

曙光股份(600303.SH)
评级: 买入
前次:
目标价(元):
25.3-28.6

 联系人
 赵大陆

 分析师
 刘江啸

021-20315160

S0740210070003

zhaodl@qlzq.com.cn

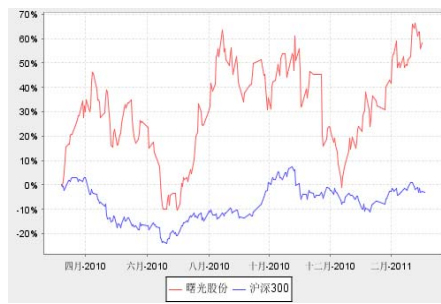
021-20315167

2011年3月21日

liujx@qlzq.com.cn

新能源汽车制造的真正实践者
基本状况

总股本(百万股)	287.25
流通股本(百万股)	287.25
市价(元)	21.55
市值(百万元)	6190.30
流通市值(百万元)	6190.30

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,322.54	4,046.99	5,904.83	7,092.88	8,520.75
营业收入增速	5.13%	-6.37%	45.91%	20.12%	20.13%
净利润增长率	-32.81%	126.02%	50.85%	29.95%	15.43%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.72	0.84	1.10	1.26
前次预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
市场预测每股收益(元)	NA	NA	0.716	0.889	1.165
偏差率(本次-市场/市场)	NA	NA	17.32%	23.73%	8.15%
市盈率(倍)	13.94	19.89	25.56	19.67	17.04
PEG	—	0.16	0.50	0.66	1.10
每股净资产(元)	5.73	6.32	7.21	8.21	9.37
每股现金流量	0.71	1.52	0.63	1.92	2.29
净资产收益率	5.58%	11.45%	11.69%	13.35%	13.50%
市净率	0.78	2.28	2.99	2.63	2.30
总股本(百万股)	222.00	222.00	287.25	287.25	287.25

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 经过多年奋斗,曙光股份已经完成车桥产能储备、客车制造与销售基地建设与扩展、符合中国国情的经济型 SUV(CUV)/皮卡 的定型制造销售等主业谋划与布局,从整体战略上形成未来持续增长的基础。
 - 公司车桥业务扩大产能的同时,采取贴近大客户配置车桥装配厂的方式,在节省大量整桥运输成本的同时,无形中继续扩大了产能,提升了车桥零部件规模化效益。
 - 客车制造与销售在巩固北方优势地位的基础上,常州基地逐渐步入收获期,同时联手南车时代电动,布局中部地区战略支撑点;而电动大巴、BRT 以及海外业务的快速增长将使得客车业务渐入佳境。
 - 新旗胜 SUV(CUV) 以及大柴神皮卡在外观、性能和经济适用性上的优势使得其成为符合中国国情,受到城市中端、农村消费者的最佳选择。
- 在传统主业得到巩固和稳定发展的基础上,公司试水新能源汽车设计制造:已经完成电动大巴的设计定型并批量生产进入实际运行;与南车时代电动一起,联手国内新能源电动车研发领军人物共同介入低速电动车的研制,该业务已经进入实质建设单位组建,并即将进入产能建设阶段。
- 我们认为,从新能源汽车最现实可靠的实际应用角度出发,结合技术发展实际与现实需求,低速电动代步家轿将最有可能率先获得市场认可;整车厂从现实应用着手,稳扎稳打逐步发展,将是明智之举。
- 在不考虑新能源汽车未来可能的贡献基础上,我们预计 2011 年后未来三年公司收入或将为 71、85、98 亿元,净利润分别为 3.15、3.63、4.26 亿元,每股收益为 1.10、1.26、1.48 元,给予公司 25.3~28.6 元目标股价区间,对应 2011 年业绩预测 23~26 倍,首次给出买入评级。

内容目录

步步为营，稳扎稳打的老牌零部件与整车制造商	- 3 -
千里之行始于足下	- 3 -
三轮驱动公司稳健成长	- 3 -
稳定增长的传统业务奠定业绩基础	- 4 -
大客业务官子落定、产能提升	- 4 -
SUV/皮卡后发优势明显	- 4 -
车桥：改进供应方式，继续保持最大独立供应商地位	- 5 -
试水新能源汽车最现实的路径：发展电动大客与低速电家轿	- 6 -
短期内新能源汽车可能的发展路径应是尽快实现实用性车辆的投放	- 6 -
财政补贴导致新能源公交客车市场先行爆发	- 7 -
真实需求将拉动低速电动车市场蓬勃发展	- 7 -
合纵连横打通新能源汽车产业链	- 7 -
盈利预测与估值定价：真正的新能源汽车制造企业值多少钱	- 8 -
盈利预测假设	- 8 -
盈利预测简要结果	- 9 -
估值定价	- 9 -
风险因素	- 9 -

图表目录

图表 1：公司收入及主要产品增长状况	- 3 -
图表 2：2007~2010H1 公司收入结构	- 3 -
图表 3：2007-2010H1 公司收入比例	- 3 -
图表 4：2007~2010H1 公司利润构成结构	- 4 -
图表 5：2007~2010H1 公司各产品利润分布占比	- 4 -
图表 6：黄海新旗胜外观	- 5 -
图表 7：旗胜售价	- 5 -
图表 8：盈利预测简表	- 9 -
图表 9：同业上市公司相对估值比较	- 9 -

步步为营，稳扎稳打的老牌零部件与整车制造商

千里之行始于足下

- 曙光股份主营整车、车桥及零部件制造，其母公司曙光集团始建于 1984 年，系由董事长李进巅先生率领创业团队，从制造越野车车桥开始艰苦创业。
- 经过二十多年的不懈努力与创新，公司从车桥起步，往齿轮箱、差速器等零部件发展，继而生产 SUV/皮卡，大中型客车等，已形成黄海商用车、乘用车、特种车和曙光车桥及零部件四大系列产品。

图表 1：公司收入及主要产品增长状况

项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
销售收入(百万元)	348.83	672.58	2207.98	2688.97	2644.78	3470.99	4111.46	4322.54	4046.99
其中：车桥	178.53	290.76	488.95	556.52	545.13	679.47	777.17	678.91	834.40
黄海客车	31.9	72.51	1371.4	1159.47	1261.19	1723.65	2654	2893.64	2404.08
汽车零部件	NA	7.83	25.68	78.64	109.16	124.23	140.29	155.14	297.09
经销其他汽车	NA	65.24	163.26	186.35	167.39	215.56	370.7	440.75	413.26
销售收入增速	NA	92.81%	228.28%	21.78%	-1.64%	31.24%	18.45%	5.13%	-6.37%

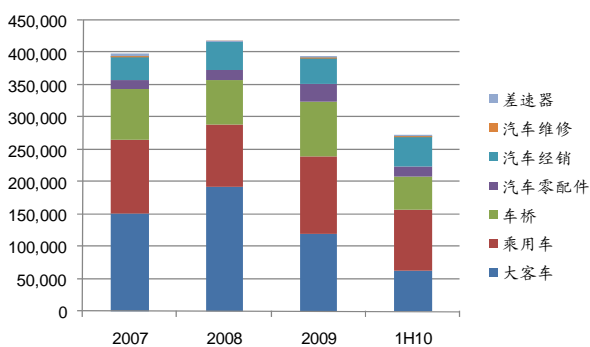
来源：齐鲁证券研究所

- 在传统产业与产品的发展日臻成熟之后，近期，公司通过与南车株洲所以及常州麦科卡合作，进入新能源客车和新能源低速乘用车领域，布局快速增长的新市场。

三轮驱动公司稳健成长

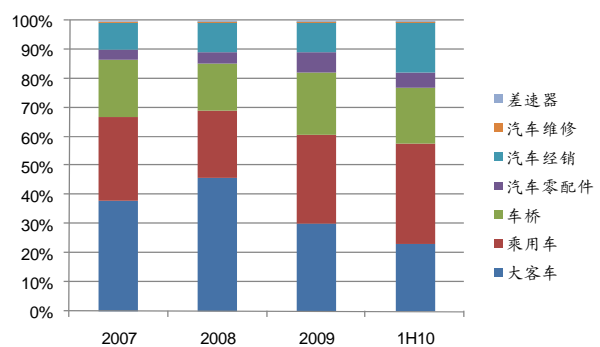
- 公司目前已经形成以乘用车(SUV/皮卡)、商用车(客车)、汽车零部件(车桥及其他零部件)三大板块为主的业务架构。

图表 2：2007~2010H1 公司收入结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：2007-2010H1 公司收入比例

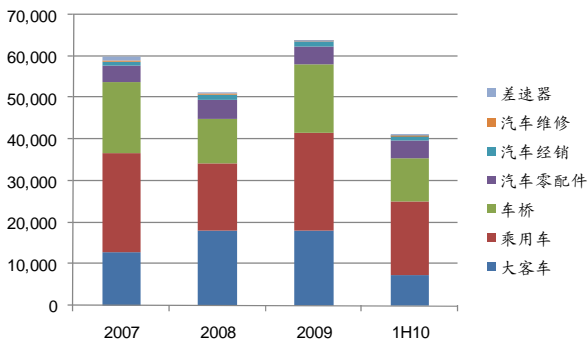


来源：齐鲁证券研究所

- 从收入构成上看，2007~2010 年上半年公司大客车占比从 38% 下降至 23%，乘用车占比从 29% 上升到 35%，车桥收入占比基本稳定在 19.5%，汽车零部件占比从 3.5% 上升至 5.5%。
- 从利润构成来看，2007-2010 年上半年公司大客车占比从 21% 下降至 17%，乘用车从 40% 上升至 43%，车桥从 28% 下降至 25%，汽

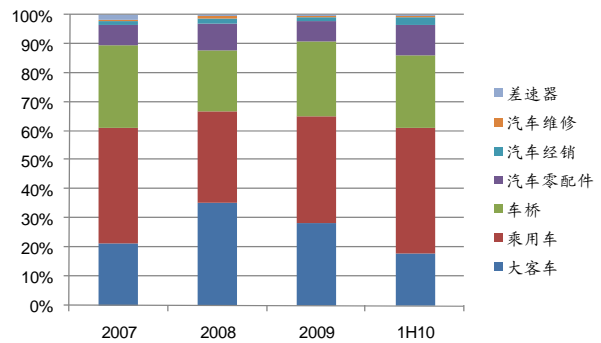
车零配件从 7% 上升至 10.5%。

图表 4: 2007 ~ 2010H1 公司利润构成结构



来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 2007 ~ 2010H1 公司产品利润分布占比



来源: 齐鲁证券研究所

稳定增长的传统业务奠定业绩基础

大客业务官子落定、产能提升

- 在常州基地投产、与南车株洲所合作之后, 公司已经完成了大客的地域战略布局; 今后将在巩固北方市场的基础上, 重点开拓国内其他市场。
 - 2010 年, 公司实现大客产销量约 4700 台, 其中常州基地约 1000 台。
 - 2011 年公司常州基地 6000 辆产能将逐步投放, 公司大客销量稳步提升。
- 公司在海外市场经过多年耕耘后, 终于逐渐步入收获期, 今年以来, 公司获得了大量的海外订单, 主要来自非洲, 目前已经提供样车, 并将在年内分批交付, 预计 2011 年公司客车出口数量与收入占比增长迅猛, 较 2010 年上半年区区 0.62 亿元的收入相比将会有很大提升。
- 针对新市场的开拓, 公司今年将推出高端旅游客车, 并独家开发了一款适用范围更广、性价比更高的客车。此外, 国家已经确定了包括辽宁在内的六省十五市推广 LNG 客车, 公司在 LNG 客车等清洁动力乘用车研制上一直走在前列, 随着国家和各地政府 LNG 客车推广力度的加大和应用范围的扩大, 料公司 LNG 客车订货量将显著上升, 由此带来新的利润增长点。
- BRT (快速公交系统) 项目曾是公司上次募集资金的投资项目, 因 2008 年金融危机导致诸多地方政府收缩投资, 因而未能实现项目收益。经济逐步复苏, 居民收入水平得到进一步提升后大量家轿上路使得城市交通环境急剧恶化, 从去年开始 BRT 呼声再起。公司已经排他性地获得了德国 MAN 公司的低地板城市客车技术, 未来几年有望发力 BRT 市场。

SUV/皮卡后发优势明显

- 2010 年, 公司在产能瓶颈极为严峻的条件下实现皮卡、SUV 合计销量约 3.5 万辆, 同比大幅增长近 70%。金泉新基地投产后, 公司产能由 2

万辆扩张至 8 万辆，2011 ~ 2012 年间产能将逐步释放。

- 2011 年 1 月，公司皮卡、SUV 合计终端销售突破 4500 辆，同比增长约 60%；我们预计 2011 年全年公司该项产品产销量将较 2010 年有大幅增长。
- 对比公司所产新旗胜与其他 CUV，公司新旗胜在外观设计、动力安全设置、内饰/内部设置与性能价格比上具备优势，并且设置了自动挡车型，在同档车中尚不多见，完全匹配大批城市新出道的 SUV 爱好者的需求。

图表 6: 黄海新旗胜外观



来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 旗胜售价

型号	排量	变速器	功率	价格
2009款 旗胜CUV DD6470	1997	5速手动变速器	85	9.38万
2009款 旗胜CUV DD6460D	1997	5速手动变速器	90	9.50万
2009款 旗胜CUV DD6470E	2378	5速手动变速器	105	10.58万
2009款 旗胜CUV DD6470C柴油版前驱标准型	2499	5速手动变速器	105	11.88万
新旗胜CUV DD6470C	2499	5速手动变速器	105	11.88万
2009款 旗胜CUV DD6470自动	2351	4速自动变速器	93	11.98万
2009款 旗胜CUV DD6470E四驱	2378	5速手动变速器	105	11.98万

来源：齐鲁证券研究所

- 公司皮卡、SUV 新产品储备丰富，大柴神 2、旗胜 V3 等主打车型广受客户青睐。随着经销网点的增加，公司销量将打开局面获得提升。
 - 2010 年公司新增一级经销商 56 家，新增二级经销商 150 余家，2011 年公司将继续扩大渠道，实现“全覆盖”。
 - 黄海汽车皮卡以其深厚的底盘优势，同时力求简洁、耐用且功能性突出的产品特点，成为农村市场消费者的新宠，拥有极高的口碑，目前已经形成汽、柴油高、中、低全系列共 20 多个品种，近期又推出 3 款不同配置的细分产品：6.98 万元的大柴神，7.58 万元的一汽大柴 VE 泵大柴神，及对内饰进行升级的傲俊。2010 年 6 月以来，黄海皮卡“三下乡”活动，已陆续在全国范围内展开，所到之处深受农民朋友的喜爱。

车桥：改进供应方式，继续保持最大独立供应商地位

- 公司是四大汽车集团之外最大的独立车桥供应商，车桥业务主要拥有本部、诸城、辽宁曙光汽车制动系统的轿车悬挂 3 个生产基地。
- 本部产能 40 万支，诸城 20 万支。2010 年，本部新增产能约 15 万支，诸城基地将进行技改，完成后可增加 20 万支产能。
- 2010 年公司车桥实现销量约 70 万只，同比增长 25%，随着诸城基地技改扩能新增 16 万只车桥的逐步达产，公司产能将进一步释放。
- 公司将调整现有车桥产品的结构，逐步提高毛利较高的轿车悬架桥销售占比。为达成继续扩张销售数量的目标，公司就近奇瑞汽车设立了车桥装配厂，实现以最快、最便捷与最及时的供货形式与服务形式，此举有利于公司加大与轿车客户合作的深度和广度，最大程度内稳定住了客户，同时减少了运输成本，提升了公司车桥的盈利能力。由此我们预计 2011

年车桥的毛利率有望提高。

- 公司就近大客户配置车桥装配车间，除了在服务上获得地域优势以达到及时之外，也使得车桥的运输由整桥变为零部件，由此极大地降低了运输成本。
- 同样，就近大客户设置车桥装配车间也使得整桥装配与零部件制造规模化优势得到进一步发挥，从而提升了各自的经济性。

试水新能源汽车最现实的路径：发展电动大客与低速电家轿

短期内新能源汽车可能的发展路径应是尽快实现实用性车辆的投放

- 就目前的技术与实际应用水平，新能源汽车分为混合动力汽车（HEV，PHEV），全电动汽车（EV），和燃料电池汽车。
- 新能源汽车由于在由来的动力系统上又增加了一套电力系统，在增加了成本的同时，动力与控制系统的运行变得更加复杂，因而尽管有省油的优势，但是加大了制造难度。除了制造难度和成本上升之外，在使用中还增添了充电、维护上的麻烦；同时，续航能力弱也限制了新能源汽车的应用范围。
- 以我们对新能源汽车的理解，在目前的技术条件下，从现实应用的角度，当前新能源汽车的发展路径当是以 HEV 普通混合动力车为前期主导；在社会普遍认可，以及充电设施有了初步建设之后，以便捷的插电式混合动力车最为后续；待电池相对成熟后再以纯电动车作为真正的新能源汽车的解决方案。我们认为，最终能够与目前汽柴油发动机汽车相匹敌的应该是燃料电池车。
- 短期内受制于铅、镍氢、锂电池容载比和安全性的局限，燃料电池的超高制造难度和高昂的成本，新能源汽车尚不足以形成对传统能源汽车的替代。
- 为了更好更快地促进新能源汽车技术和应用的发展，前期需要政府的政策扶持和财政直接补贴支撑。我国目前对新能源汽车推出了一系列鼓励发展政策，扶持范围涵盖技术提升到财政补贴，显示出政府对新能源汽车推广的重视。
 - 2009年3月公布的《汽车产业调整和振兴规划》中明确载明，预期国内将在2011年形成年产50万辆新能源汽车产能。
 - “十二五”规划也明确将新能源汽车作为七大战略性新兴产业之一加以重点扶持。
 - 国家财政对采购电动家轿直接采取逐车补贴，以减轻使用者的购车成本。
 - 在使用设施建设上，国家鼓励发展电动车充电桩、充电站、换电站的建设，国家电网公司已经先期建设若干充电站桩，今后还将继续大力建设充电站桩。
- 总结目前新能源汽车技术发展与车辆性能价格，我们认为，能够在应用上率先突破的应当是城市固定线路运行的公交车辆和城际间短途运行的客运班车，以及每日行驶里程较短的上下班代步家轿。

财政补贴导致新能源公交客车市场先行爆发

- 科技部、财政部、发改委、工业和信息化部于 2009 年 1 月共同启动“十城千辆”工程，主要内容是计划用 3 年左右的时间，通过提供财政补贴，每年发展 10 个城市，每个城市推出 1000 辆新能源汽车开展示范运行，力争使全国新能源汽车的运营规模到 2012 年占到汽车市场份额的 10%。
- 首次确定参与“十城千辆”工程的城市有 13 个，分别是：北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌，目前已经有三批城市累计 25 个城市开展这项工程。
- 根据 2009 年 2 月份财政部和科技部联合发布的《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》，被纳入《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》中的车型将按以下标准享受财政补贴：长度 10 米以上的城市公交客车、混合动力客车每辆补贴 5 万~42 万元，纯电动和燃料电池客车每辆分别补贴 50 万元和 60 万元。

真实需求将拉动低速电动车市场蓬勃发展

- 低速电动车是指由电力驱动的四轮车，它的外观与使用性质可以是乘用代步工具，也可以用在短途轻型货物运输；它的最高时速高于电动自行车 20 公里每小时的标准，但是低于通常汽车的时速。在欧美国家一般将最高时速 70 公里作为划分低速电动车的标准，而在我国尚未有明确的政策和规定。目前在市场上销售的低速电动车一般最高时速在 50km/h 到 70km/h 之间。
- 作为代步工具的低速电动车，以其适中的价格，低廉的使用成本，相对舒适的驾乘环境，已经在山东、安徽、湖南等地获得了极大的发展。据统计，山东省目前年销售低速电动车可达 10 万辆，取代了相当部分来自自行车、摩托车市场空间。
- 有统计数据显示，我国目前摩托车保有量在 5000 万辆到 8000 万辆之间，随着“骑民”收入的提升，对舒适性和安全性要求的提高，或将有大量“骑民”更换座驾。如果按照 5%的替代率，将带来 250 万辆至 400 万辆的市场。按照 5 万元每辆计算，则市场空间可达 1250 亿至 2000 亿。

合纵连横打通新能源汽车产业链

- 2011 年 1 月 5 日，公司与南车株洲电力机车研究所有限公司互相向下属自公司增资参股，共同培育开发电动大巴与低速电动车。合作包括三个部分：
 - 丹东黄海投资约 1.4 亿元向湖南南车时代电动汽车股份有限公司（南车时代电动）增资，获得南车时代电动 35.71%的股权。
 - 丹东黄海出资 1200 万元与株洲所在株洲组建整车销售公司（“黄海南车”），丹东黄海占 60%股权。
 - 株洲所出资约 1.3 亿元对常州黄海增资，获得常州黄海 34%的股权。
 - 双方共同出资组建整车销售公司。
- 湖南南车时代电动汽车股份有限公司于 2007 年 7 月注册成立，是南车

株洲电力机车研究所有限公司（简称株洲所）联合清华大学、三一集团等国内优秀企业组建的股份公司，注册资本 1.6 亿元。

➤ 南车时代电动我国第一家集电动汽车整车、电气系统及关键零部件于一体，具备研发、制造和检测试验能力的电动汽车专业公司。

➤ 南车时代电动目前产品主要为混合动力客车，纯电动专用车，以及混合动力客车的电机电控系统。

■ 公司于 2011 年 3 月 8 日发布投资成立常州黄海麦科卡电动汽车有限公司的提示性公告，宣布常州黄海拟与常州麦科卡电动车辆科技有限公司和长江龙城科技有限公司三方投资组建成立常州黄海麦科卡电动汽车有限公司；其中常州黄海出资 9000 万元（其中以现金出资 6000 万元、无形资产出资 3000 万元），占注册资本 60%；常州麦科卡以无形资产出资 3000 万元，占注册资本 20%，龙城科技以现金出资 3000 万元，占注册资本 20%。

➤ 常州麦科卡是清华节能与新能源汽车工程中心常州基地的产业化载体。

➤ 常州麦科卡依托“863”电动汽车重大项目中积累的经验和取得的成果（电动汽车相关专利 42 项，其中发明专利 17 项）将自主知识产权的四轮独立智能驱动系统及无刷直流电机控制等核心技术产业化。

➤ 常州麦科卡目前已建成电机、电控、电池三大核心技术研发中心，年产 10 万套 ECU 生产和检测线及年产 3000 台微型电动汽车生产基地。

■ 从公司的上述举措我们可以清晰看出，在电动大巴的制造与销售产业布局上，与南车时代电动的联合有利于公司电动大巴在交直流传动控制技术上获得更佳直接的保障；同时，在销售上迅速取得在中国中部地区的立足之地。而与常州麦科卡的合作则能迅速攫取中国电动家轿最先进的动力驱动与控制技术系统，使得公司能够在最短时间内完成对电动家轿的产能建设，领先国内诸多电动车研制企业，率先建立实际产销体系并付诸市场，实现收益。

盈利预测与估值定价：真正的新能源汽车制造企业值多少钱

盈利预测假设

■ 随着公司常州基地 6000 辆大客产能的投放以及海外市场的开拓，我们预计公司 2011 年大客销售将会有较大增长，我们假设增长为 30%。

■ 公司金泉基地 6 万辆乘用车生产基地的投产和旗胜 V3、大柴神 2 等新产品投放市场，预计乘用车在 2011 年亦将获得 25%以上增长。

■ 车桥保持 20%左右稳定增速，预测增速包含了诸城新产能投放的贡献。

■ 暂未计入低速电动车贡献收入和利润，我们预计 2012 年该项业务将带给公司新的增长源泉。

■ 随着产销规模的扩大，公司面临的成本压力将略有缓解，我们谨慎预计毛利率保持稳定。

■ 费用率和税率保持稳定状态。

盈利预测简要结果

图表 8: 盈利预测简表

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入 (百万元)	4046.99	5904.83	7092.88	8520.75	9804.29
增速 (%)	-6.37	45.91	20.12	20.13	15.06
净利润 (百万元)	160.53	242.16	314.68	363.25	426.08
增速 (%)	126.02	50.85	29.95	15.43	17.29
每股收益 (元)	0.72	0.84	1.10	1.26	1.48

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 59.05 亿、70.93 亿、85.21 亿，净利润分别为 2.42 亿、3.15 亿、3.63 亿，EPS 分别为 0.84 元、1.10 元、1.26 元。

估值定价

- 我们选取上市公司里面同样从事大客及新能源客车业务的公司作为估值标准，剔除掉没有盈利的亚星客车后，5 家公司目前股价对应 2011 年 24.37 倍 PE。
- 我们认为，以公司近年超越行业的增速和在新能源汽车领域实用性的率先尝试，我们给予公司高于行业平均估值水平溢价。
- 我们以对公司 2011 年业绩预测 25 倍 PE 作为目标价中轴，给予公司 25.3~28.6 元中远期目标股价区间，对应 2011 年 23~26 倍 PE。

图表 9: 同业上市公司相对估值比较

公司名称	总股本 (万股)	20110317 股价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
安凯客车	30701.00	11.63	35.71	0.24	0.287	0.349	48.46	40.52	33.32
中通客车	23850.50	9.47	22.59	0.205	0.319	0.472	46.20	29.69	20.06
金龙汽车	44259.71	10.79	47.76	0.589	0.726	0.826	18.32	14.86	13.06
宇通客车	51989.17	24.9	129.45	1.65	1.992	2.388	15.09	12.50	10.43
平均	37700.10	14.20	58.88	NA	NA	NA	32.02	24.39	19.22
曙光股份	28725.3	21.55	64.67	0.843	1.096	1.265	25.56	19.66	17.04

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们希望，给予公司略高的相对估值定价，除了是对公司未来业绩增长的正面评价之外，也蕴含着对真正试水实用性新能源汽车制造企业的嘉许；况且，在我们的业绩预测中并没有考虑一年后新能源汽车对公司可能产生的业绩增量贡献，由此我们认为给予公司略高的相对估值定价是审慎和可行的。

风险因素

- 真正的风险因素依旧是我们长久担心的“先有鸡”还是“先有蛋”的问题，尤其是对于代步用低速电动家轿：充电设施的完备性或许将影响到整车制造商的需求；反过来没有一定的保有量，充电站的盈利性有没有

保障。因此，国家的扶持力度，将不仅仅体现在电动车的采购扶持上，也应该体现在充电、换电设施的配置上。好在国家已经将发展新能源汽车列入“十二五”规划，相关配套政策应能够有望快速出台并得以强化执行。

- 另一个需要重视的可能的风险是整个经济发展受通货膨胀等诸多因素影响产生倒退，影响到整个商用、乘用车的需求，在覆巢之下将无完卵。或许是杞人忧天，我们相信，广大的农村市场或将成为公司业绩增长的发源地。

附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,047	5,905	7,093	8,521	货币资金	1,540	1,484	1,822	2,186
增长率	-6.4%	45.9%	20.1%	20.1%	应收款项	804	1,152	1,384	1,662
营业成本	-3,370	-4,940	-5,897	-7,084	存货	492	812	969	1,165
%销售收入	83.3%	83.7%	83.1%	83.1%	其他流动资产	172	296	354	425
毛利	677	965	1,195	1,437	流动资产	3,008	3,744	4,528	5,437
%销售收入	16.7%	16.3%	16.9%	16.9%	%总资产	58.6%	61.8%	63.1%	65.2%
营业税金及附加	-48	-71	-85	-102	长期投资	116	116	116	116
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,217	1,338	1,671	1,938
营业费用	-193	-236	-298	-383	%总资产	23.7%	22.1%	23.3%	23.2%
%销售收入	4.8%	4.0%	4.2%	4.5%	无形资产	724	797	791	785
管理费用	-248	-325	-383	-452	非流动资产	2,122	2,316	2,643	2,904
%销售收入	6.1%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	41.4%	38.2%	36.9%	34.8%
息税前利润 (EBIT)	188	333	429	499	资产总计	5,130	6,061	7,171	8,341
%销售收入	4.7%	5.6%	6.1%	5.9%	短期借款	701	321	585	731
财务费用	-34	-17	-12	-17	应付款项	2,145	2,723	3,253	3,908
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	其他流动负债	103	157	174	194
资产减值损失	-8	0	0	0	流动负债	2,949	3,200	4,012	4,832
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	533	533	533	533
投资收益	40	12	14	17	其他长期负债	196	196	196	196
%税前利润	19.4%	3.6%	3.3%	3.4%	负债	3,678	3,929	4,740	5,561
营业利润	187	328	432	500	普通股股东权益	1,402	2,071	2,357	2,692
营业利润率	4.6%	5.6%	6.1%	5.9%	少数股东权益	50	60	74	89
营业外收支	20	8	5	5	负债股东权益合计	5,130	6,061	7,171	8,341
税前利润	207	336	437	505					
利润率	5.1%	5.7%	6.2%	5.9%	比率分析				
所得税	-42	-84	-109	-126					
所得税率	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%		2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	252	328	378	每股指标				
少数股东损益	4	10	13	15	每股收益 (元)	0.723	0.843	1.096	1.265
归属于母公司的净利润	161	242	315	363	每股净资产 (元)	6.316	7.210	8.206	9.370
净利率	4.0%	4.1%	4.4%	4.3%	每股经营现金净流 (元)	1.516	0.630	1.922	2.287
					每股股利 (元)	0.000	0.100	0.100	0.100
					回报率				
					净资产收益率	11.45%	11.69%	13.35%	13.50%
					总资产收益率	3.13%	4.00%	4.39%	4.35%
					投入资本收益率	14.33%	17.82%	19.76%	21.28%
					增长率				
					营业总收入增长率	-6.37%	45.91%	20.12%	20.13%
					EBIT增长率	37.73%	76.89%	28.80%	16.30%
					净利润增长率	126.02%	50.85%	29.95%	15.43%
					总资产增长率	15.47%	18.14%	18.33%	16.31%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	47.2	40.0	40.0	40.0
					存货周转天数	49.5	60.0	60.0	60.0
					应付账款周转天数	112.1	95.0	95.0	95.0
					固定资产周转天数	84.7	62.6	53.5	49.5
					偿债能力				
					净负债/股东权益	-21.12%	-29.58%	-28.93%	-33.16%
					EBIT利息保障倍数	5.5	19.5	36.6	29.1
					资产负债率	71.69%	64.83%	66.10%	66.67%

现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	252	328	378
少数股东损益	0	10	13	15
非现金支出	102	95	103	119
非经营收益	5	23	21	29
营运资金变动	65	-190	100	130
经营活动现金净流	337	191	565	672
资本开支	338	281	425	375
投资	8	0	0	0
其他	7	12	14	17
投资活动现金净流	-323	-269	-411	-358
股权募资	0	456	0	0
债权募资	392	-380	265	145
其他	-54	-43	-69	-80
筹资活动现金净流	338	32	196	65
现金净流量	351	-46	350	379

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308