

中集集团 (000039.SZ)

金属制品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

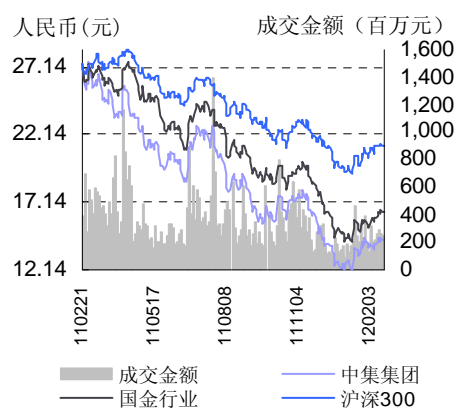
市价(人民币): 14.34元

目标(人民币): 17.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,231.30
总市值(百万元)	38,178.76
年内股价最高最低(元)	27.61/12.14
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

- 《新签深水半潜式钻井平台总包合同》，2012.2.12
- 《集装箱量价调整接近底部平衡位置》，2011.10.28
- 《集装箱业务出现量价调整》，2011.8.24

罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004
(8621)61038326
luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

集装箱有望回暖，海工装备再出发

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.360	1.127	1.361	0.880	1.275
每股净资产(元)	5.33	6.09	7.43	8.26	9.34
每股经营性现金流(元)	0.36	0.56	2.83	2.18	1.91
市盈率(倍)	36.37	20.39	10.53	16.30	11.25
行业优化市盈率(倍)	21.70	31.01	24.93	24.93	24.93
净利润增长率(%)	-31.84%	213.03%	20.74%	-35.37%	44.94%
净资产收益率(%)	6.75%	18.50%	18.31%	10.65%	13.65%
总股本(百万股)	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40	2,662.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **集装箱业务有望回暖:** 2011年4月以来, 集装箱制造行业经历了“量价齐跌”的调整, 2011年4季度以来处于量价低位小幅波动的状况, 即干货集装箱月销量在5-6万标箱左右、\$2300/TEU的价格对应盈亏平衡附近。而基于集装箱的旧箱淘汰更新和新船交付情况, 测算2012年需求对应的月均销量在8万标箱或更高。当前美国经济温和复苏, 以及集装箱运输企业的提价行为, 有利于集装箱制造行业逐渐回暖, 量价有望出现反弹。
- **海工装备业务再出发:** 中集来福士在完成收购时共有6座在建半潜式钻井平台, 2012年1季度将完成最后1座的交付; 2011年12月以来, 中集来福士签下两条新的半潜式钻井平台订单。“旧订单交付、新订单签订”意味着历史包袱将基本甩清, 后续盈利状况具有不断改善的基础。当前原油价格保持在100美元左右, 海洋石油开发和海工装备市场将保持高景气度, 公司海工业务的竞争力也得到了确认, 其向上的拐点已清晰可见。
- 公司的能源化工装备业务受益于天然气等清洁能源需求提升, 2012年仍将保持较快增长; 道路运输车辆业务受国内宏观经济环境影响较大, 如果经济能避免硬着陆出现, 则2012年不会发生大幅下滑的情况。

盈利预测和投资建议

- 我们预测公司2011-2013年营业收入分别为62,216百万元, 55,872百万元和64,560百万元, 净利润分别为3,624百万元, 2,342百万元和3,395百万元, EPS分别为1.361元, 0.880元和1.275元。
- 基于能源化工装备、道路运输车辆业务平稳发展, 海工装备业务、集装箱业务具有改善基础和向上弹性, 我们给予公司“买入”的投资评级, 目标价为17.60元, 相当于2012年20倍PE和2.1倍PB。

风险提示

- 集装箱运输行业继续巨幅亏损, 导致购箱推迟, 需求低于预期的风险。
- 国内宏观经济硬着陆, 导致道路运输车辆需求大幅下滑的风险。

内容目录

投资要点	3
公司概况	3
公司主要业务板块	3
盈利预测和投资建议	3
风险提示	3
集装箱业务	4
海工装备业务	7
能源化工装备业务	8
道路运输车辆业务	9
盈利预测和投资建议	10
风险提示	10
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1: 公司的集装箱销量及毛利率	4
图表 2: 全球集装箱新船交付量及其相对于船队运力的比例	5
图表 3: 全球集装箱船运力及增长率	5
图表 4: 全球集运贸易量及增长率	5
图表 5: 主要集装箱制造企业的市场份额	6
图表 6: 集装箱价格与平均钢材成本	6
图表 7: 集装箱干货箱业务的毛利率敏感性分析	6
图表 8: 中国出口集装箱运价综合指数	7
图表 9: 中国集装箱吞吐量增长率	7
图表 10: 全球海洋石油钻机的利用率	7
图表 11: 韩国和新加坡海工装备企业新签订单 (M\$)	7
图表 12: 中集收购来福士时, 后者在建的 6 座半潜式钻井平台	8
图表 13: 中集安瑞科分项业务收入 (百万元)	9
图表 14: “十二五” 天然气消费大发展 (亿立方米)	9
图表 15: 能源产业链和公司已涉及领域 (黄色部分)	9
图表 16: 公司道路运输车辆销量及增长率	10
图表 17: 国内重卡月度销量 (万辆)	10
图表 18: 分项业务预测	11

投资要点

公司概况

- **物流、能源、化工装备的综合制造商：**中集集团从深圳起步，通过扩张整合，在集装箱行业成为全球领先者，市场份额超过 50%；从主要依赖于集装箱业务，到集装箱、道路运输车辆、能源化工装备、海洋工程四大业务板块并举。公司具有优秀的管理团队和企业文化，发展战略清晰。

公司主要业务板块

- **集装箱业务回暖可期：**2011 年 4 月以来，集装箱制造行业经历了“量价齐跌”的调整，2011 年 4 季度以来处于量价低位小幅波动的状况，即干货集装箱月销量在 5-6 万标箱左右、\$2300/TEU 的价格对应盈亏平衡附近。而基于集装箱的旧箱淘汰更新和新船交付情况，测算 2012 年需求对应的月均销量在 8 万标箱或更高。当前美国经济温和复苏，以及集装箱运输企业的提价行为，有利于集装箱制造行业逐渐回暖，量价有望出现反弹。
- **海工装备业务再出发：**中集来福士在完成收购时共有 6 座在建半潜式钻井平台，2012 年 1 季度将完成最后 1 座的交付；2011 年 12 月以来，中集来福士签下两条新的半潜式钻井平台订单。“旧订单交付、新订单签订”意味着历史包袱将基本甩清，后续盈利状况具有不断改善的基础。当前原油价格保持在 100 美元左右，海洋石油开发和海工装备市场将保持高景气度，公司海工业务的竞争力也得到了确认，其向上的拐点已清晰可见。
- **能源化工装备业务平稳增长：**受益于天然气储运装备及工程、低温装备、罐式集装箱的旺盛需求，公司此项业务 2011 年增长强劲。2011 年公司收购了南京扬子石化设计工程公司，重点提高设计、工程总包能力，并在压力容器、石化设备、海水淡化设备方面做了相关的技术储备。能源领域特别是天然气等需求增长前景明确，公司相关订单充足，预计此项业务 2012 年可保持较快增长。
- **道路运输车辆业务承压：**受国内货币紧缩、基建投资放缓的影响，道路运输车辆的国内需求增长减弱，而海外销售增长较快，预计 2011 年该项业务收入与上年基本持平，利润有所增长。由于此项业务跟国内宏观经济环境关系紧密，海外增长尚不能抵消国内下滑影响，因此 2012 年在利润方面或有小幅下滑的压力。

盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 62,216 百万元，55,872 百万元和 64,560 百万元，净利润分别为 3,624 百万元，2,342 百万元和 3,395 百万元，EPS 分别为 1.361 元，0.880 元和 1.275 元。
- 基于能源化工装备、道路运输车辆业务平稳发展，海工装备业务、集装箱业务具有改善基础和向上弹性，我们给予公司“买入”的投资评级，目标价为 17.60 元，相当于 2012 年 20 倍 PE 和 2.1 倍 PB。

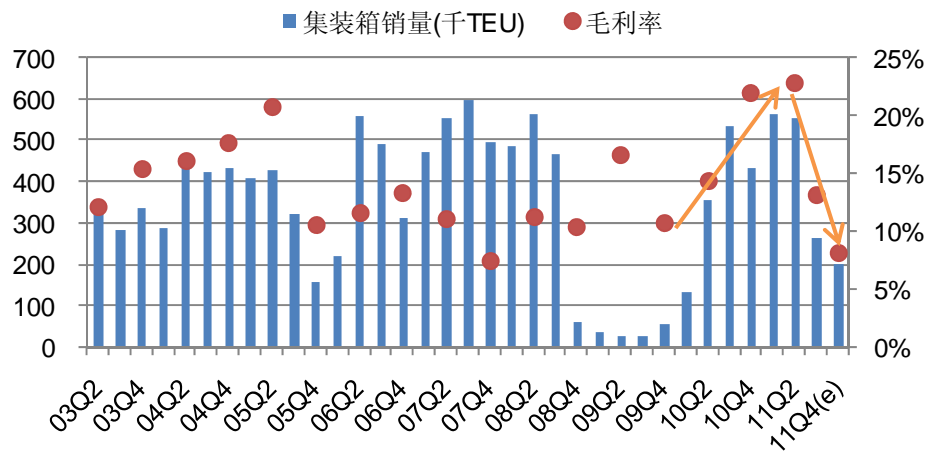
风险提示

- 集装箱运输行业继续巨幅亏损，导致购箱推迟，需求低于预期的风险。当前集运行业的不利状况主要是船队运力过剩造成的，集运贸易需求仍保持 6-8% 的增长，集运箱的中长期需求具有良好基础，但集运企业的盈利状况将影响其中短期的购箱行为，从而对集装箱的量价波动产生影响。
- 国内宏观经济硬着陆，导致道路运输车辆需求大幅下滑的风险。2011 年 4 季度以来，政府提出对宏观经济要适时实行“预调微调”，其目的是避免经济硬着陆的出现。当前经济增长仍处于放缓过程中，公司的道路运输车辆业务上半年仍面临着较大的压力。

集装箱业务

- **集装箱的量价调整:** 2010 年以来, 集装箱制造行业经历了一轮完整的量价周期, 在 2011 年初达到此轮周期的景气最高峰。从订单来看, 价格最高曾达到了 \$2900-3000/TEU, 2011 年 4 月创下了单月销量 21 万标箱的纪录。而 2011 年 2 季度以来, 集装箱制造行业呈现“量价齐跌”的状况, 到 4 季度进入低位波动的状况, 干货箱单月销量在 5-6 万标箱, \$2300/TEU 的价格则对应盈亏平衡的状况。
- **集装箱的需求波动:** 从历史情况看, 驱动集装箱需求中短期波动的因素包括集装箱贸易的波动、新船交付的节奏, 而更为直接的是集装箱运输企业的盈利水平和现金流状况。此外, 集装箱的价格波动也会引起企业购置行为变化, 即“越涨越买, 越跌越不买”, 进一步放大了行业的周期弹性。

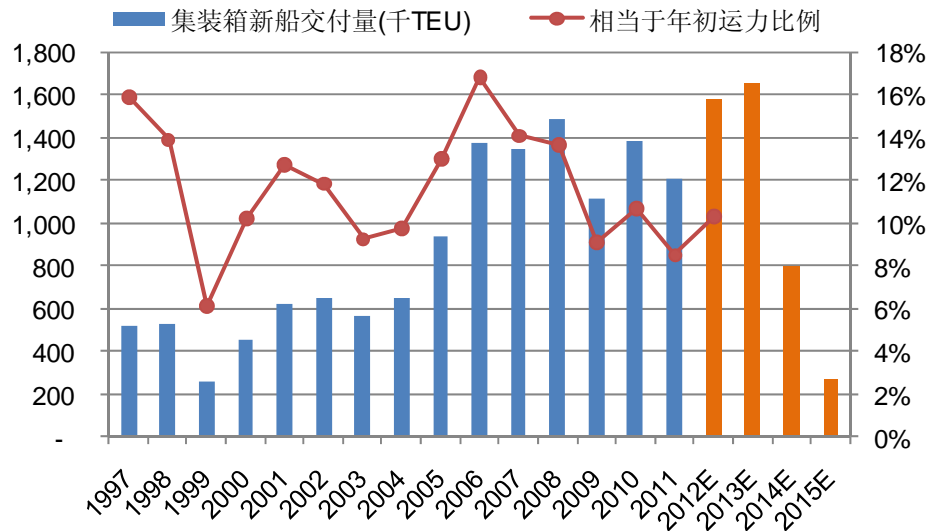
图表1: 公司的集装箱销量及毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (2011 年 3-4 季度毛利率为估算值)

- **集装箱的需求基础:** 按购置用途考虑, 集装箱的需求可以分为新船配箱和旧箱更新淘汰两种。从上述两个方面考虑, 我们测算得到 2012 年需求对应公司干货箱的月均销量应在 8 万标箱或更高。

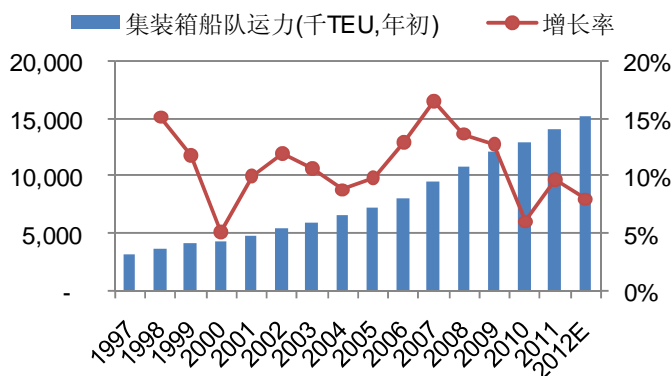
图表2: 全球集装箱新船交付量及其相对于船队运力的比例



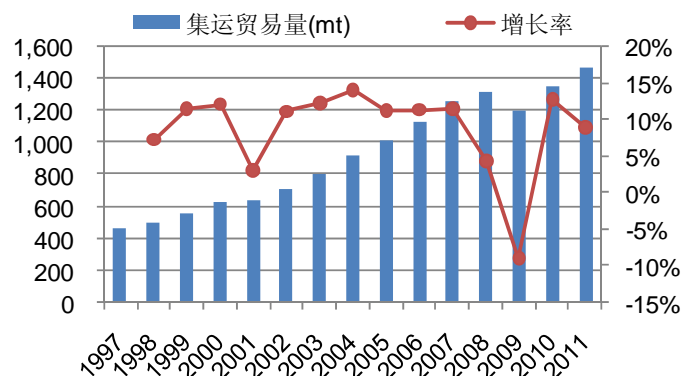
来源: 克拉克松, 国金证券研究所 (黄色部分为现有订单交付安排)

- 根据克拉克松的统计, 全球集装箱船在手订单中, 预计在 2012 年交付的为 158 万标箱运力。我们假设成功交付比例为 70% (即实际交付量 110 万标箱运力, 相当于 2012 年初全球集装箱船队运力的 7%), 按 1:1.6 的比例进行配箱 (完全配箱为 1:2, 即 1 个箱子在船上, 1 个在陆地上), 则总需求达到 176 万标箱。
- 目前全球集装箱保有量约为 3,000 万标箱, 而集装箱的平均使用寿命为 10-12 年, 按 6% 的更新率计算, 也应有 180 万标箱的新箱需求, 或者考虑 2000-2012 年的年平均销量也在 150 万箱左右。
- 尽管集装箱的实际去向无法准确统计, 但结合上述两种“单方面”的测算, 谨慎判断 2012 年集装箱的需求应在 200 万标箱或以上, 按 50-55% 的市场份额计算, 中集的月均销量应在 8 万标箱以上, 而这明显高于当前 5-6 万标箱的月销量。

图表3: 全球集装箱船运力及增长率



图表4: 全球集运贸易量及增长率

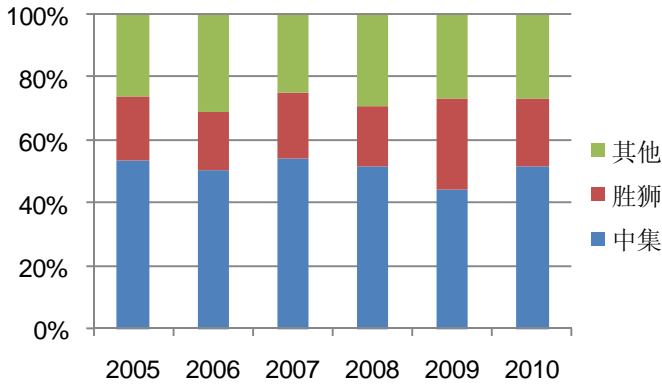


来源: 克拉克松, 国金证券研究所

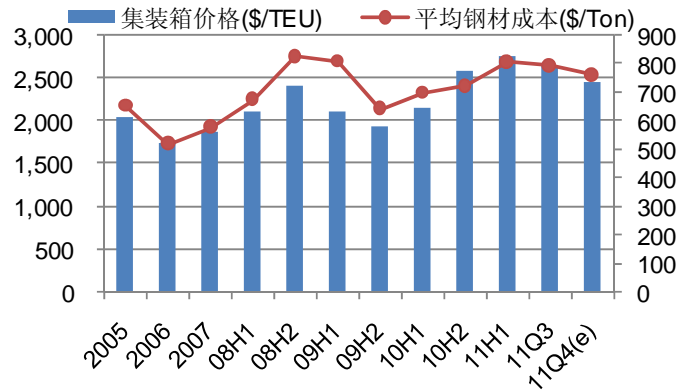
- **集装箱的中长期需求:** 当前集装箱运输的困境主要是供给过剩造成的, 在全球经济保持适当增长的前提下, 集装箱贸易需求增长不会打断。从中长期看, 如果集装箱贸易量保持 6-7% 的增长水平, 集装箱的需求也应该保持类似水平的增长。
- **集装箱制造的市场格局趋于稳定:** 经过多年的发展, 特别是收购兼并, 目前集装箱制造行业已形成了较高的市场集中度, 中集、胜狮、新华昌 3 家

企业合计市场份额超过 80%。2009 年以后，主要企业的生产区域趋于稳定，而是通过雇佣工人数量和劳动强度安排来实现对产能的柔性调节。

图表5: 主要集装箱制造企业的市场份额



图表6: 集装箱价格与平均钢材成本



来源: 各公司公告, 国家统计局, 国金证券研究所

- **集装箱制造的利润率:** 集装箱的主要生产成本为钢材 (50%左右)、木材、涂料、配件 (三项合计 30-35%)。由于集装箱的生产周期较短 (1 个月左右), 企业目前可灵活根据成本变动调整报价。由于市场集中度较高、格局趋于稳定, 目前行业价格趋同性提高, 即使在 2011 年 4 季度需求较为低迷的时候, 行业仍大体实现了盈亏平衡。

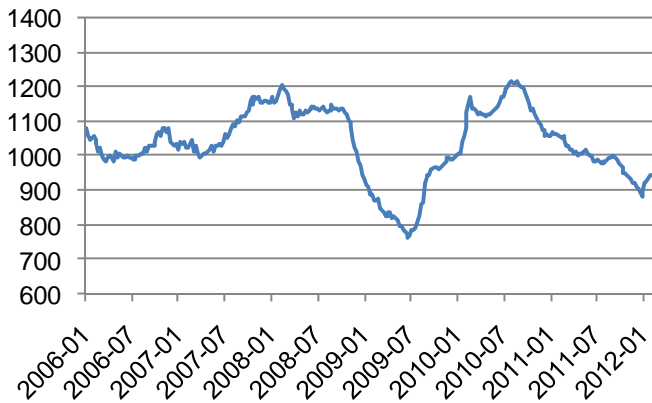
图表7: 集装箱干货箱业务的毛利率敏感性分析

		箱价 (美元/TEU)							
		2200	2250	2300	2350	2400	2450	2500	2550
钢价 (美元/ Ton)	640	5.8%	7.9%	9.9%	11.8%	13.6%	15.4%	17.1%	18.7%
	650	5.1%	7.2%	9.2%	11.2%	13.0%	14.8%	16.5%	18.1%
	660	4.5%	6.6%	8.6%	10.6%	12.4%	14.2%	15.9%	17.6%
	670	3.8%	6.0%	8.0%	10.0%	11.9%	13.7%	15.4%	17.0%
	680	3.2%	5.4%	7.4%	9.4%	11.3%	13.1%	14.8%	16.5%
	690	2.6%	4.7%	6.8%	8.8%	10.7%	12.5%	14.3%	15.9%
	700	1.9%	4.1%	6.2%	8.2%	10.1%	11.9%	13.7%	15.4%
	710	1.3%	3.5%	5.6%	7.6%	9.5%	11.4%	13.1%	14.9%
	720	0.7%	2.9%	5.0%	7.0%	8.9%	10.8%	12.6%	14.3%

来源: 国金证券研究所 (蓝色交叉线为当前位置)

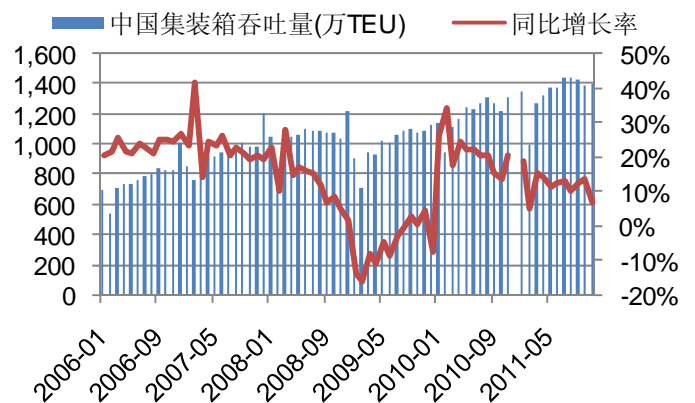
- 进入 2012 年, 集装箱运输行业掀起一股提价潮。这里面有行业巨幅亏损、当前状况难以维系的基础, 尽管未来其价格变动幅度或持续性的判断已经超出我们能力范围, 但我们认为集装箱船公司的提价行为, 将有利于集装箱制造行业逐渐回暖, 量价有望出现反弹。

图表8: 中国出口集装箱运价综合指数



来源: 上海航交所, 国家统计局, 国金证券研究所

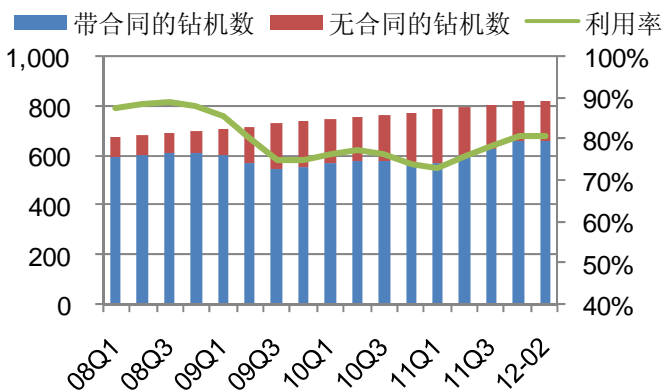
图表9: 中国集装箱吞吐量增长率



海工装备业务

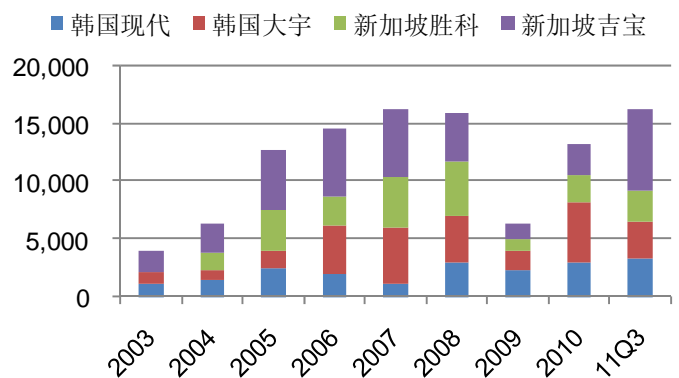
- **海工装备市场保持高景气度:** 2011年, 随着原油价格的走强, 全球海工市场进入了高度活跃的状况。HIS 统计显示, 2012年2月, 全球海洋石油钻机利用率为 80.2%, 比一年前提高了 10 个百分点。
- 半潜式/自升式钻井平台建造领域的龙头企业新加坡吉宝公司, 2011 年新签订单达到 100 亿新元 (1 新元=0.8 美元), 为 2010 年的 3 倍, 并创下历史新高; 而另一家新加坡企业胜科海事公司, 2011 年前 3 季度新签海工订单达到 32 亿新元, 已超过 2010 年全年。
- 我们认为, 当前原油价格保持在 100 美元左右, 海洋石油开发和海工平台建造都将保持较高的景气, 新加坡和韩国企业目前在手订单偏满, 对中国企业而言是非常有利的市场机会。

图表10: 全球海洋石油钻机的利用率



来源: HIS, 各公司公报, 国金证券研究所

图表11: 韩国和新加坡海工装备企业新签订单 (M\$)



- **海工装备业务再出发:** 中集来福士在完成收购时共有 6 座在建半潜式钻井平台, 2012 年 1 季度将完成最后 1 座的交付; 2011 年 12 月以来, 中集来福士签下两条新的半潜式钻井平台订单。“旧订单交付、新订单签订”意味着历史包袱将基本甩清, 后续盈利状况具有不断改善的基础, 同时, 公司海工业务的竞争力也得到了确认, 其向上的拐点已清晰可见。
- **盈利具有改善基础:** 前期交付的半潜式钻井平台均为首制船, 由于技术、建造、项目管理经验不足, 产品多有延期, 成本远超出预计, 2010 年海工业务的亏损额达到 11.09 亿元, 2011 年上半年亏损 5.83

亿元，下半年预计仍有小幅亏损。而新订单的陆续签订，意味着中集来福士后续有望实现大幅减亏甚至扭亏为盈。

- 市场竞争力得到确认：6 座半潜式钻井平台的陆续交付，使公司的建造水平、交付能力得到了提高。其中，最早交付的 COSL Pioneer 半潜式钻井平台综合表现优秀，并在北海靠近 Gullfaks 南部区域成功钻出石油，为挪威增加 0.5~1 亿桶油当量储量。近期新签下两座半潜式钻井平台，也表明公司的综合实力得到了客户的认可，在北海这一国际主流市场获得一席之地。

图表12：中集收购来福士时，后者在建的6座半潜式钻井平台



COSLINNOVATOR半潜式平台
(2010年10月交付)



SSAMAZONIA
(2011年4月交付)



Schahin SS Pantanal半潜式钻井平台
(2010年11月交付)



D90半潜式钻井平台
(2011年2月未完工交付)



COSLPIONEER半潜式钻井平台
(2011年10月交付)



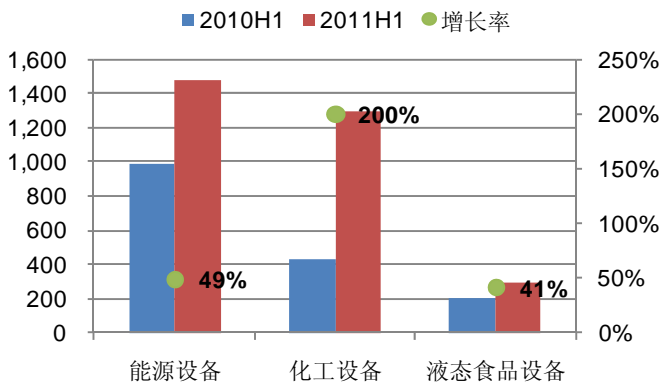
COSLPromoter半潜式平台
(预计2012年1季度交付)

来源：中集来福士，国金证券研究所

能源化工装备业务

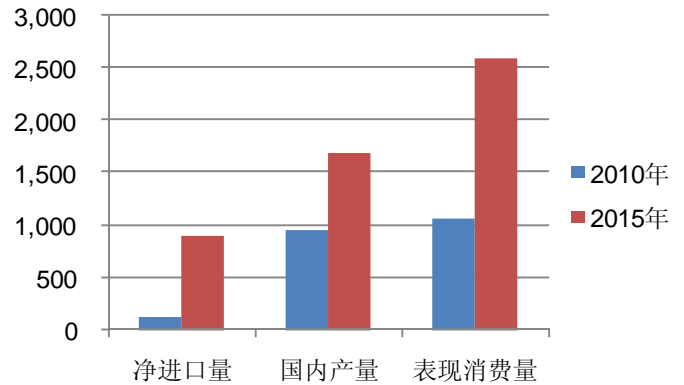
- 受益于天然气储运装备及工程、低温装备、罐式集装箱的旺盛需求，公司此项业务 2011 年增长强劲。能源领域特别是天然气等需求增长前景明确，公司在手订单充足，预计此项业务 2012 年可保持较快增长。
- 中瑞安瑞科是公司此项业务的主要依托，其化工设备主要是罐式集装箱；液态食品设备主要面向欧美市场；而能源设备面向天然气领域，以储运设备为核心。由于政府已规划将天然气占一次能源消费比重从目前的 4%提高到 2015 年的 9%和 2020 年的 15%，未来天然气需求增长空间巨大，中集安瑞科也加大了相应的投入，2011 年上半年资本性支出超过 2 亿元，新产品和技术开发的投入也超过 3 亿元。
- 2011 年公司收购了南京扬子石化设计工程公司，提高设计、工程总包能力，并在压力容器、石化设备、海水淡化设备方面进行技术储备。

图表13: 中集安瑞科分项业务收入 (百万元)

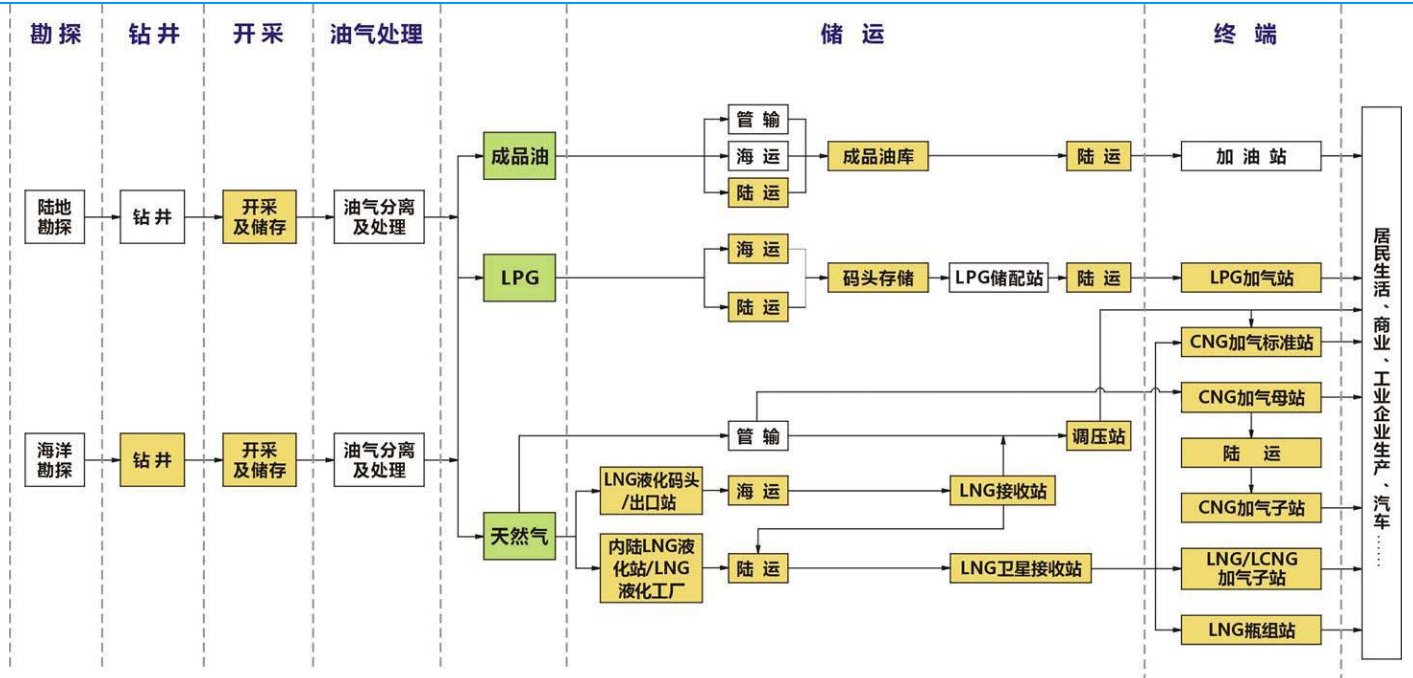


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: “十二五”天然气消费大发展 (亿立方米)



图表15: 能源产业链和公司已涉及领域 (黄色部分)

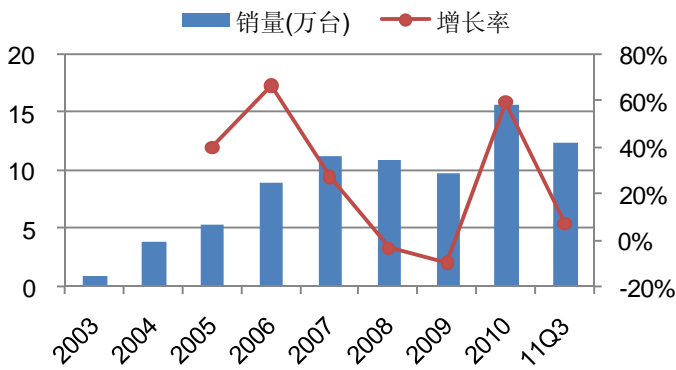


来源: 公司资料, 国金证券研究所

道路运输车辆业务

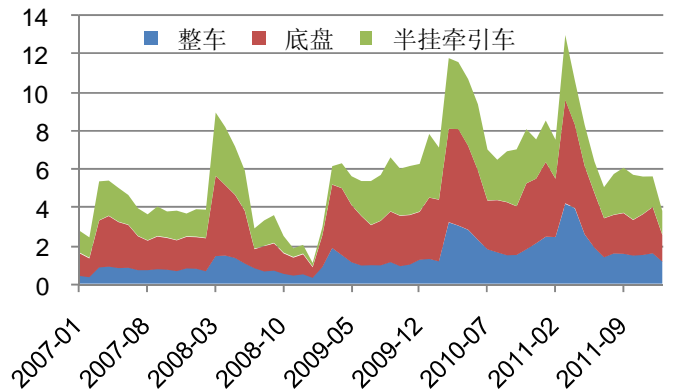
- **2011 年需求先扬后抑:** 受到国内货币紧缩政策、基建投资放缓的影响, 2011 年 2 季度以来, 道路运输车辆的国内需求减弱, 而海外销售增长尚不能弥补这一降幅。1-9 月, 公司道路运输车辆累计销量达到 12.25 万台, 同比增长 7.0%, 比 1 季度 30%、上半年 11% 的增速下降明显。
- 公司投资的重卡业务经过前期生产线、供应链流程的调试和磨合, 2011 年上半年联合卡车接获订单超过 1000 台, 但受限于大环境, 万台目标需往后延。目前, 公司的道路运输车辆业务也对重卡进行一定的采购支持。
- 由于道路运输车辆业务跟国内宏观经济环境关系紧密, 国内因素远高于海外影响, 因此 2012 年在利润方面或有小幅下滑的压力。

图表16: 公司道路运输车辆销量及增长率



来源: 公司公告, 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

图表17: 国内重卡月度销量(万辆)



盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 62,216 百万元, 55,872 百万元和 64,560 百万元, 净利润分别为 3,624 百万元, 2,342 百万元和 3,395 百万元, EPS 分别为 1.361 元, 0.880 元和 1.275 元。
- 基于能源化工装备、道路运输车辆业务平稳发展, 海工装备业务、集装箱业务具有改善基础和向上弹性, 我们给予公司“买入”的投资评级, 目标价为 17.60 元, 相当于 2012 年 20 倍 PE 和 2.1 倍 PB。

风险提示

- 集装箱运输行业继续巨额亏损, 导致购箱推迟, 需求低于预期的风险。当前集运行业的不利状况主要是船队运力过剩造成的, 集运贸易需求仍保持 6-8% 的增长, 集运箱的中长期需求具有良好基础, 但集运企业的盈利状况将影响其中短期的购箱行为, 从而对集装箱的量价波动产生影响。
- 国内宏观经济硬着陆, 导致道路运输车辆需求大幅下滑的风险。2011 年 4 季度以来, 政府提出对宏观经济要适时实行“预调微调”, 其目的是避免经济硬着陆的出现。当前经济增长仍处于放缓过程中, 公司的道路运输车辆业务上半年面临着较大的压力。

图表18: 分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱						
销售收入(百万元)	29,098.58	5,573.58	25,439.97	33,071.96	24,803.97	28,524.57
增长率(YOY)		-80.85%	356.44%	30.00%	-25.00%	15.00%
毛利率	10.82%	14.55%	19.48%	19.00%	13.50%	14.00%
销售成本(百万元)	25,948.72	4,762.46	20,485.49	26,788.29	21,455.43	24,531.13
增长率(YOY)		-81.65%	330.15%	30.77%	-19.91%	14.34%
毛利(百万元)	3,149.86	811.12	4,954.48	6,283.67	3,348.54	3,993.44
增长率(YOY)		-74.25%	510.82%	26.83%	-46.71%	19.26%
占总销售额比重	61.48%	27.22%	49.14%	53.16%	44.39%	44.18%
占主营业务利润比重	57.76%	26.39%	60.64%	59.83%	39.37%	39.00%
道路运输车辆						
销售收入(百万元)	10,050.45	11,012.55	16,631.55	16,964.18	16,964.18	18,999.88
增长率(YOY)		9.57%	51.02%	2.00%	0.00%	12.00%
毛利率	10.99%	13.43%	14.30%	14.30%	13.20%	13.30%
销售成本(百万元)	8,945.41	9,533.78	14,253.06	14,538.30	14,724.91	16,472.90
增长率(YOY)		6.58%	49.50%	2.00%	1.28%	11.87%
毛利(百万元)	1,105.04	1,478.77	2,378.49	2,425.88	2,239.27	2,526.98
增长率(YOY)		33.82%	60.84%	1.99%	-7.69%	12.85%
占总销售额比重	21.24%	53.78%	32.13%	27.27%	30.36%	29.43%
占主营业务利润比重	20.26%	48.11%	29.11%	23.10%	26.33%	24.68%
能源化工设备						
销售收入(百万元)	7,770.87	3,600.24	5,350.80	8,026.20	10,032.75	12,039.30
增长率(YOY)		-53.67%	48.62%	50.00%	25.00%	20.00%
毛利率	15.70%	17.32%	17.57%	20.00%	21.00%	21.20%
销售成本(百万元)	6,550.91	2,976.77	4,410.50	6,420.96	7,925.87	9,486.97
增长率(YOY)		-54.56%	48.16%	45.58%	23.44%	19.70%
毛利(百万元)	1,219.96	623.47	940.30	1,605.24	2,106.88	2,552.33
增长率(YOY)		-48.89%	50.82%	70.72%	31.25%	21.14%
占总销售额比重	16.42%	17.58%	10.34%	12.90%	17.96%	18.65%
占主营业务利润比重	22.37%	20.28%	11.51%	15.28%	24.77%	24.92%
海洋工程						
销售收入(百万元)			2,444.03	2,200.00	1,980.00	2,772.00
增长率(YOY)				-9.98%	-10.00%	40.00%
毛利率			-32.83%	-22.00%	5.00%	15.00%
销售成本(百万元)			3,246.41	2,684.00	1,881.00	2,356.20
增长率(YOY)					-29.92%	25.26%
毛利(百万元)			-802.38	-484.00	99.00	415.80
增长率(YOY)					-120.45%	320.00%
占总销售额比重			4.72%	3.54%	3.54%	4.29%
占主营业务利润比重			-9.82%	-4.61%	1.16%	4.06%
机场地面设备						
销售收入(百万元)	488.04	531.30	342.61	394.00	531.90	664.88
增长率(YOY)		8.86%	-35.51%	15.00%	35.00%	25.00%
毛利率	32.04%	34.91%	29.09%	32.00%	31.00%	31.00%
销售成本(百万元)	331.66	345.80	242.95	267.92	367.01	458.77
增长率(YOY)		4.26%	-29.74%	10.28%	36.99%	25.00%
毛利(百万元)	156.38	185.50	99.66	126.08	164.89	206.11
增长率(YOY)		18.62%	-46.27%	26.51%	30.78%	25.00%
占总销售额比重	1.03%	2.59%	0.66%	0.63%	0.95%	1.03%
占主营业务利润比重	0.37%	1.07%	0.23%	0.24%	0.35%	0.38%
其他及内部抵消						
销售收入(百万元)	-80.66	-242.16	1,559.35	1,559.35	1,559.35	1,559.35
增长率(YOY)		200.22%	-743.93%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	220.37%	10.37%	38.47%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(百万元)	97.09	-217.05	959.41	1,013.58	1,013.58	1,013.58
增长率(YOY)		-323.56%	-542.02%	5.65%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	-177.75	-25.11	599.94	545.77	545.77	545.77
增长率(YOY)		-85.87%	-2489.25%	-9.03%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	-0.17%	-1.18%	3.01%	2.51%	2.79%	2.42%
占主营业务利润比重	-3.26%	-0.82%	7.34%	5.20%	6.42%	5.33%
销售总收入(百万元)	47,327.28	20,475.51	51,768.31	62,215.69	55,872.15	64,559.98
销售总成本(百万元)	41,873.79	17,401.76	43,597.82	51,713.05	47,367.81	54,319.54
毛利(百万元)	5,453.49	3,073.75	8,170.49	10,502.64	8,504.35	10,240.44
平均毛利率	11.52%	15.01%	15.78%	16.88%	15.22%	15.86%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	47,327	20,476	51,768	62,216	55,872	64,560	货币资金	3,101	5,269	4,656	8,200	8,000	13,000
增长率		-56.7%	152.8%	20.2%	-10.2%	15.5%	应收款项	5,931	6,677	10,875	12,631	10,532	11,260
主营业务成本	-41,874	-17,402	-43,598	-51,713	-47,368	-54,320	存货	7,833	6,754	13,424	12,713	11,621	13,313
%销售收入	88.5%	85.0%	84.2%	83.1%	84.8%	84.1%	其他流动资产	1,952	1,836	4,837	2,973	2,756	3,104
毛利	5,453	3,074	8,171	10,503	8,504	10,240	流动资产	18,818	20,535	33,792	36,517	32,909	40,677
%销售收入	11.5%	15.0%	15.8%	16.9%	15.2%	15.9%	%总资产	54.5%	55.0%	62.4%	60.6%	58.7%	64.0%
营业税金及附加	-28	-52	-77	-93	-84	-97	长期投资	3,448	4,174	3,730	6,131	6,130	6,130
%销售收入	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	8,097	8,268	11,704	12,022	11,585	11,488
营业费用	-1,080	-728	-1,250	-1,680	-1,620	-1,808	%总资产	23.4%	22.1%	21.6%	20.0%	20.7%	18.1%
%销售收入	2.3%	3.6%	2.4%	2.7%	2.9%	2.8%	无形资产	3,835	4,015	4,415	5,556	5,427	5,304
管理费用	-1,661	-1,976	-2,734	-2,986	-3,017	-3,228	非流动资产	15,739	16,823	20,339	23,712	23,145	22,925
%销售收入	3.5%	9.7%	5.3%	4.8%	5.4%	5.0%	%总资产	45.5%	45.0%	37.6%	39.4%	41.3%	36.0%
息税前利润 (EBIT)	2,684	318	4,109	5,743	3,783	5,108	资产总计	34,558	37,358	54,131	60,228	56,054	63,602
%销售收入	5.7%	1.6%	7.9%	9.2%	6.8%	7.9%	短期借款	2,477	4,613	11,154	13,120	8,370	10,263
财务费用	-196	-131	-670	-942	-909	-786	应付款项	7,676	8,436	15,980	18,151	16,586	19,032
%销售收入	0.4%	0.6%	1.3%	1.5%	1.6%	1.2%	其他流动负债	1,735	1,132	2,342	2,189	2,039	2,264
资产减值损失	-702	-396	-275	-132	-57	-67	流动负债	11,888	14,181	29,476	33,460	26,995	31,559
公允价值变动收益	-438	-39	235	-100	0	0	长期贷款	6,548	5,609	3,912	3,912	3,912	3,913
投资收益	418	1,568	39	120	120	120	其他长期负债	1,187	1,742	1,536	0	0	0
%税前利润	21.7%	107.0%	1.1%	2.4%	3.8%	2.6%	负债	19,623	21,532	34,924	37,372	30,907	35,473
营业利润	1,767	1,320	3,438	4,689	2,937	4,375	普通股股东权益	13,429	14,198	16,223	19,793	22,003	24,865
营业利润率	3.7%	6.4%	6.6%	7.5%	5.3%	6.8%	少数股东权益	1,506	1,628	2,984	3,064	3,144	3,264
营业外收支	160	145	236	250	250	250	负债股东权益合计	34,558	37,358	54,131	60,228	56,054	63,602
税前利润	1,927	1,465	3,675	4,939	3,187	4,625	比率分析						
利润率	4.1%	7.2%	7.1%	7.9%	5.7%	7.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-242	-385	-824	-1,235	-765	-1,110	每股指标						
所得税率	12.5%	26.3%	22.4%	25.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.528	0.360	1.127	1.361	0.880	1.275
净利润	1,685	1,081	2,851	3,704	2,422	3,515	每股净资产	5.044	5.333	6.093	7.434	8.264	9.339
少数股东损益	278	122	-151	80	80	120	每股经营现金净流	1.264	0.364	0.557	2.831	2.178	1.909
归属于母公司的净利润	1,407	959	3,002	3,624	2,342	3,395	每股股利	0.150	0.120	0.350	0.200	0.200	0.200
净利率	3.0%	4.7%	5.8%	5.8%	4.2%	5.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.48%	6.75%	18.50%	18.31%	10.65%	13.65%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	4.07%	2.57%	5.55%	6.02%	4.18%	5.34%
净利润	1,685	1,081	2,851	3,704	2,422	3,515	投入资本收益率	9.56%	0.87%	9.15%	10.80%	7.68%	9.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,399	1,242	1,659	1,060	1,032	1,097	主营业务收入增长率	-2.94%	-56.74%	152.83%	20.18%	-10.20%	15.55%
非经营收益	469	-1,499	-54	721	707	633	EBIT增长率	24.81%	-88.14%	#####	39.77%	-34.13%	35.02%
营运资金变动	-78	157	-3,279	2,053	1,637	-163	净利润增长率	-55.55%	-31.84%	213.03%	20.74%	-35.37%	44.94%
经营活动现金净流	3,475	981	1,177	7,538	5,798	5,082	总资产增长率	-14.44%	8.10%	44.90%	11.26%	-6.93%	13.47%
资本开支	-2,256	-1,314	-2,050	-2,139	-159	-560	资产管理能力						
投资	-499	1,200	-793	-2,261	0	0	应收账款周转天数	50.5	71.8	42.3	55.0	50.0	45.0
其他	227	116	112	20	120	120	存货周转天数	67.8	153.0	84.5	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-2,527	3	-2,730	-4,380	-39	-440	应付账款周转天数	49.6	92.9	56.8	70.0	70.0	70.0
股权募资	17	11	98	-1,178	0	0	固定资产周转天数	55.2	137.2	70.6	57.6	63.9	54.8
债权募资	1,055	1,172	1,002	999	-4,749	1,893	偿债能力						
其他	-2,105	-581	-451	565	-1,210	-1,536	净负债/股东权益	37.08%	30.71%	51.46%	36.95%	15.50%	2.81%
筹资活动现金净流	-1,033	602	648	386	-5,959	358	EBIT利息保障倍数	13.7	2.4	6.1	6.1	4.2	6.5
现金净流量	-85	1,586	-905	3,544	-200	5,000	资产负债率	56.78%	57.64%	64.52%	62.05%	55.14%	55.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	15
买入	2	2	2	2	13
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.20	2.25	2.27	1.76

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B