密集的产业,在发达国家受人力成本居高不下影响,整个行业发展呈现向发展中国家迁移的趋势。随着我国汽车曲轴企业工艺装备、设计水平与制造水平的不断提高,国产曲轴的技术水平和产品质量与西方发达国家的差距逐步缩小,国内汽车曲轴企业已具备了生产中高档轿车曲轴的能力。近年来,国外汽车厂商纷纷转向我国采购,并将我国作为新的汽车曲轴制造基地,客观上带动了我国汽车曲轴的出口。这为国内汽车曲轴生产企业扩大生产规模、进军国际市场提供了难得的历史机遇。

图 11 我国乘用车月度销量及同比增速



资料来源: CAAM、中投证券研究所

图 12 我国乘用车渗透趋势明显



资料来源: CAAM、中投证券研究所

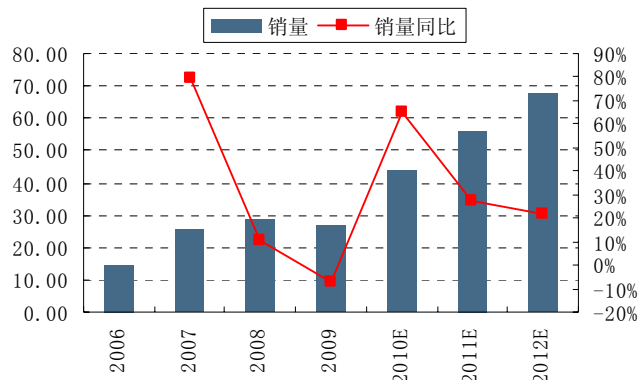
### 三、龙头在成长：扩份额+多元化+延伸产业链

天润曲轴已经成为我国曲轴生产制造领域的龙头公司，公司将充分分享我国曲轴行业的成长机遇。未来三年随着募投项目的陆续达产，公司将继续扩大在重型曲轴市场的领先份额；新产品胀断连杆和轿车曲轴已经实现市场的开拓，产销量开始陆续放量，进入稳定的饱和生产阶段；超募资金用于锻造曲轴毛坯的扩建，将延伸公司产业链至上游，提升产品毛利率的同时更能保证公司生产的零活和稳健。看好公司成为我国曲轴加工的垄断型公司，并最终挑战世界巨头的优秀企业。

#### 3.1 份额继续扩大：新增产能快马加鞭

目前公司重型曲轴在市场中处于绝对优势，产能陆续释放将快速增加业绩。公司目前重型曲轴的产能约为 38 万支，今年的产销将超越 40 万支，受制于产能，随着募投项目的陆续达产，公司产能将提升至 62 万支，作为柔性生产的配套生产线，验证通过后生产线将很快达到满负荷生产。预计公司 10 年、11 年、12 年重型曲轴将实现销量 44 万支、56 万支、68 万支，贡献收入 9.55 亿元、12.16 亿元、14.78 亿元。

图 13 天润曲轴重型曲轴销量及增速



资料来源：CAAM、中投证券研究所

产品竞争力的提升将较快提升公司的市场占比。公司配套的重型发动机企业包括潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴、西安康明斯、上柴股份等，几乎涵盖了国内所有的重型发动机生产企业。并且公司的配套率呈献持续提升。目前公司为一汽锡柴 81d、29d，东风康明斯 C 系列、R 系列和中国重汽等的配套份额超过 50%，甚至达到 100%，目前为潍柴动力配套率由 40%稳步提升至 45%，未来占比将达到 50%。

表 2 募投项目的市场前景明确

项目名称	产品型号	产品类别	设计产能	项目性质
锡柴重卡曲轴生产线	29D、53D、81D 钢轴	重卡曲轴	三种型号各 3 万支	新建配套
康明斯重卡曲轴生产线	ISZ13、ISM11 钢轴	重卡曲轴	1.5 万支、5.5 万支	新建配套
康明斯轻卡曲轴生产线	3.8 升铁轴	轻卡曲轴	15 万支	新建配套
潍柴重卡曲轴生产线	WD615、WD618	重卡曲轴	8 万支	扩大产能

资料来源：公司资料、中投证券研究所

### 3.2 多元化产品：额外的增长亮点

**轿车曲轴短期受冲击，苦练内功，积累经验看未来。**公司在轿车曲轴的技术积累是足够的，公司目前在少量配套过程中，主要是在生产效率和现场管理上积累经验，未来轿车曲轴发展空间巨大。目前尽管产量暂时不高，由于采用球墨铸铁，公司能够保持很高的自供率，毛利率表现尚可（2009A，27.85%）。

未来轿车曲轴行业的外包趋势明显，公司战略定位中高端，以合资品牌为主要目标，潜在新增订单将保证轿车曲轴量增利增。未来轿车行业的外包趋势意味着轿车曲轴行业的巨大空间，公司战略定位中高端，从高端产品切入，主要以合资品牌为市场目标。

目前公司高端曲轴产品竞争力在提升，以具备国际技术水平，未来将逐步实现进口替代。公司目前正在与广汽菲亚特、北汽萨博、上柴 2.5/2.8 轿柴（20 万支规划）、福田 2.0L 正在洽谈中，以目前公司的产品竞争实力，成功获得的概率较大。

**胀断连杆生产线快速上量，满负荷运转开始贡献真金白银。**前期胀断连杆产品处于小批量试制和验收期，近期已经开始满负荷运转，50 万支的年产能平稳运转，未来将实现 100% 配套康明斯 R 系列产品。毛利率将快速上升，2010H 的毛利率仅为 9.98%，随着快速上量，规模效应下上升至 25% 以上。

重型发动机的胀断连杆作为国内新型工艺，需要很高的技术、管理和生产能力，目前仅马勒的营口工厂有一定的供应。全球也仅有蒂森克虏伯和马勒掌握，天润曲轴成为国内首家重型发动机的胀断连杆供应商，进口替代空间的潜力不可限量。

### 3.3 延伸产业链：提升核心竞争力和盈利能力

**加大毛坯自给率，改善生产效率和盈利空间。**从产品结构看，公司产品覆盖重型、中型、轻型、微型发动机曲轴，以及近年来新开发的高档轿车曲轴、“胀断连杆”等；从产业链的延伸来看，公司通过收购恒润锻造，有效保障了锻钢曲轴毛坯的供应，具备了锻钢曲轴毛坯、球墨铸铁曲轴毛坯的自产能力，同时研发出了与曲轴密切相关的另一发动机核心零部件“胀断连杆”。“胀断连杆”项目是本公司在国际招标中打败德国蒂森克虏伯取得的，主要给美国康明斯配套，预计将成为本公司未来几年新的利润增长点。

此外公司将超募资金 1.5 亿元投资重型发动机曲轴锻造生产线项目，将极大提升公司的重型曲轴毛坯的自供率，重卡和轿车毛坯自己生产，节省运输成本的同时，保证产品的稳定供应。公司新锻造线预计 2011 年初投产，将明显增加销售收入和利润。目前毛坯自给率 50%，未来新增曲轴锻造项目达产后将提高至 80%。公司产品覆盖面广、产业链的延伸长，因此综合竞争实力和抗风险能力强。

**加大配套能力，提升产品开发设计实力。**目前公司为国内位居前列的大部分重型发动机工厂进行配套，配套比率较高，形成了长期稳定的合作关系。大部分新产品跟随发动机工厂参与前期设计开发，众多发动机企业的产品线投产前，公司积极参与前期试制和配套实验，能够让产品较快进入市场，巩固客户资源，减少公司营销费用。

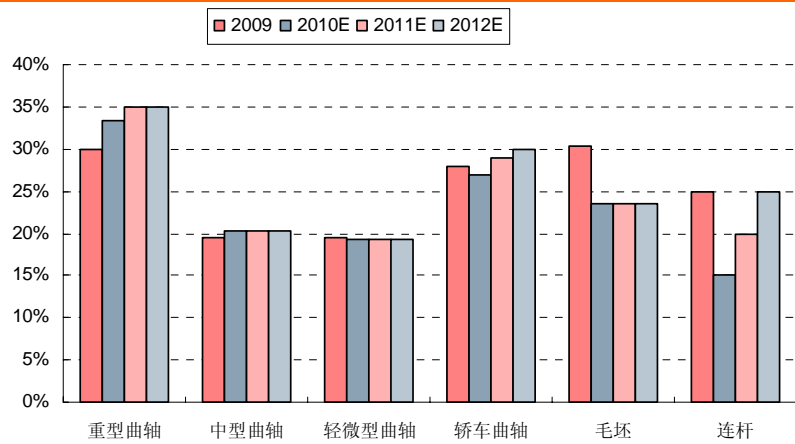


## 四、盈利预测：短期快速增长、长期空间广阔

### 4.1 核心优质产能释放，毛利率提升明显

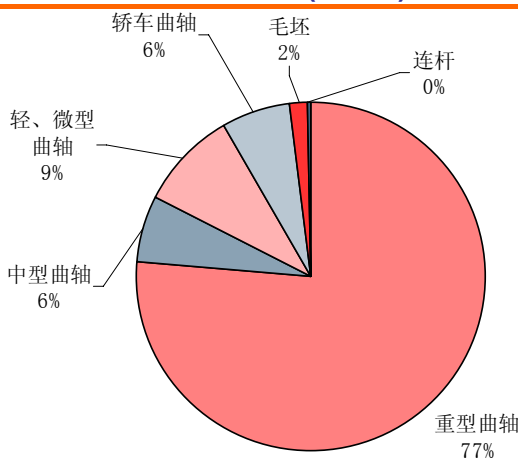
目前公司主要收入超过 76.47% 来源于重型曲轴，同时贡献了 86.16% 的利润，随着公司配套率的上升，重型曲轴的毛利率也同步得到了提升。我们预测随着公司高端轿车曲轴业务和胀断连杆业务的放量，规模效应下毛利率提升将较为明显。公司目标 2011 年生产 100 万支曲轴生产目标将得到实现，届时轿车曲轴毛利率将达到 30%；目前胀断连杆的毛利率仅处于试验和试制阶段，今年 9 月份开始满负荷生产，预计随着未来配套规模的持续上升，毛利率将上升至重型曲轴的 30% 以上的水平。

图 14 天润曲轴各产品的毛利率变化预测（2009~2012E）



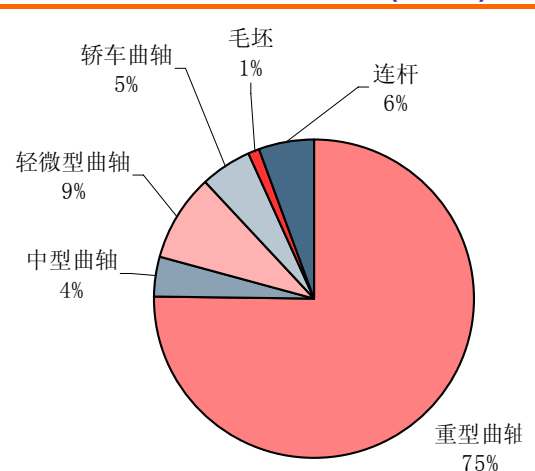
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 天润曲轴收入构成(2009A)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 天润曲轴收入构成预测(2012E)



资料来源：中投证券研究所

## 4.2 依托国内市场，比肩国际巨头

目前全球范围内，具有较大曲轴生产规模的公司包括德国蒂森克虏伯、印度巴勒特、日本住友，为市场超过 80% 的主要发动机厂配套，占据了全球庞大的曲轴市场大部分的市场份额。

近年来汽车、发动机制造商向发展中国家的产业转移，曲轴等汽车零部件行业在中国、印度、巴西等发展中国家也得到了快速发展。中国的曲轴产品相比国外的产品，具有质量水平相当甚至更优、价格较低的优势。尤其是产销规模达到较高的等级以后，成本优势更能体现，出口规模不断扩大，中国的曲轴制造企业将在与国际曲轴制造商的竞争中抢占更多的市场份额。

## 4.3 盈利预测及其投资建议

我们认为，拥有核心技术的天润曲轴，产品已经达到国际水平，并成功从德国蒂森克虏伯手中抢夺海外订单，无论是进口替代还是出口市场的开拓将成为未来的重要增长机遇。公司除了拓展优势产品的市场份额以外，积极进取拓展多元化产品，并延伸上下游产业链，提升产品核心竞争力和盈利能力。

预计公司 10 年、11 年、12 年分别实现曲轴销售 78 万支、97 万支、135 万支，胀断连杆销售 20 万支、50 万支、60 万支。分别实现销售收入 12.41 亿元、16.5 亿元、20.9 亿元，归属母公司净利润 2.0 亿元、2.9 亿元、3.7 亿元。对应 10-12 年 EPS 分别为 0.82 元、1.22 元、1.57 元。目前股价 26.90，对应 10-12 年 PE 为 30 倍、21 倍、16 倍，基于我们对公司未来长期成长性的判断，我们认为给予公司 10 年的合理估值在 40 倍左右，未来 6-12 个月目标价 32 元，给予“推荐”评级。

表 3 天润曲轴主要产品销量预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
曲轴销量（万支）	51.47	56.65	78.18	97.00	134.67
连杆销量（万支）		1.16	20.00	50.00	60.00
营业总收入（万元）	81,989	77,474	124,084	164,839	209,305
归属母公司净利润（万元）	10,129	11,301	19,687	29,324	37,717

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 4 天润曲轴未来三年盈利预测（百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	775	1241	1648	2093
营业成本	545	867	1120	1444
营业税金及附加	4	4	8	10
营业费用	22	35	46	59
管理费用	64	97	115	126
财务费用	5	5	18	20
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	134	232	341	433

营业外收入	17	18	18	20
营业外支出	10	9	9	9
利润总额	141	241	350	444
所得税	16	27	39	50
净利润	125	214	310	394
少数股东损益	12	17	17	17
归属于母公司净利润	113	197	293	377
EBITDA	208	282	426	529
EPS (元)	0.47	0.82	1.22	1.57

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>流动资产</b>	1048	885	1162	1458	<b>营业收入</b>	775	1241	1648	2093
现金	425	50	50	50	营业成本	545	867	1120	1444
应收账款	124	177	231	305	营业税金及附加	4	4	8	10
其它应收款	4	5	7	9	营业费用	22	35	46	59
预付账款	94	117	168	180	管理费用	64	97	115	126
存货	226	333	436	569	财务费用	5	5	18	20
其他	174	203	269	345	资产减值损失	0	1	1	1
<b>非流动资产</b>	914	1527	1599	1523	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	563	1143	1329	1346	<b>营业利润</b>	134	232	341	433
无形资产	89	88	86	84	营业外收入	17	18	18	20
其他	261	296	184	93	营业外支出	10	9	9	9
<b>资产总计</b>	1962	2412	2761	2981	<b>利润总额</b>	141	241	350	444
<b>流动负债</b>	408	662	940	1006	所得税	16	27	39	50
短期借款	0	144	312	240	<b>净利润</b>	125	214	310	394
应付账款	90	160	203	267	少数股东损益	12	17	17	17
其他	318	358	425	500	<b>归属母公司净利润</b>	113	197	293	377
<b>非流动负债</b>	19	19	19	19	EBITDA	208	282	426	529
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.82	1.22	1.57
其他	19	19	19	19					
<b>负债合计</b>	427	681	959	1025	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	32	49	66	83	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
股本	240	240	240	240	<b>成长能力</b>				
资本公积	1028	1028	1028	1028	营业收入	-5.5%	60.2%	32.8%	27.0%
留存收益	235	415	468	605	营业利润	25.6%	72.4%	46.8%	27.2%
归属母公司股东权益	1503	1683	1736	1873	归属于母公司净利润	11.6%	74.2%	48.9%	28.6%
<b>负债和股东权益</b>	1962	2412	2761	2981	<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.6%	30.1%	32.1%	31.0%
					净利率	14.6%	15.9%	17.8%	18.0%
					ROE	7.5%	11.7%	16.9%	20.1%
					ROIC	10.0%	10.8%	14.5%	17.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.8%	28.2%	34.7%	34.4%
					净负债比率	26.84	37.95%	44.48	34.54%
					流动比率	2.57	1.34	1.24	1.45
					速动比率	2.01	0.83	0.77	0.88
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.57	0.64	0.73
					应收账款周转率	6	8	8	7
					应付账款周转率	5.28	6.93	6.17	6.14
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.82	1.22	1.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.68	0.95	1.39
					每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.01	7.23	7.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	52.97	30.40	20.41	15.87
					P/B	3.98	3.56	3.45	3.20
					EV/EBITDA	27	20	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434