

## 非等速传动轴龙头，成长与盈利能力俱佳

远东传动 (002406) 评级: 买入 (首次)

股价: 30.52 元

目标价位: 43.2 元

深度报告

2010年11月15日 星期一

分析师: 吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

执业证书编号: S0630210070003

6 个月目标价位 43.2 元

升值潜力 41.54%

目标价确定日期: 2010-11-15

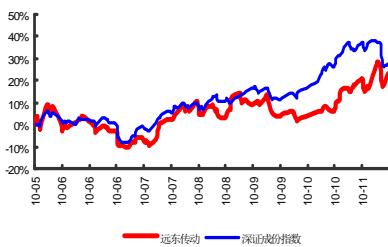
### 重要数据

总股本(亿股)	1.87
流通股本(亿股)	0.47
总市值(亿元)	57.07
流通市值(亿元)	14.34

### 市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	13.12	8.44
3 个月	14.05	-1.59
6 个月	14.74	2.96

个股相对深圳成指走势图



### 投资要点

- **非等速传动轴龙头企业。**公司是国内产销规模最大、技术水平最高的非等速传动轴龙头企业，产品主要配套商用车以及工程机械领域，其中重卡、工程机械、配件系列产品是公司的主要收入和利润来源。公司一贯经营稳健，近几年来业绩保持快速增长。今年前三季度，公司营业收入同比增长 79.2%，归属母公司净利润增长 70.63%。
- **公司成长能力非常突出。**首先，商用车及工程机械行业未来仍可保持较快增长；其次，随着募投项目陆续建成，公司产能将有大幅增长，预计到 2012 年公司产能将由 09 年底的 140 万套扩展至 345 万套；再次，公司异地建厂的加速也将促进公司市场占有率的提高；再次，公司将重点拓展容量巨大的微车市场，且已同行业龙头上汽通用五菱形成稳固合作关系；最后，售后市场及出口市场潜力巨大，公司同样大有可为。
- **未来有望与东风传动轴合资，产销规模有望进一步激增。**公司已同东风传动轴签订合资意向书，未来 1-2 年内实现正式合资是大概率事件。东风汽车，当前传动轴需求已达每年 100 万套以上，公司若正式与东风合资，我们预测其收入与利润规模将在原本基础上至少增长 30%。
- **盈利能力强且仍有望继续提升。**公司毛利率以及净利率水平平均远超零部件行业平均水平，在今年以来零部件上市新股中也仅略低于松芝股份。公司应对钢价上涨已有很强的应对能力，且随着公司锻件自给率的逐年提高以及异地建厂步伐的加快，公司盈利能力仍有望继续提升。
- **首次给予“买入”评级。**我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.09、1.44、1.97 元。作为盈利能力与成长能力俱佳的中小板次新股，我们认为公司可按 2011 年 30 倍 PE 估值，合理价格为 43.2 元，首次给予其“买入”评级。

## 目录

1.	非等速传动轴龙头企业 .....	3
1.1	公司概况 .....	3
1.2	重卡、工程机械、配件系列是公司主要收入和利润来源 .....	3
1.3	近年业绩保持快速增长 .....	4
2.	成长能力非常突出 .....	5
2.1	商用车、工程机械行业仍可持续较快增长 .....	5
2.2	未来几年公司产能将有大幅增长 .....	7
2.3	与东风成立合资公司将进一步扩大公司产销规模 .....	8
2.4	未来将重点拓展容量更大的微车市场 .....	9
2.5	售后及出口市场潜藏巨大成长空间 .....	10
3.	盈利能力强且仍有提高空间 .....	11
3.1	毛利率、净利率大幅领先 .....	11
3.2	盈利能力有望继续提升 .....	12
4.	盈利预测与估值 .....	13

## 图形目录

图 1.公司营业收入结构（2010H1） .....	4
图 2.公司毛利润结构(2010H1) .....	4
图 3.公司近年来营业收入及增速情况 .....	5
图 4.公司近年来归属母公司净利润及增速情况 .....	5
图 5.我国历年全社会固定资产投资额及增速情况 .....	6
图 6.我国商用车月度销量及同比增速情况(辆、%) .....	6
图 7.我国重卡月度销量及同比增速情况（辆、%） .....	6
图 8.近年来装载机、汽车起重机销量及增速情况（辆、%） .....	7
图 9.公司近年产能及预测 .....	8
图 10.交叉型乘用车月度销量及增速情况（辆、%） .....	9
图 11.微车市场主要企业市场份额（2010年 1-9 月） .....	10
图 12.公司毛利率远超行业平均水平 .....	11
图 13.公司净利率远超行业平均水平 .....	12
图 14.07 年以来钢材价格综合指数走势 .....	12

## 表格目录

表 1 传动轴行业主要企业近年产量情况 .....	3
表 2 公司有关产能建设项目汇总 .....	8
表 3 东风汽车商用车销量及传动轴需求量预测 .....	9
表 4 公司毛坯件扩能及子公司建设项目汇总 .....	13

近期我们赴公司进行了实地调研，与公司高管就企业生产经营情况以及行业发展趋势进行了交流，现将调研中得到的重要信息以及我们的分析阐述如下：

## 1. 非等速传动轴龙头企业

### 1.1 公司概况

传动轴是汽车传动系统的重要组成部分，起着将发动机动力由变速箱传递至驱动桥的作用。按照工作时传动轴两端角转速是否相等，传动轴可分为等速传动轴以及非等速传动轴，其中前者主要用于乘用车，非等速传动轴则主要用于商用车以及工程机械领域。

远东传动是国内规模最大的非等速传动轴生产企业，生产的传动轴主要为卡车、客车、皮卡等商用车以及装载机、起重机等工程机械配套。目前，公司具备年产 240 万套非等速传动轴的生产能力，能够生产轻型、中型、重型和工程机械四大系列共计 6000 多个品种的非等速传动轴。

表 1 传动轴行业主要企业近年产量情况

传动轴生产企业	2008 年产量 (根)	2007 年产量 (根)	主要产品类型
上海纳铁福传动轴	4,800,000	5,308,237	等速传动轴
<b>许昌远东传动轴</b>	<b>2,809,000</b>	<b>2,494,000</b>	<b>非等速传动轴</b>
杭州万向传动轴	2,300,000	2,300,000	等速、非等速传动轴
温州市冠盛汽车零部件	1,530,000	1,380,000	等速传动轴
柳州市恒力传动轴	500,000	410,000	非等速传动轴
河北凌云工业集团	443,467	936,648	等速传动轴

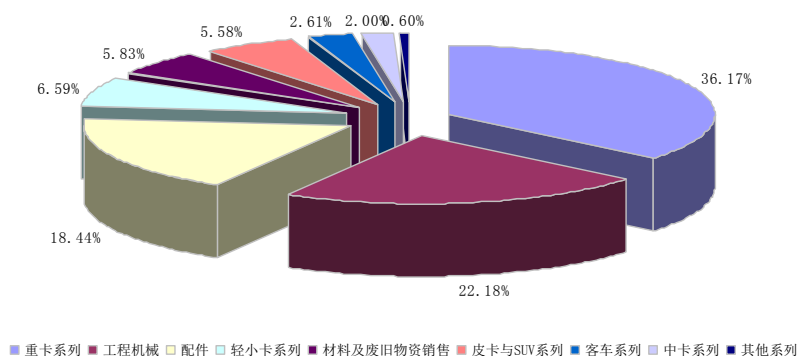
资料来源：东海证券研究所

### 1.2 重卡、工程机械、配件系列是公司主要收入和利润来源

作为非等速传动轴龙头，公司产品系列已基本实现商用车以及工程机械领域的全覆盖。但就收入和利润构成而言，重卡、工程机械、配件是公司的主要来源，以 2010 年上半年为例，这三项业务收入和毛利润合计占公司总收入和毛利润的 76% 左右，其中重卡业务一项占比就达约 36%，为公司第一大收入和利润来源。

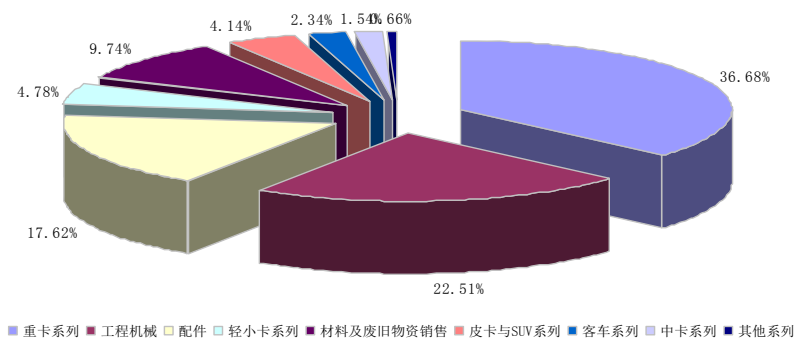
值得说明的是，公司的所谓“配件”业务是公司是为下游整机厂配套的一种新模式。2007 年，公司与北汽控股成立合资公司——北汽远东，公司占 49% 股权，后者占 51%，公司通过为北汽远东提供传动轴配件，再由北汽远东就近组装的方式为北汽控股旗下企业配套，由此公司也充分分享了福田汽车近年来的快速成长。与此类似的合资公司还有重庆重汽远东。公司的配件业务收入绝大部分即来源于以上两家合资公司。

图1. 公司营业收入结构 (2010H1)



资料来源: 公司中报

图2. 公司毛利润结构 (2010H1)

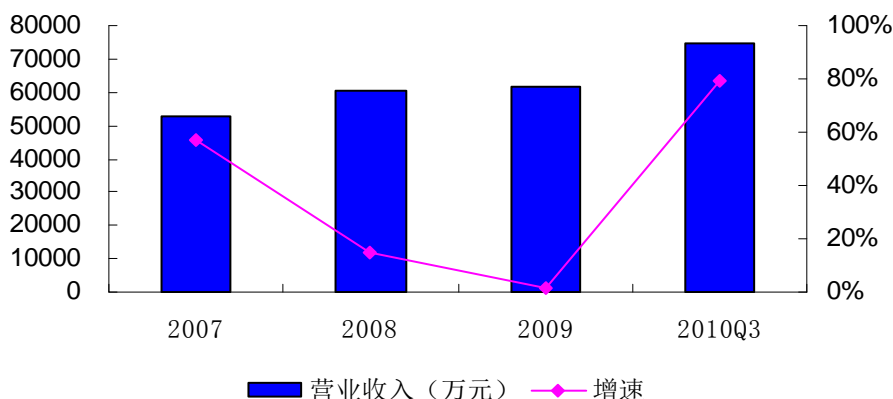


资料来源: 公司中报

### 1.3 近年业绩保持快速增长

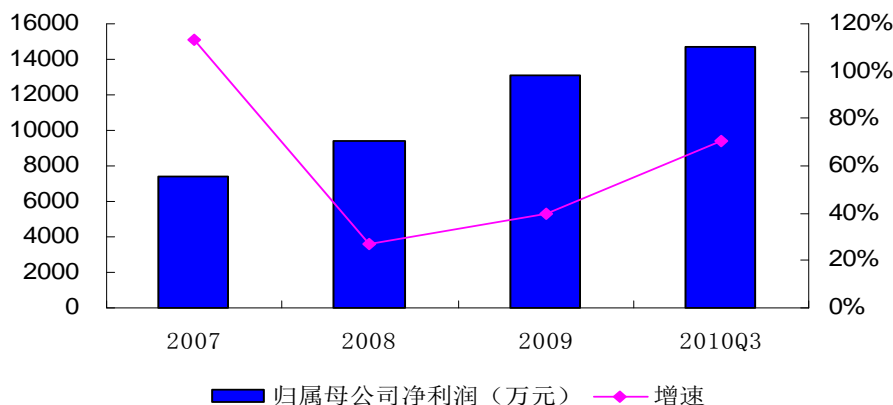
公司始终专注于非等速传动轴领域，且一贯经营稳健，近年业绩也保持了快速增长。今年前三季度，公司营业收入达到 7.45 亿元，同比增速为 79.2%，实现归属于母公司所有者净利润 1.47 亿元，增速为 70.63%。2007 年公司收入和净利润增速也非常之高。2008 和 2009 年，由于国际金融危机影响，重卡和工程机械行业需求大幅下滑，公司收入增速也有明显回落，但公司依靠强大的市场地位，一方面加强市场开拓力度，一方面强化内部管理水平，归属母公司净利润仍分别增长了 26.98%、39.54%，这也充分显示了公司很强的抗风险能力。

图3. 公司近年来营业收入及增速情况



资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

图4. 公司近年来归属母公司净利润及增速情况



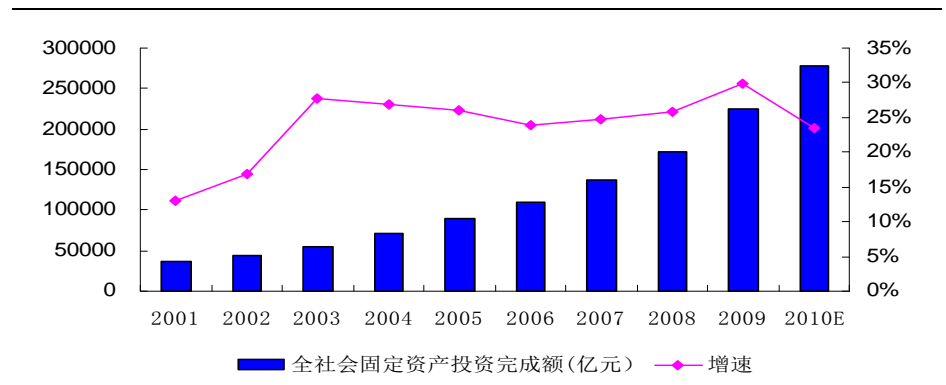
资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

## 2. 成长能力非常突出

### 2.1 商用车、工程机械行业仍可持续较快增长

公司产品的下游为商用车和工程机械行业，后两者的行业景气状况将直接决定公司产品的需求情况。从属性上说，商用车和工程机械都属于投资拉动型行业，固定资产投资增速的高低将直接影响其需求增长。在过去的10年中，尤其是2003年以来，我国固定资产投资始终保持了20%以上的高速增长，近5年来平均增速也达到25%以上。展望未来，根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，保持经济的平稳较快发展仍被列为未来五年发展目标的首位。作为拉动经济增长的三驾马车之一，固定资产投资的继续较快增长仍然不可或缺，由此也可预见，商用车以及工程机械的需求增长仍将有坚实的宏观基础。

图5. 我国历年全社会固定资产投资额及增速情况



资料来源: wind

- ◆ 近几年来,我国商用车销量保持快速增长,重卡增速尤为惊人。近5年来年,商用车销量年均增速为20%左右,重卡则高达39%。今年的情况也是如此,我们预测全年商用车销量将为433万辆左右,增长31%,而全年重卡销量将突破100万辆,同比增长56%。我们认为,随着我国经济的继续较快增长,未来5年商用车销量仍可保持15%左右的年均增速,而重卡则由于还可受益对中卡的逐步替代实现更高的年均增速。

图6. 我国商用车月度销量及同比增速情况(辆、%)

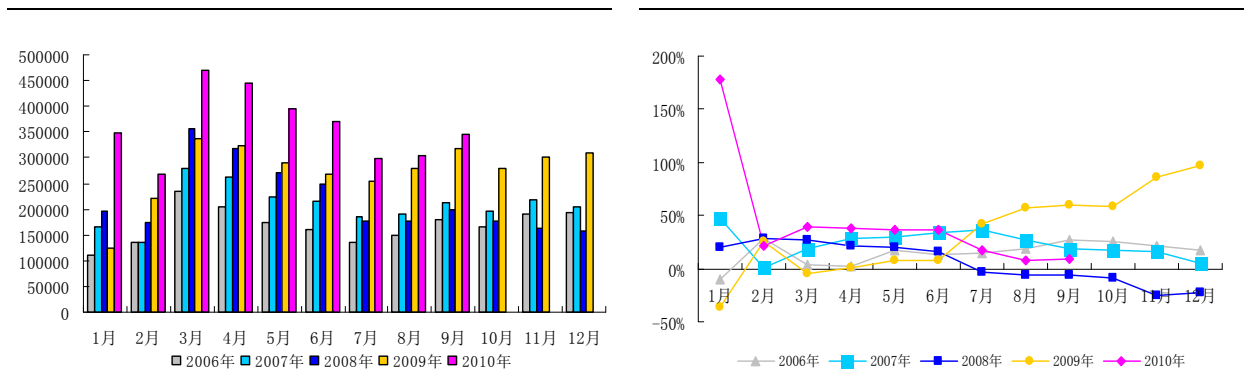
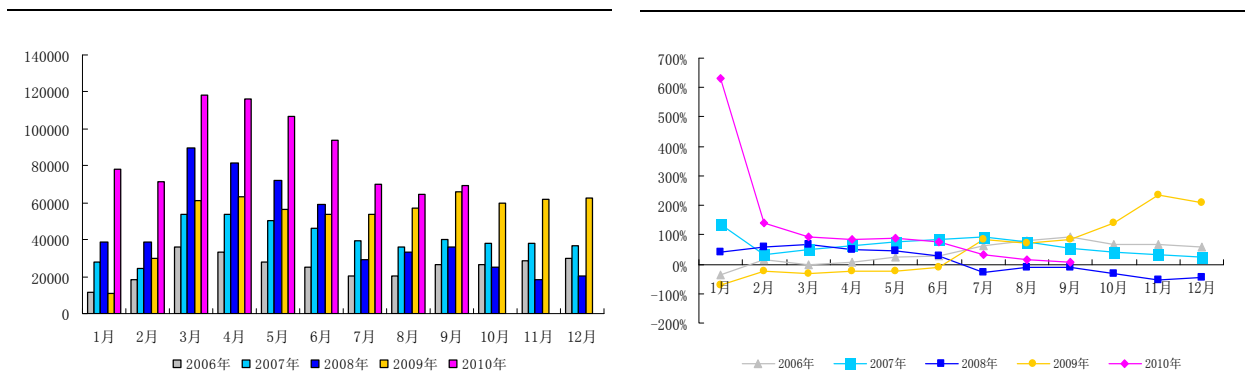


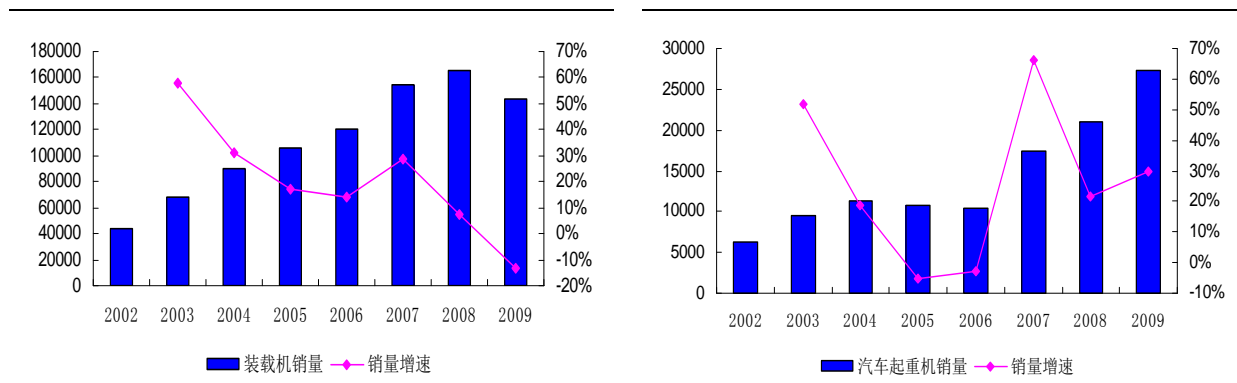
图7. 我国重卡月度销量及同比增速情况(辆、%)



资料来源: CAAM

- ◆ 工程机械中使用非等速传动轴的主要是装载机和汽车起重机。02年以来，装载机、汽车起重机销量均保持了快速增长（装载机销量在09年下滑是由于其出口比例较大，受国际金融危机影响所致），年均增速在25%左右。如今，我国经济形势已率先强劲复苏，全球经济也已基本走出金融危机影响，装载机及起重机销量自然也可重回快速增长轨道。

图8. 近年来装载机、汽车起重机销量及增速情况（辆、%）



资料来源：工程机械工业协会

## 2.2 未来几年公司产能将有大幅增长

上市以前，公司的产能瓶颈已较为突出，但由于资金有限，产能扩张步伐并不快。2008年公司产能为130万套，2009年公司产能则为140万套。今年成功IPO上市后，公司的产能建设步伐得以大大加快。公司IPO募集资金项目的第一项由于公司已在IPO之前提前投入，目前已建成达产，由此公司今年产能即可达240万套。2011年，公司第二项IPO募集资金项目又可达产，由此产能又将增至290万套。此外，公司已公告将利用超募资金在合肥设立子公司，该项目将新建55套商用车传动轴产能，2011年底建成投产，由此到2012年公司产能又将扩至345万套。

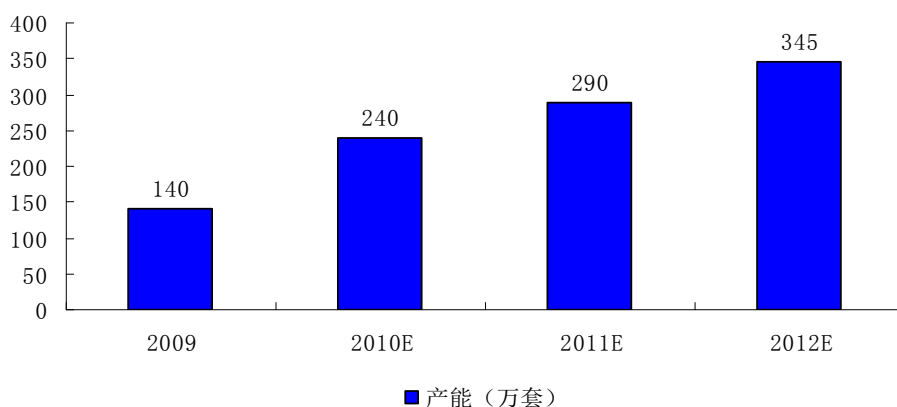
公司产能的大幅扩张并非盲目建设。例如，公司在潍坊建设50万套商用车传动轴不仅可就近为上汽五菱、诸城汽车、五征汽车、福田重工、山东临工、山东山工等固有客户配套，进一步提高其配套比例，同时，江淮汽车已经在山东青州建设20万轻卡基地，北汽福田正在潍坊建设50万辆轻卡基地，这些新增整车厂的建成也必将大幅增长对公司产品的需求。公司在合肥建立子公司是为了就近配套江淮、奇瑞以及华菱，江淮重卡业务已同NC2签订合资协议，未来产销规模有望大幅增长，奇瑞则已携手中集集团，正式进军重卡市场。公司在包头建立的子公司则是为了就近配套北方奔驰，该公司是近年来重卡行业增速最快的企业之一。

表 2 公司有关产能建设项目汇总

序号	投资项目	资金来源	建设进展
1	年产 100 万套传动轴项目	IPO 募集资金	已建成达产
2	年产 50 万套传动轴项目（潍坊）	IPO 募集资金	2010 年建成、2011 年达产
3	年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目	IPO 募集资金	已建成达产
4	年产 3.5 万吨传动轴零部件锻造项目	IPO 超募资金	2012 年建成，2013 年达产
5	新设合肥远东，新建 55 万套传动轴项目	IPO 超募资金	2011 年建成，2012 年达产

资料来源：招股书、公司公告

图9. 公司近年产能及预测



资料来源：招股书、东海证券研究所

### 2.3 与东风成立合资公司将进一步扩大公司产销规模

东风汽车是我国三大汽车集团之一，中重卡产销规模位列全国第一，其传动轴主要由东风传动轴公司以及行业内其他企业供货，由于与东风传动轴的良好关系，公司已同东风签订成立合资公司意向书，两者的正式合资已只是时间问题，公司有望由此进入体量巨大的东风内部市场。

- ◆ 东风传动轴公司产能有限，年产量仅 50 万套左右，远远无法满足东风汽车的内部需求，又鉴于远东传动在行业内首屈一指的技术和规模优势，东风公司早已有意同远东传动深度合作以解决其传动轴配套问题。
- ◆ 2008 年 12 月 29 日，公司与东风传动轴签订了《关于共同投资设立传动轴合资公司的意向书》，双方拟共同出资设立合资公司，而东风传动轴目前的传动轴业务及其关联资产和员工则将转入合资公司，由此也意味着未来东风公司的传动轴将主要由合资公司供货。

- ◆ 2009年以来,由于东风传动轴公司忙于整体搬迁,双方的合资进程受到了一定影响。但截止目前,东风传动轴的搬迁工作已基本完成,双方又开始了有关合资具体事宜的密集协商。我们认为,双方合资公司在未来1-2年成立已是大概率事件。
- ◆ 根据测算,2010年东风汽车传动轴需求量约为116万套,这已相当于公司全年销量的45%左右。我们预测,一旦双方正式合资,远东传动业绩将至少可在原来基础上增长30%。

表3 东风汽车商用车销量及传动轴需求量预测

车型	商用车销量			传动轴需求量(套)		
	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
重卡	109015	116033	200000	294341	313289	540000
中卡	58689	68354	89000	117378	136708	178000
轻卡	167300	178075	230000	250950	267113	345000
客车	45286	46054	48000	90572	92108	96000
合计	380290	408516	567000	753241	809218	1159000

资料来源:招股书、东海证券研究所

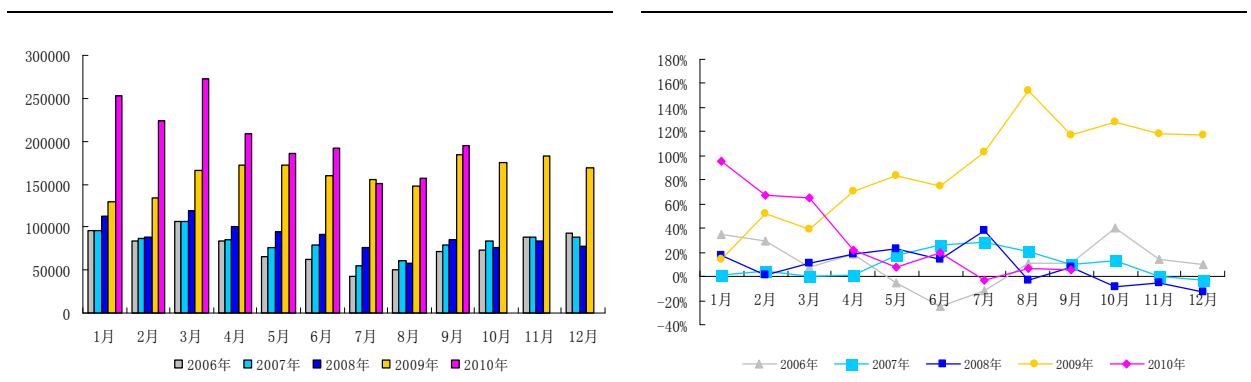
注:传动轴需求量按照每台主机使用传动轴数量测算,按行业经验值,每台主机需要的传动轴数量为:重卡2.7套、中卡2套、轻卡1.5套、客车2套。

#### 2.4 未来将重点拓展容量更大的微车市场

由于农村以及城乡结合地区汽车消费力量的崛起,微型车(微客和微卡)市场已成为我国汽车市场中增速最快、潜力最大的细分领域之一。公司高度看好这一领域的发展前景,并已将其作为未来的拓展重点,微车市场也将为公司未来业绩增长打开更为广阔的成长空间。

- ◆ 2009年是微车市场实现井喷的一年,微车销量总计达246万辆,同比增长73%,增速远远大于汽车行业整体增速,其中微客销量为195万辆,微卡销量也达51万辆。我们预计2010年微车销量将为300万辆左右,同比增长22%,其中微客为240万辆,微卡为60万辆。

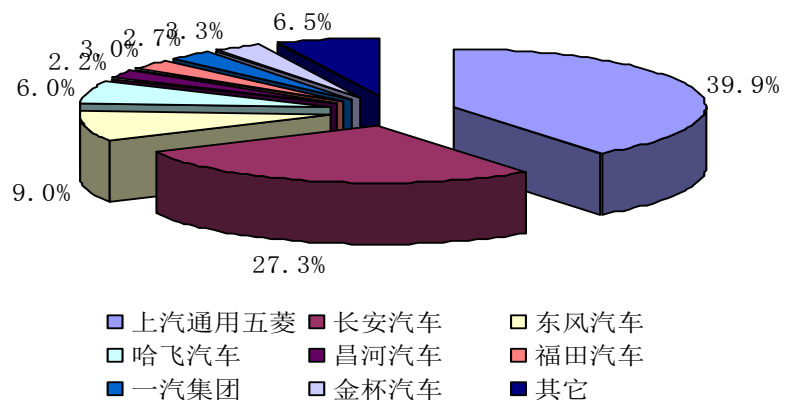
图10. 交叉型乘用车月度销量及增速情况(辆、%)



资料来源:CAAM

- ◆ 上汽通用五菱是微车市场龙头企业，市场占有率高达 40%以上。公司已同上海通用五菱青岛分厂建立稳固的合作关系，2010 年供货量将达 20 万套左右。而随着公司潍坊基地的建成，公司对通用五菱的供货量还将大幅增长，公司预计 2011 年有望达 50-60 万套。
- ◆ 长安集团是微车市场另一大寡头企业，市场份额约为 35%。公司此前同长安微车没有合作关系，但今年以来公司已给长安提供了 100 多套样品，我们认为凭借公司在传动轴领域无与伦比的规模和技术优势，公司最终成为长安微车的主要供应商只是时间问题。

图11. 微车市场主要企业市场份额 (2010 年 1-9 月)



资料来源: CAAM, 东海证券研究所

- ◆ 由于微车市场呈现寡头垄断格局，且公司已同上汽通用五菱形成稳固合作关系，同长安的合作也在稳步推进当中，我们认为公司在微车市场的市场份额保守将达 20%以上，对应 2011 年销量将达 70 万套以上。

## 2.5 售后及出口市场潜藏巨大成长空间

由于产能限制，公司当前产品主要供给主机配套市场，售后市场几乎没有涉及，产品销售区域也主要为国内，出口比例不足 1%。这并不代表着公司不能或者没有能力进入售后以及出口市场，只是公司当前的侧重点在于国内主机配套市场而已。事实上，售后市场及出口市场均容量巨大，公司也有意在未来加大这一领域的市场开拓，这也将为公司的未来成长“锦上添花”。

据介绍，传动轴虽不属于易耗品，但由于国内普遍的超载现象以及恶劣的使用环境，一般 30 万公里左右就要更换。在公司周围，有大量中小企业主要为配套市场供货，相比这些企业，公司具有显著的技术以及规模优势。若决意进军售后市场，公司获取一定的市场份额将轻而易举。

国际汽车零部件制造向我国转移已是大势所趋，出口市场同样大有可为。公司在非等速驱动轴领域的实力也已引起众多国际巨头的关注。2008 年 3 月，

公司与阿文美驰旗下的 MERITOR HEAVY VEHICLE SYSTEMS 签订五年期的供货协议，约定从 2008 年 10 月 1 日开始，每年向其销售价值 456 万美元的传动系产品，但由于金融危机影响，该合同被推迟，根据阿文美驰 2010 年 1 月提供的确认文件，公司今年已可实现直接对其批量供货，未来批量则将逐渐增加。同时，公司也与同印度塔塔等其它国际知名产商洽谈，我们看好其发展前景。

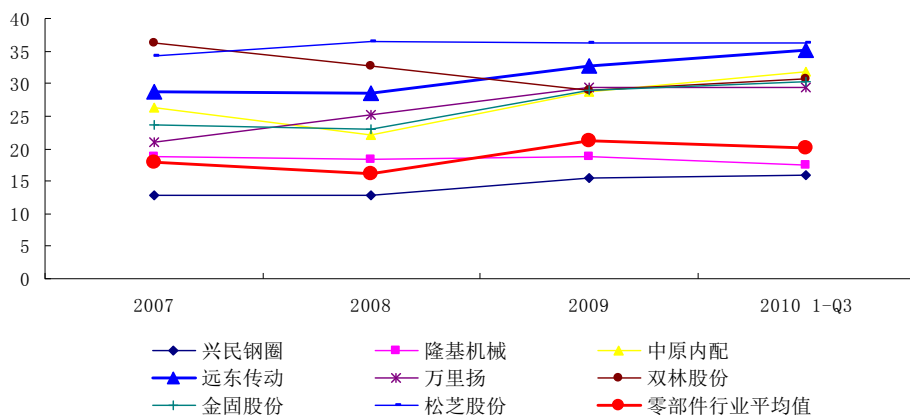
### 3. 盈利能力强且仍有提高空间

#### 3.1 毛利率、净利率大幅领先

传动轴为汽车传动系统中的核心零部件之一，专业化的核心技术与工艺为公司提供较大的获利空间。公司又具有行业内首屈一指的规模，因此也获得了极强的盈利能力。根据比较，公司的毛利率和净利率均远超行业平均水平，在今年以来上市汽车零部件类新股中，公司的盈利能力指标也仅略低于松芝股份。

- ◆ 公司近几年毛利率稳步提升，07、08 年时仍为 28% 左右，2009 年则已达 32.81%，到今年前三季度则已提升至 35.23%。相比于当前汽车零部件行业平均 20% 的毛利率水平，公司的毛利率无疑非常出众，较行业最高的松芝股份也仅低 1 个百分点。

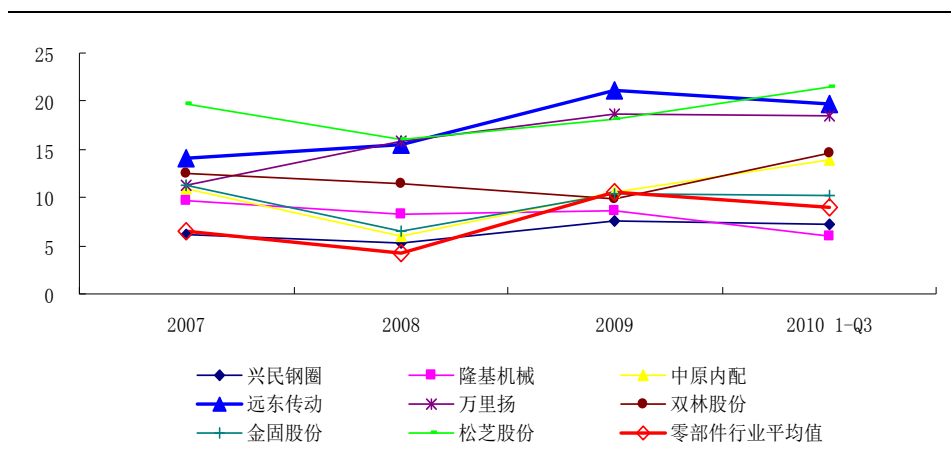
图12. 公司毛利率远超行业平均水平



资料来源: wind

- ◆ 公司净利率水平也在近几年大幅提升，07 年公司净利率为 14%，08 年为 15%，09 年则已提升至 21%，到今年三季报也仍达 20% 左右，这一指标较当前行业 9% 左右的行业平均水平同样大幅超出，较行业最高的松芝股份也仅相差 1.8 个百分点。

图13. 公司净利率远超行业平均水平



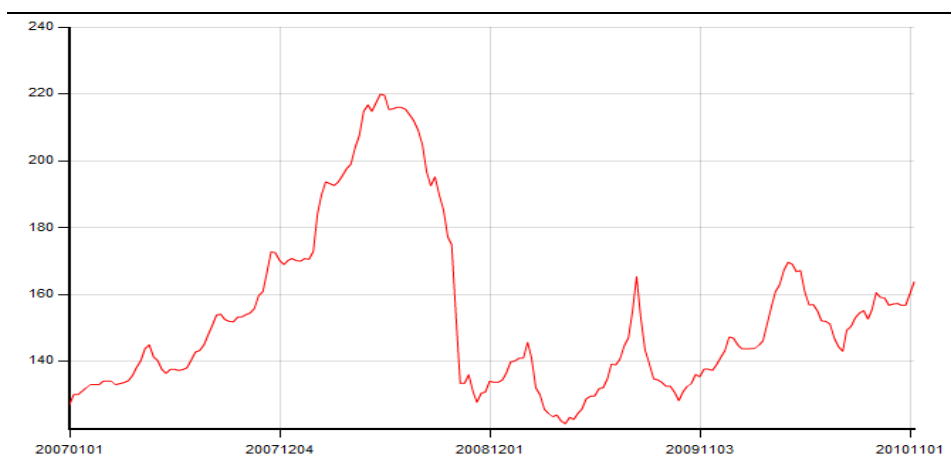
资料来源: wind

### 3.2 盈利能力有望继续提升

公司当前的盈利能力水平已居于行业前列。从未来趋势来看,公司面临的有利于盈利能力提升的因素仍然大于不利因素。由此我们认为,公司的盈利能力仍可保持稳中有升的良好态势。

- ◆ 钢价上涨是影响公司盈利能力的最大不利因素,但从目前来看,钢价上涨仍较为温和,远未到难以控制的地步。此外,钢材价格在09年以来就呈现大幅波动格局,并不具备持续上涨的基础,未来钢价保持在一定区间内波动是大概率事件。
- ◆ 面对钢价上涨,公司也已具备很强的应对能力。公司一直通过轻量化设计减少产品的钢材消耗;其次,在公司的销售政策中,一旦原材料价格出现大幅上涨,公司将与下游企业协商调价,共同分担成本上升压力。事实上,今年以来的钢材价格整体水平明显高于2009年,但公司今年毛利率仍较09年提高2.5个百分点左右,由此也可看出公司出色的抗风险能力。

图14. 07年以来钢材价格综合指数走势



资料来源: mysteel

- ◆ 锻造毛坯件是传动轴生产中附加值较高的环节之一，外购毛坯件价格较公司自产价格高 10-20% 不等。公司目前的自给率不足 70%，随着公司共计 5.5 万吨锻造零部件项目的陆续建成投产，公司锻件自给率将逐年提高，这也将有效提高公司毛利率水平。
- ◆ 传动轴重量较大，包装、运输费用在公司销售费用中占比较大。公司已公告将在潍坊、包头、合肥等地建立子公司，主要由公司本部提供零配件，再在当地组装就近为主机厂供货，此举不仅有利于与主机厂形成更稳固的合作关系，减少市场营销费用，同时也将在一定程度上降低公司的包装、运输费用，进一步提高公司的盈利能力。

**表 4 公司毛坯件扩能及子公司建设项目汇总**

序号	投资项目	投资额 (万元)	资金来源	建设进展
1	年产 2 万吨传动轴零部件锻造项目	4880	IPO 募集资金	已建成达产
2	年产 3.5 万吨传动轴零部件锻造项目	12859	IPO 超募资金	2012 年建成，2013 年达产
3	年产 50 万套传动轴项目 (潍坊远东)	10326	IPO 募集资金	2010 年建成、2011 年达产
4	新设合肥远东，新建 55 万套传动轴项目	8000	IPO 超募资金	2011 年建成，2012 年达产
5	新设包头远东，新建传动轴装配生产线	1500	自有资金	2010 年 6 月公告

资料来源: 公司招股书, 公司公告

## 4. 盈利预测与估值

综合分析，我们认为公司基本面情况优良，成长能力与盈利能力俱佳。预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.09、1.44、1.97 元。作为汽车零部件细分行业龙头企业，参考同行公司以及中小板次新股估值水平，我们认为公司可按 2011 年 30 倍 PE 估值，合理价格为 43.2 元，我们首次给予其“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下假设：

- ◆ 公司今年前三季度销售传动轴约为 180 万套，预测今年全年销量为 240 万套。预计今后两年随着公司产能的大幅增加以及市场开拓的继续进行，公司销量将可保持 30% 左右增速。预测公司 2011 年销量为 320 万套，2012 年为 420 万套；
- ◆ 预测公司同类产品毛利率可基本维持当前水平，但由于产品结构比例的变化（微车类传动轴比例将增加），公司综合毛利率将略有下降，预测公司 2010-2012 年毛利率分别为 35.03%、33.81%、33.45%；
- ◆ 预计随着公司产销规模的大幅扩大以及异地建厂的加快，公司销售费率将逐年下降，预测 2010-2012 年销售费率分别为 6%、5.5%、5%；

- ◆ 需要说明的是，我们的盈利预测并未考虑公司同东风传动轴正式合资所能带来的业绩增长。我们认为，在未来 1-2 年内两者正式合资是大概率事件，若成功合资公司业绩将至少可在原来基础上再增长 30%。总体来看，公司未来业绩仍存在超预期的可能性。

**风险提示：**固定资产投资增速大幅下滑、原材料价格持续大幅上涨、市场系统性风险释放使估值水平大幅下降。

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5380	8059	10663	10663	10663	10663
应收款项	16778	15586	20498	32242	41128	54635
存货净额	4950	6737	6795	7982	11907	15775
其他流动资产	5465	5584	5492	9210	12282	16316
<b>流动资产合计</b>	<b>32573</b>	<b>35967</b>	<b>43449</b>	<b>60097</b>	<b>75980</b>	<b>97389</b>
固定资产	10242	12640	17266	41254	58806	70675
无形资产及其他	2116	3410	3315	3094	2873	2652
投资性房地产	682	370	392	392	392	392
长期股权投资	3293	5999	7003	8003	9003	10003
<b>资产总计</b>	<b>48905</b>	<b>58386</b>	<b>71425</b>	<b>112840</b>	<b>147054</b>	<b>181111</b>
短期借款及交易性金融负债	3300	9695	12000	26785	31539	26049
应付款项	13418	12859	11111	19512	26195	34705
其他流动负债	7180	2172	1986	3804	5024	6590
<b>流动负债合计</b>	<b>23898</b>	<b>24726</b>	<b>25098</b>	<b>50102</b>	<b>62758</b>	<b>67343</b>
长期借款及应付债券	766	0	0	0	0	0
其他长期负债	630	630	688	748	748	748
<b>长期负债合计</b>	<b>1396</b>	<b>630</b>	<b>688</b>	<b>748</b>	<b>748</b>	<b>748</b>
<b>负债合计</b>	<b>25294</b>	<b>25355</b>	<b>25785</b>	<b>50849</b>	<b>63506</b>	<b>68091</b>
少数股东权益	17	14	11	5	(2)	(12)
股东权益	23594	33016	45629	61985	83550	113031
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48905</b>	<b>58386</b>	<b>71425</b>	<b>112840</b>	<b>147054</b>	<b>181111</b>

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>52825</b>	<b>60603</b>	<b>61665</b>	<b>102333</b>	<b>136472</b>	<b>181289</b>
增长率	57.0%	14.7%	1.8%	66.0%	33.4%	32.8%
营业成本	37636	43384	41431	66486	90331	120648
营业成本/营业收入	71.2%	71.6%	67.2%	65.0%	66.2%	66.6%
营业税金及附加	320	311	320	460	587	743
销售费用	3407	3440	3872	6140	7506	9064
销售费用/营业收入	6.4%	5.7%	6.3%	6.0%	5.5%	5.0%

管理费用	1260	2166	2225	5424	6278	7795
管理费用/营业收入	2.4%	3.6%	3.6%	5.3%	4.6%	4.3%
财务费用	545	520	684	1028	1566	1545
投资收益	434	463	561	1100	1400	1750
资产减值及公允价值变动	(535)	(88)	(46)	(148)	(200)	(200)
其他收入	0	0	0	(0)	0	0
营业利润	9556	11158	13648	23747	31405	43043
增长率	117.73%	16.8%	22.3%	74.0%	32.2%	37.1%
营业外净收支	1085	269	1725	300	300	300
<b>利润总额</b>	<b>10641</b>	<b>11426</b>	<b>15373</b>	<b>24047</b>	<b>31705</b>	<b>43343</b>
增长率	133.5%	7.4%	34.5%	56.4%	31.8%	36.7%
所得税费用	3219	2067	2313	3607	4756	6501
少数股东损益	49	(3)	(4)	(6)	(7)	(10)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7373</b>	<b>9362</b>	<b>13063</b>	<b>20445</b>	<b>26957</b>	<b>36851</b>
增长率	113.3%	27.0%	39.5%	56.5%	31.8%	36.7%

现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	7373	9362	13063	20445	26957	36851
资产减值准备	535	(447)	(42)	(46)	0	0
折旧摊销	1042	1264	1521	1963	3633	5713
公允价值变动损失	535	88	46	148	200	200
财务费用	545	520	684	1028	1566	1545
营运资本变动	(5900)	(6418)	(6816)	(6415)	(7981)	(11333)
其它	(486)	444	39	40	(7)	(10)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3099</b>	<b>4293</b>	<b>7810</b>	<b>16136</b>	<b>22801</b>	<b>31421</b>
资本开支	(3968)	(3045)	(5964)	(25832)	(21164)	(17561)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6476)</b>	<b>(5752)</b>	<b>(6968)</b>	<b>(26832)</b>	<b>(22164)</b>	<b>(18561)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(428)	(766)	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	(4089)	(5391)	(7370)
其它融资现金流	<b>6240</b>	<b>5671</b>	<b>1762</b>	<b>14785</b>	<b>4754</b>	<b>(5491)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>5384</b>	<b>4138</b>	<b>1762</b>	<b>10696</b>	<b>(637)</b>	<b>(12861)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2006</b>	<b>2679</b>	<b>2604</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
货币资金的期初余额	3374	5380	8059	10663	10663	10663
货币资金的期末余额	5380	8059	10663	10663	10663	10663
企业自由现金流	0	2947	2442	(10160)	1323	13232
权益自由现金流	0	0	4203	3751	4746	6428

资料来源: wind、东海证券研究所

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 工学学士、经济学硕士。1 年汽车制造企业工作经验, 近 3 年汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券研究所。

**重点跟踪公司:** 江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、华芳纺织。

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122