

钻具龙头，转型谋求新发展

谨慎推荐（首次）

江钻股份（000852）深度报告

风险评级：一般风险

投资要点：

2011年3月11日

莫景成

SAC 执业证书编号：

S0340510120005

电话：0769-22119441

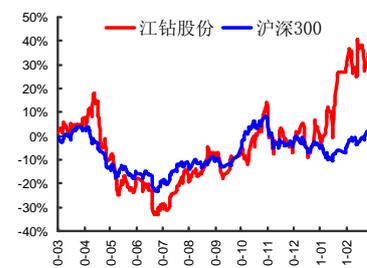
邮箱：mjc@dgzq.com.cn

- 国内石油钻头龙头企业。公司是国家一级企业，国家重点高新技术企业，亚洲最大、世界第三的石油钻头制造商，目前业务涉及油用钻头、石油装备、天然气、精细化工等领域。公司是国内唯一能同时生产牙轮钻头和金刚石钻头的厂商，主导产品牙轮钻头国内市场占有率多年保持在60%以上，国际市场占有率达到10%。
- 高油价刺激上游勘探开支增加。受地缘政治、经济复苏、国际投机等众多因素的影响，国际油价逐步攀升，并重新站上百元之上。作为十二五开局元年，中石油、中石化和中海油的压力将比过去更加巨大，在十二五期间加大对石油上游勘探与生产资本性支出将是必然之举。钻头是石油气钻探和生产过程中的必需品和消耗品，占钻井成本的比重大约在4%左右，油气开采投资增长将带动钻头需求的增长。
- 积极转型谋求新发展。在行业大环境向好的背景下，公司有意突破单一产品销售的经营模式，向产品销售+油田服务的模式发展，国际上优秀的钻头公司如休斯、史密斯等都是钻采综合服务的提供商，我们认为，江钻积极转型向着勘探开发领域综合服务商发展符合股东要求，符合市场要求。
- 首次给予谨慎推荐评级。我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.32元、0.37元和0.44元，当前股价对应2012年PE为45倍，估值偏高，但考虑到行业景气度向好和资产注入预期，首次给予谨慎推荐评级，建议持续关注。
- 主要催化剂。1) 国际油价上涨；(2) 国家加大海洋油气开发力度；(3) 公司转型发展动态；(4) 公司资产注入动态。

主要数据 2011年3月10日

收盘价(元)	16.59
总市值(亿元)	62.4
总股本(百万股)	400.4
流通股本(百万股)	130.09
ROE(TTM)	10.8%
12月最高价(元)	17.67
12月最低价(元)	9.79

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,364.34	1,568.99	1,882.79	2,259.34
同比%	12.37%	15.00%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	108.37	126.66	147.92	177.03
同比%	-0.37%	16.87%	16.79%	19.68%
毛利率%	32.49%	32.50%	32.00%	32.00%
ROE%	10.80%	10.33%	10.75%	11.42%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.37	0.44
每股净资产(元)	2.51	3.06	3.44	3.87
市盈率(倍)	61.29	52.44	44.91	37.52
市净率(倍)	6.62	5.42	4.83	4.28

相关报告

目录

1. 公司概况	3
1.1 公司发展历程	3
1.2 石油钻头业务突出，其他业务稳步发展	3
2. 高油价刺激上游勘探开支增加	4
3. 钻头业务突出，其他业务稳步发展	6
3.1 牙轮钻头业务仍是公司未来主要看点	7
3.2 金刚石钻头业务成长性突出	7
3.3 非钻头业务稳步发展	8
4. 积极转型谋求新发展	9
5. 盈利预测及估值	10
6. 风险因素	12

插图目录

图 1：公司股权结构图	3
图 2：近三年的营业业绩	4
图 3：近五年毛利率走势	4
图 4：主营收入构成	4
图 5：毛利分产品构成	4
图 6：国际原油价格	5
图 7：中国能源消耗总量	5
图 8：中国原油消费量	5
图 9：中国石油对外依存度	5
图 10：中石油、中石化勘探与生产性支出（亿）	6
图 11：公司牙轮钻头产品	7
图 12：公司金刚石钻头产品	7
图 13：井控装置	8
图 14：测试系统	8

表格目录

表 1：牙轮钻头与金刚石钻头的技术对比	8
表 2：分产品预测结果	10
表 3：利润表预测	11
表 4：石油装备行业上市公司估值对比	11

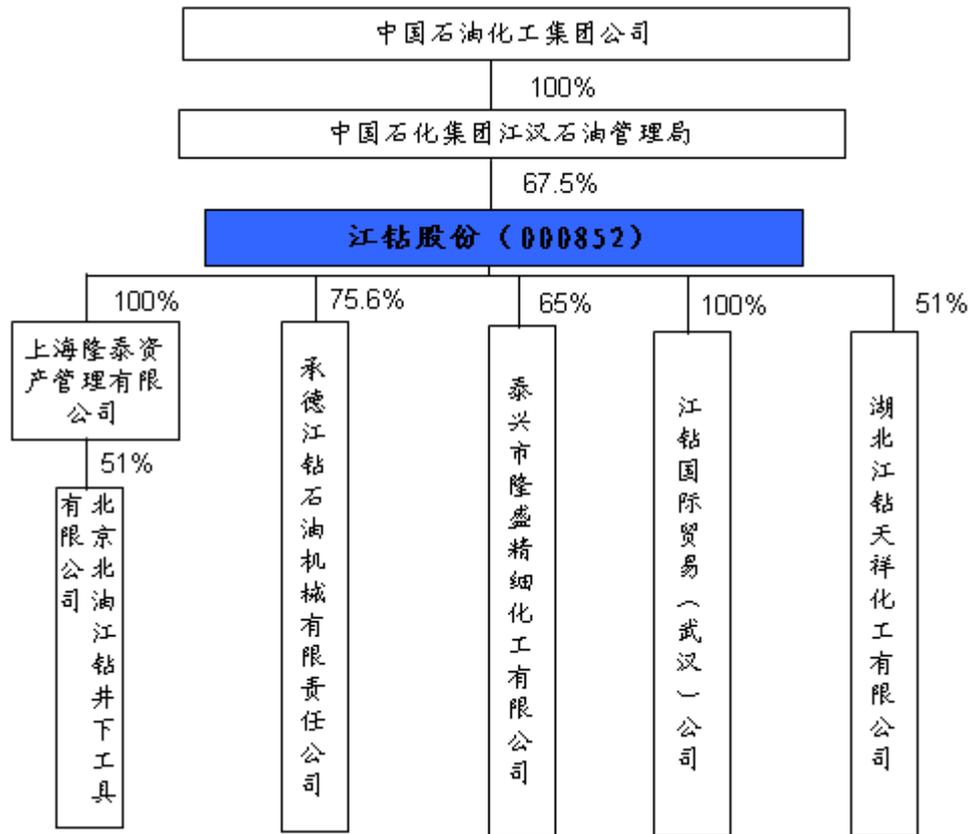
1. 公司概况

1.1 公司发展历程

江钻股份是国家一级企业，国家重点高新技术企业，亚洲最大、世界第三的石油钻头制造商。公司 1998 年改制上市，拥有潜江钻头制造厂、上海分公司和武汉钻头制造厂三个石油钻头制造基地，目前业务涉及油用钻头、石油装备、天然气、精细化工等领域。

公司是国内唯一能同时生产牙轮钻头和金刚石钻头的厂商，主导产品牙轮钻头国内市场占有率多年保持在 60%以上，国际市场占有率达到 10%，产品远销美国、加拿大、伊朗、俄罗斯等 31 个国家和地区。

图 1：公司股权结构图



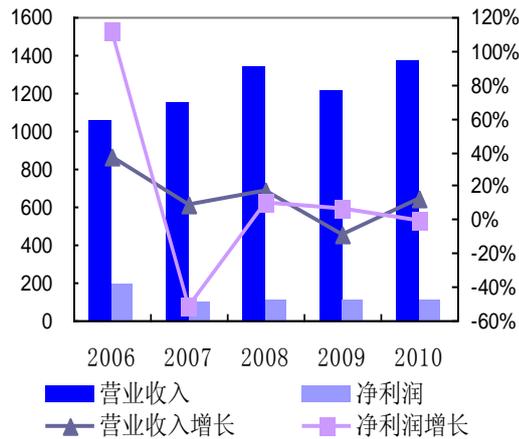
资料来源：公司公告

1.2 石油钻头业务突出，其他业务稳步发展

公司是亚洲最大、世界先进的油用钻头、麻花钻头研制基地，主要从事硬质合金、金刚石复合片等钻头产品的生产，钻头收入占总收入的 71%，目前牙轮钻头年产能 5 万台，市场占有率 70%左右。公司牙轮钻的竞争对手是天津立林及成都石油总机械厂。公司牙轮钻在 3000 米以上的深井占有率达到 80%，国际市场占有率达到 10%。

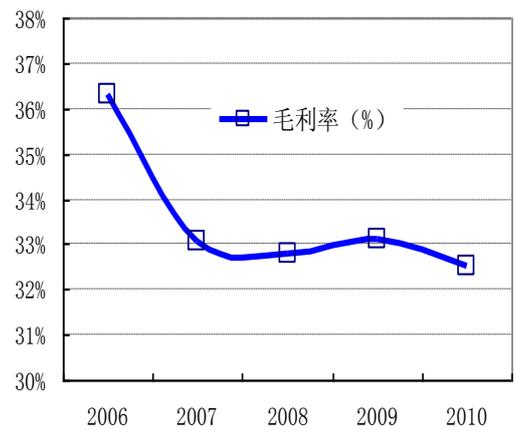
2010 年，公司实现营业收入 13.64 亿元，同比增长 12.37%；营业利润 1.39 亿元，同比增长 16.22%；归属母公司所有者净利润 1.08 亿元，同比下降 0.37%；基本每股收益 0.27 元。

图 2：近三年的营业业绩



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

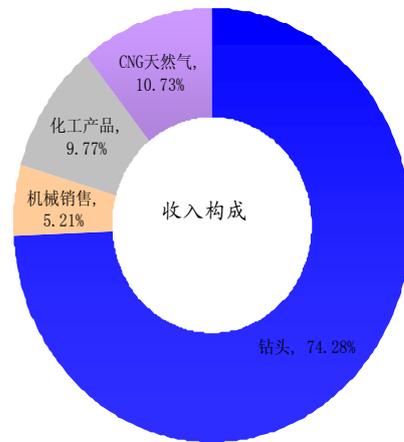
图 3：近五年毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

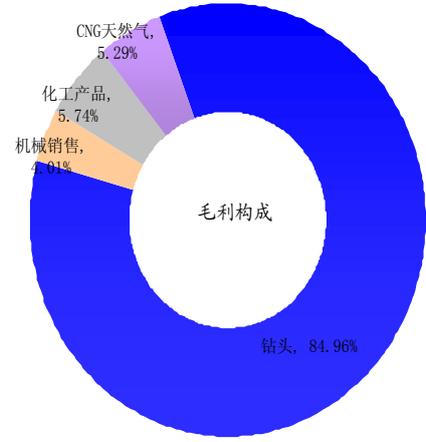
年报数据显示，公司钻头系列销售同比增长 16.44%，占公司 2010 年营业收入的 71.12%，相较 2009 年微降 0.87 个百分点。受 2010 年下半年国际原油价格持续回升以及国内原油需求持续增加两大积极因素影响，全球钻机开工率出现回升，国内石油公司也逐步加大了钻采设备的投资支出。公司的牙轮钻头技术引进自美国休斯公司，但价格只相当于同类产品的 1/3，国内市场占有率约 70%，竞争优势突出，在下游需求上升时公司将率先受益。

图 4：营业收入分产品构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 5：毛利分产品构成



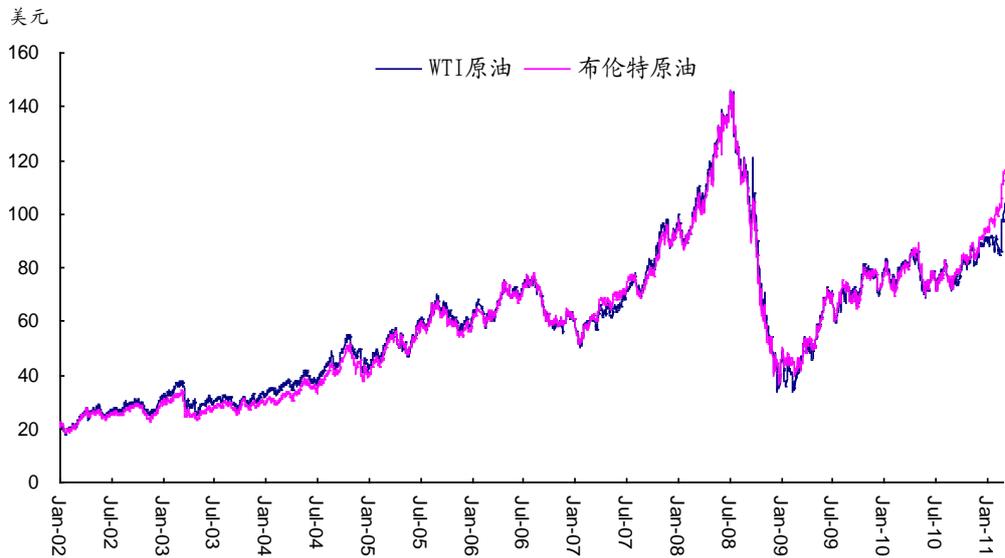
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司非钻具产品包括天然气及化工业务，分别占总收入的 10%、9%。公司燃气业务主要从事天然气汽车加气站建设、天然气汽车加气服务。由于天然气处于提价趋势中，预计公司的天然气业务收入也将稳中有升。目前公司精细化工主要生产钠法漂粉精和氯化石蜡，作为杀菌剂、漂白剂应用于各个行业。同时公司投资年产 3 万吨三氯氢硅项目，主要供给太阳能多晶硅的提纯。2010 年公司三氯氢硅产能 1 万吨，未来 1-2 年内产能将达到 3 万吨，随着项目的达产，将给公司收入带来新的增长点。

2. 高油价刺激上游勘探开支增加

受地缘政治、经济复苏、美元走软、国际投机等众多因素的影响，国际油价从 2009 年 2 月 30 美元逐步攀升，近期利比亚、突尼斯、伊朗伊朗等国内局势恶化更是成了油价上涨的导火索，2011 年 3 月，油价重新站上 100 美元。

图 6: 国际原油价格



资料来源: 东莞证券研究所, 招股书

根据美国能源署的统计分析, 中国未来石油消费短期仍将保持 4%左右的增速, 但是中国的石油供给仅能保持大约 2.5%的增速, 石油需求缺口有放大趋势。

图 7: 中国能源消耗总量

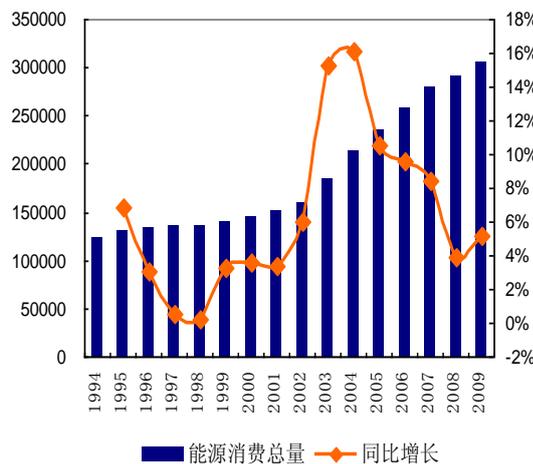
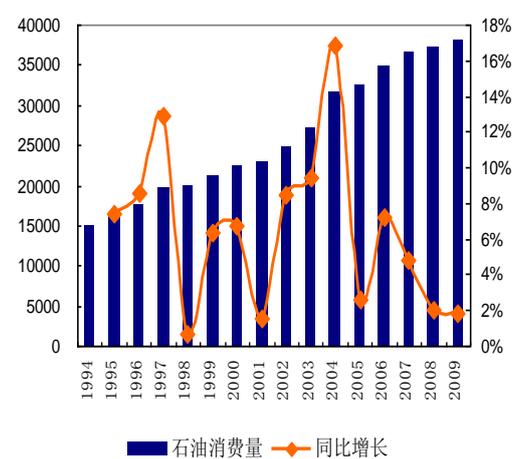


图 8: 中国原油消费量



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

从中国的石油需求对外依存度角度来看, 中国前几年的石油外需依存度一直保持 50%左右, 未来一年可能会下降至 45%, 但依存度依旧高企, 油价的波动对我国的能源成本影响巨大, 如果国外对能源进行封锁, 将对我国生产已经能源安全造成严重的威胁。

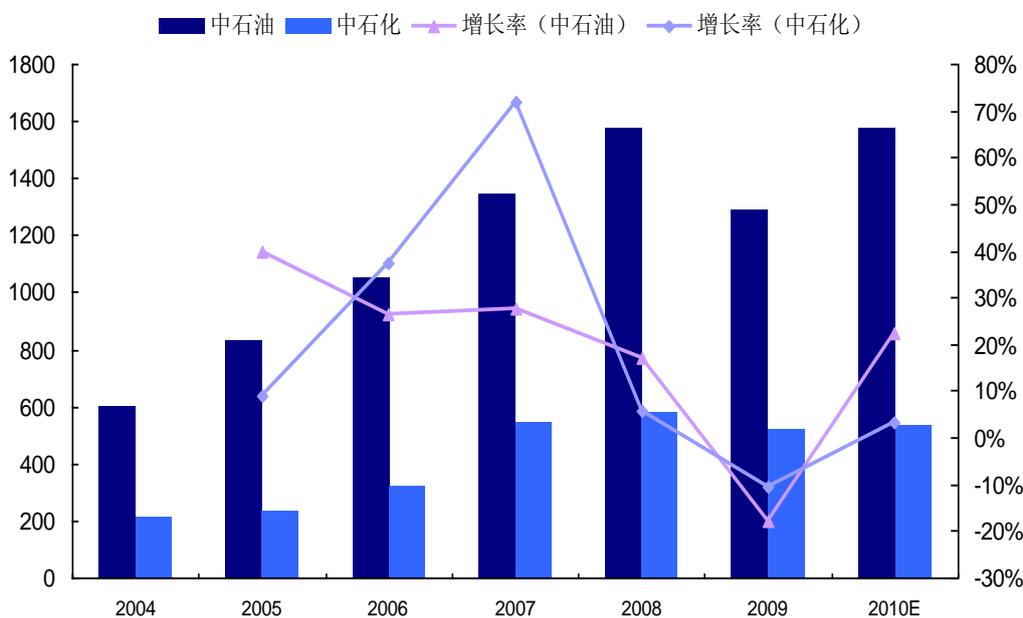
图 9: 中国石油对外依存度



资料来源：东莞证券研究所，wind

石油是工业的血液，基本上各行各业都与石油有着密不可分的联系。2011年是十二五开局之年，抑制通货膨胀成为头号任务，如何应对高油价冲击不仅仅是经济利益，更是社会责任。作为中国石油供给的三巨头中石油、中石化和中海油找油、采油的压力将比过去更加巨大，在十二五期间加大对石油气上游勘探与生产资本性支出将是必然之举。

图 10：中石油、中石化勘探与生产性支出（亿）



资料来源：东莞证券研究所，中石油、中石化年报

3. 钻头业务突出，其他业务稳步发展

钻头是石油气钻探和生产过程中的必需品和消耗品，占钻井成本的比重大约在 4% 左右。石油气开发和生产投资增长将带动钻头需求的增长。

江钻股份是国内，也是亚洲最大的油用钻头供应商，在全球范围看，排名仅次于美国休斯、史密斯 2 家钻头供应商，位居世界油用钻头制造商的前 3 位，国际市场占有率超过 10%。在国内市场，江钻产品拥有绝对的龙头地位，特别是在 3000 米以上高深度的钻井市场，占有率一直保持在 70%以上，市场份额远高于成都石机总厂和宜春一机厂，是中石油、中石化的主要供应商。

3.1 牙轮钻头业务仍是公司未来主要看点

牙轮钻头是石油钻探中使用最广泛的传统钻头，在油气钻井中牙轮完成的工作量占 80%-90%左右。主要原因是牙轮钻头钻井主要是靠冲击、压碎和破碎地层，对地层岩石的适应性很强，能广泛应用于不同性质的地层中。牙轮钻头的原材料成本较低（约占生产成本 40%），主要为专用合金结构、金属粉料和焊接材料等，原材料价格波动不大，对生产成本影响较小。但牙轮钻头的制造工艺复杂，包括牙轮分布和组装、牙轮与本体的连接等都具有很高的技术工艺。

江钻股份的牙轮钻头售价平均 2-3 万元，目前产能为 5 万个，实际产能为 4 万个左右，国内市场占有率稳定在 60%以上，国际市场稳定在 10%以上，主要原因公司产品技术引进自美国休斯，经过多年的研发改进，目前产品质量已经与国外产品相当，但价格仅为休斯的 1/3。面对国内竞争者具有很高的技术壁垒，面对国外竞争者则具有明显的价格优势。

图 11：公司牙轮钻头产品



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 12：公司金刚石钻头产品



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3.2 金刚石钻头业务成长性突出

金刚石钻头主要是用金刚石聚晶复合片镶嵌于钻头胎体的表面上，呈螺旋状或辐射状排列。金刚石钻头是 20 世纪 50 年代开始被应用于石油钻井市场，属于新的钻头产品，但由于早期产品原材料主要用天然金刚石制造，成本昂贵，难以被大规模采用。后来金刚石聚晶复合片开始代替天然金刚石，金刚石钻头才得以迅速发展。

金刚石钻头的破岩方式主要靠剪切、切削破岩，相比牙轮钻头有更高的工作效率及使用寿命，但对地层岩石适应性较差，在复杂地层中使用效果较牙轮钻头差，因此其不可能全面代替牙轮钻头。

表 1：牙轮钻头与金刚石钻头的技术对比

牙轮钻头		金刚石钻头
破岩机理	敲击、压碎破岩	剪切、切削破岩
优点	造价低、适应性强	结构简单、机械钻速高、纯钻时间长、可重复使用
适应环境	软、中、硬各种地层	均匀地质

资料来源：东莞证券研究所

虽然金刚石钻头属于新钻头产品，行业仍处于较快发展期，但由于产品本身制造工艺较简单，市场进入门槛较低，目前市场竞争非常激烈。简单来说，金刚石钻头产品的技术体现在材料（金刚石聚晶复合片国产与进口性能差别较大），而并非制造，但好的材料需要付出高昂的价格。目前国内金刚石钻头市场基本处于高竞争、高成长、低毛利的畸形初级状态。

江钻股份的金刚石钻头产品售价一般在 10 万以上，高的甚至可达 50 万，但产量仅为 1000 只，毛利率也只有 15%左右，2010 年公司金刚石钻头业务收入约 5000 万，市场占有率已处于中上游水平，目前金刚石钻头排名第一的公司，收入约 2 亿左右。公司金刚石钻头主要以高端产品为主，可以认为是国内行业的标杆，未来公司仍计划加大金刚石钻头的技术研发投入，增加产能提高销售规模。

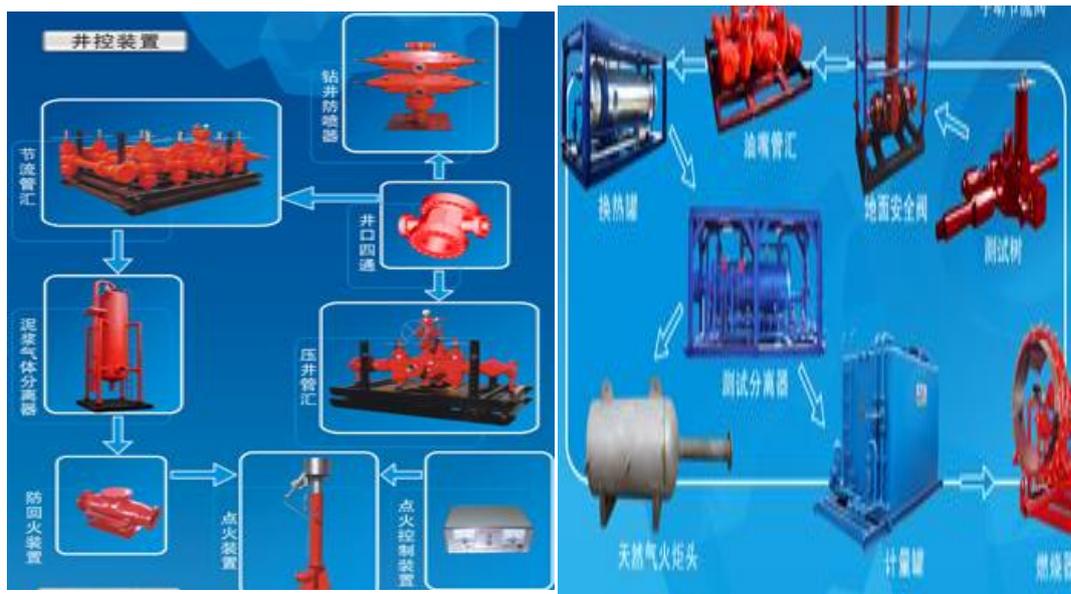
3.3 非钻头业务稳步发展

除了钻头业务，公司还从事石油机械配件、CNG 天然气和化工产品（漂粉精和三氯氢硅）三项业务，2010 年，三项收入分别实现销售收入 0.68、1.40 和 1.28 亿，同比增长-43.60%、9.4%和 69.36%，毛利率分别达到 25.41%、16.27%和 19.41%。

2010 年石油机械配件销售业务在子公司承德江钻，主要生产和销售防喷器、管汇等井控装置。2010 年收入大幅下滑系期间技术改造影响生产所致，2011 年承德江钻已恢复正常生产。

图 13：井控装置

图 14：测试系统



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

资料来源：东莞证券研究所，公司网站

公司 CNG 天然气业务主要从事天然气汽车加气站建设、天然气汽车加气服务。目前武汉共有天然气加气站 30 座，其中江钻拥有 10 座，市场份额 30%。江钻的天然气业务立足武汉，辐射全湖北，随着汽油价格的进一步上涨，天然气的成本优势将越发凸显，公司背靠中石化大股东，公司天然气业务有较明显成本优势，加之目前天然气也处于提价趋势中，预计公司天然气业务收入未来两年保持 15% 增速。

三氯氢硅业务在江钻天祥，公司扩产后达到 3 万吨产能，2010 年初步实现 0.47 亿销售。三氯氢硅不仅是制造硅烷偶联剂和其他有机硅产品的重要中间体，还是制造多晶硅的主要原料。硅烷偶联剂可使非交联树脂实现交联固化或改性，因此在玻璃纤维、铸造、轮胎橡胶等行业广泛运用，国内外需求都很旺盛。生产三氯氢硅的副产品四氯化硅还是制造有机硅的主要原料，高纯的四氯化硅还是制造高纯二氧化硅、无机硅化合物、石英纤维以及光导纤维的主要原料。在当前国家大力发展光伏太阳能的大背景下，三氯氢硅需求量巨大。

4. 积极转型谋求新发展

国际油价高企，上游开采资本开支增加确定性较高，作为全球钻头生产龙头，公司将率先受益。在行业大环境向好的背景下，公司有意突破单一产品销售的经营模式，向产品销售+油田服务的模式发展，国际上优秀的钻头公司如休斯、史密斯等都是钻采综合服务的提供商。我们认为，江钻股份有能力有实力成长为中国勘探开发领域综合服务商，主要体现于以下三大优势。

第一，产品技术优势。油气勘探开发工作是石油工业的前端环节，属技术密集型行业，包括资源寻找、开发方案的设计和实施等工作，对维持资源探明储量的稳定、保障石油工业的持续发展有着重要意义。

钻头是“钻井、录井、测井、取岩心、资料收集”环节的关键设备，该环节上连“勘探规划与研究设计”，下接“石油天然气开采”环节，地位十分重要。为了生产与地质条件匹配的优质钻头，公司积累了大量的地震资料数据。公司在深度钻井钻头方面的垄断优势，很大程度依靠这些数据，这为公司成长为综合服务商积累了技术要素。

第二，客户资源优势。中国的石油供给掌握在中石油、中石化和中海油三大巨头手中。能否取得它们的定单关系到任何一个石油设备供应商的生死存亡。中石化为江钻的实际控制人，其关系不言而喻。中石油长期以来都是公司的重要客户，目前中石油所用钻头有超过 50%都是江钻供应。

第三，大股东资产优势。江钻股份是中石化及江汉石油局的唯一石油机械设备类的上市平台。大股东江汉石油局曾承诺将优质石油机械资产注入上市公司的，江汉石油管理局所属的石油机械相关资产有：三机厂、四机厂和沙市钢管厂。三机厂主要生产天然气压缩机，盈利能力较弱；四机厂主要生产固井压裂设备、高压管汇件、柱塞泵等，是江汉油田最大的机械制造企业，是较为优质的资产。虽然资产注入事项推进多年也没有明确时间表，但随着民营企业的陆续上市，其市场竞争力大大提升，将对产品业务较单一的江钻股份造成明显冲击，市场竞争的加大或许能促使管理层推动资产注入的进程。

5. 盈利预测及估值

基本假设：

- 1、公司钻头业务未来仍将保持较高景气度，随着金刚石钻头的放量，公司钻头业绩未来 3 年保持 15%以上增速，但毛利率水平随着金刚石钻头比重增加而略为下降；
- 2、未来三年所得税为 16%；
- 3、其他非钻头业务毛利率基本保持稳定。

表 2：分产品预测结果

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
钻头系列销售					
增长率 (%)	5%	-8%	16%	15%	20%
收入 (万元)	90347	83337	97034.00	111589.10	133906.92
毛利率 (%)	38.35%	38.79%	37.79%	37.50%	37.50%
毛利 (万元)	34648.07	32326.42	36669.15	41845.91	50215.10
CNG 天然气					
增长率 (%)	91%	3%	9%	15%	15%
收入 (万元)	12470	12818	14022	16125.3	18544.095
毛利率 (%)	18.36%	13.26%	16.27%	16.00%	16.00%
毛利 (万元)	2289.49	1699.67	2281.38	2580.05	2967.06
石油机械配件					
增长率 (%)	73%	-10%	-44%	10%	15%
收入 (万元)	13377.00	12075.00	6810.00	7491.00	8614.65
毛利率 (%)	30.74%	26.82%	25.41%	25.00%	25.00%
毛利 (万元)	4112.09	3238.52	1730.42	1872.75	2153.66
精细化工					
增长率 (%)	11%	7%	69%	20%	30%
收入 (万元)	7034.00	7539.00	12768.00	15321.60	19918.08

毛利率 (%)	23.49%	24.78%	19.41%	20.00%	20.00%
毛利 (万元)	1652.29	1868.16	2478.27	3064.32	3983.62
合计收入 (万元)	123228.00	115769.00	130634.00	150527.00	180983.75
同比增长		-6.05%	12.84%	15.23%	20.23%
合计毛利 (万元)	42701.94	39132.77	43159.22	49363.03	59319.43
综合毛利率 (%)	34.65%	33.80%	33.04%	32.79%	32.78%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 3：利润表预测

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,214.15	1,364.34	1,568.99	1,882.79	2,259.34
营业总成本	1,093.94	1,224.87	1,413.46	1,701.50	2,042.76
营业成本	812.35	921.04	1,059.07	1,280.29	1,536.35
营业税金及附加	11.06	11.65	13.34	16.00	19.20
销售费用	57.89	68.52	78.45	94.14	112.97
管理费用	201.38	214.33	246.33	291.83	350.20
财务费用	10.11	16.57	10.00	12.00	15.00
资产减值损失	1.15	-7.24	6.28	7.23	9.04
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.22	-0.02	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	-0.22	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	119.99	139.45	155.52	181.29	216.58
加 营业外收入	18.30	3.67	5.00	5.00	5.00
减 营业外支出	4.05	6.26	7.00	7.00	7.00
利润总额	134.23	136.85	153.52	179.29	214.58
减 所得税	20.76	27.23	24.56	28.69	34.33
实际所得税率	15.47%	19.90%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	113.47	109.62	128.96	150.60	180.25
减 少数股东损益	4.70	1.25	2.30	2.68	3.22
归母公司所有者的净利润	108.77	108.37	126.66	147.92	177.03
最新总股本(万股)	40,040	40,040	40,040	40,040	40,040
基本每股收益(元)	0.27	0.27	0.32	0.37	0.44
市盈率(倍)	59.23	59.45	50.86	43.55	36.39

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

根据以上假设条件，我们保守预测公司 2010-2013 年分别实现主营收入 1,568.99 百万元、1,882.79 百万元和 2,259.34 百万元，实现净利润 126.66 百万元、147.92 百万元和 177.03 百万元，对应每股收益 0.32 元、0.37 元和 0.44 元。

表 4：石油装备行业上市公司估值对比

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2011-3-11	(百万)	2010	2011	2012	2010	2011	2012

000852.SZ	江钻股份	16.59	400.40	0.27	0.32	0.37	61.44	51.84	44.84
002490.SZ	山东墨龙	24.20	398.92	0.70	0.92	1.12	34.57	26.30	21.61
002353.SZ	杰瑞股份	132.70	114.82	2.45	3.34	4.90	54.16	39.73	27.08
600583.SH	海油工程	9.19	3,889.44	0.03	0.19	0.37	306.33	48.37	24.84
000617.SZ	石油济柴	23.69	287.54	0.29	0.42	0.75	81.69	56.40	31.59
002278.SZ	神开股份	17.39	217.94	0.36	0.45	0.57	48.31	38.64	30.51
300157.SZ	恒泰艾普	66.36	88.88	0.81	1.12	1.52	81.93	59.25	43.66
	行业平均						95.49	45.79	32.02

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

国际油价高企，上游开采资本开支增加确定性较高，作为全球钻头生产龙头，公司将率先受益。在行业大环境向好的背景下，公司有意突破单一产品销售的经营模式，向产品销售+油田服务的模式发展，作为江汉石油管理局的唯一上市平台，公司有望得到大股东的大力支持，转型之路或许并不坎坷。整体来看，公司属于难得的石油装备+海洋工程装备投资标的，未来是靠自身转型寻求突破或是靠大股东资产注入做大做强，都十分值得投资者中长线关注。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.32 元、0.37 元和 0.44 元，当前股价对应 2012 年 PE 为 42 倍，估值偏高，但考虑到行业景气度向好和资产注入预期，首次给予谨慎推荐评级，建议持续关注。

主要催化剂：（1）国际油价上涨；（2）国家加大海洋油气开发力度；（3）公司转型发展动态；（4）公司资产注入动态。

6. 风险因素

- （1）国际油价下跌风险；
- （2）新钻头技术产品大面积替代牙轮钻头风险；

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,364	1,569	1,883	2,259	净利润	110	129	150	180
营业成本	921	1,059	1,280	1,536	折旧与摊销	53	71	72	76
营业税金及附加	12	13	16	19	财务支出	16	8	9	9
销售费用	69	78	94	113	投资损失	0	0	0	0
管理费用	214	246	292	350	净营运资本变动	-1	-42	-69	-126
财务费用	17	10	12	15	经营活动现金流	183	166	163	139
资产减值损失	-7	6	8	9	资本支出	-118	-52	-98	-73
其他经营收益	-0	0	0	0	其它投资	20	0	0	0
营业利润	139	156	181	217	投资活动现金流	-98	-52	-98	-73
利润总额	137	154	179	215	股权融资	25	0	0	0
减 所得税	27	25	29	34	债券融资	850	29	31	58
净利润	110	129	150	180	股利分配及其它	-55	-8	-9	-9
减 少数股东损益	1	2	3	3	筹资活动现金流	819	21	23	49
归母公司净利润	108	127	148	177	货币资金净变动	905	136	87	115
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	47	183	270	384	成长能力(YOY)				
应收账款	231	235	282	339	营业收入	12.37%	15.00%	20.00%	20.00%
预付账款	31	37	45	54	营业利润	16.22%	11.53%	16.37%	19.67%
存货	495	565	678	813	归母公司净利润	-0.37%	16.87%	16.58%	19.89%
其它	85	90	94	98	盈利能力				
流动资产合计	889	1,110	1,369	1,688	销售毛利率	32.49%	32.50%	32.00%	32.00%
长期股权投资	0	30	35	35	销售净利率	7.94%	8.07%	7.84%	7.84%
固定资产合计	670	675	700	700	ROE	9.80%	10.33%	10.75%	11.42%
长期待摊费用	2	2	1	1	ROIC	10.50%	11.50%	11.83%	12.27%
其它	95	48	45	43	偿债能力				
非流动资产合计	767	754	781	779	资产负债率	11.50%	11.83%	12.27%	12.85%
资产总计	1,656	1,864	2,150	2,466	流动比率	1.69	1.86	1.87	1.97
短期借款	175	204	235	282	速动比率	0.75	0.91	0.94	1.02
应付账款	207	244	320	384	营运能力				
预收款项	27	21	32	38	资产周转率	0.84	0.89	0.94	0.98
其它	117	129	144	152	存货周转率	1.97	2.00	2.06	2.06
流动负债合计	526	598	732	857	应收账款周转率	5.68	6.73	7.27	7.27
长期借款	0	0	0	11	每股指标				
其它	7	11	18	8	每股收益	0.27	0.32	0.37	0.44
非流动负债合计	7	11	18	19	每股经营现金流	0.46	0.41	0.41	0.35
负债合计	537	616	751	888	每股净资产	2.59	2.91	3.28	3.72
实收资本	400	400	400	400	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	103	103	103	103	估值指标				
留存收益及其它	616	745	895	1,075	PE	61.29	52.44	44.99	37.52
所有者权益合计	1,119	1,248	1,398	1,579	PB	6.41	5.71	5.07	4.46

负债和权益总计	1,656	1,864	2,150	2,466
---------	-------	-------	-------	-------

EV/EBITDA	34.11	28.23	25.18	21.71
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

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，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

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
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119450
传真：(0769) 22119453
网址：www.dgzq.com.cn