

中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

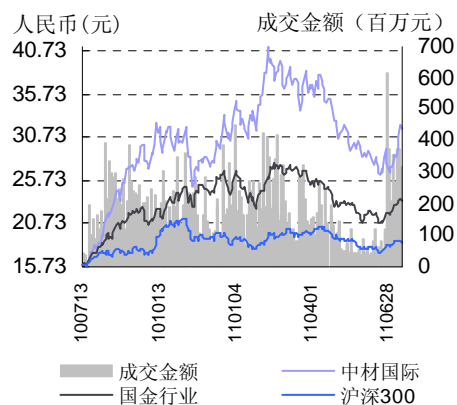
市价(人民币): 31.77元

夯实核心竞争力, 公司仍在快车道上

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) | 725.76 |
| 总市值(百万元) | 28,945.04 |
| 年内股价最高最低(元) | 41.18/15.92 |
| 沪深 300 指数 | 3056.91 |
| 上证指数 | 2754.58 |



相关报告

- 《中材国际 1 1 月 3 0 日签署经营合同公告点评》, 2010.11.30
- 《三季报点评》, 2010.10.29
- 《中材国际前三季度业绩预增公告点评》, 2010.10.19

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.764 | 1.878 | 2.005 | 2.676 | 3.340 |
| 每股净资产(元) | 4.94 | 4.38 | 5.51 | 7.90 | 11.11 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.94 | 1.98 | 6.44 | 4.36 | 1.99 |
| 市盈率(倍) | 21.07 | 21.68 | 23.12 | 17.32 | 13.88 |
| 行业优化市盈率(倍) | 53.21 | 53.21 | 53.21 | 53.21 | 53.21 |
| 净利润增长率(%) | 138.67% | 91.62% | 28.12% | 33.50% | 24.82% |
| 净资产收益率(%) | 35.69% | 42.89% | 36.35% | 33.87% | 30.06% |
| 总股本(百万股) | 421.80 | 759.23 | 911.08 | 911.08 | 911.08 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

■ **一年多来, 我们一直强调公司的四个投资逻辑:** 以装备自给率提高为代表的内生性增长、订单增长带来的外延式扩张、备品备件等服务业务快速发展、资源环保等新业务稳步推进。

随着公司在国际市场占有率上逐渐占据优势, 公司收入增速越来越受到行业情况的制约; 同时利润增速也越来越受到项目管理效率的制约。在这种背景下, 去年中期以来, 公司逐渐将目光转向内部挖潜, 强化公司核心竞争能力; 同时在“有限、相关、多元”的原则指引下未雨绸缪、紧锣密鼓地寻求未来的持续发展空间。

在如今的新情况下, 我们强调关注基本面的两个积极的变化: 业务架构的重新梳理、以及新一轮水泥行业投资快速增长。

■ **基本面的积极变化之一--业务架构重新梳理应被充分重视:** 之前公司的业务架构安排带来了二级、三级业务部门之间无效的竞争, 给公司造成了业务流程中的多个利润损失点; 今年公司重新梳理了业务架构, 将二级、三级子公司的利益捋顺, 使之与母公司保持一致, 随之实现项目盈利的最大化。具体的表现形式, 包括投标价格的上升(吨熟料合同价)、设备国产化与自给率的提高等, 最终将体现在超预期的毛利率与净利率上。

■ **基本面的积极变化之二--新一轮的水泥行业投资箭在弦上:** 世界水泥生产线(除中国外)建设数量有两次波峰, 一次是 97 年金融危机前, 期间亚洲地区表现很好, 出口导向型经济增长模式带动投资快速上升; 另一次是 03 年到 08 年, 主要是石油价格大涨带来的中东地区的水泥投资暴增。从目前的形势来看, 原油价格仍在高位, 这使得中东、非洲、东欧、中美洲等国家的资金实力、投资需求都处于高位; 亚非拉的人力成本、投资成本优势带来了产业转移、投资大增、水泥需求快速增长的必要条件; 尤其是在经历了 08 年水泥投资高峰以来的三年中, 水泥产能得到了很好的消化, 我们预计全球水泥需求、从而全球水泥生产线投资需求已经进入到了一个新的上升周期。

■ **公司盈利能力仍能大幅提升--与 Flsmidth 的简单对比:** 中材国际的业务收入主要为 EPC 工程, 盈利性强的服务业务占比很小, 而在 Flsmidth 的水泥业务中, 服务业务占到收入比例的 20%左右, 2010 年更是达到 33%。随着中材国际后端备品备件、监理等服务业务占比逐渐增大, 公司 EBIT Ratio 仍有较大的上升空间。

投资建议

- 综上，较之之前的投资逻辑，我们强调关注基本面的两个积极的变化：业务架构的重新梳理、以及新一轮水泥行业投资快速增长。前者必将带来公司毛利率、净利率的改善；同时后者将带来公司订单、收入规模的继续增长；我们判断公司并未达到收入、利润的天花板。公司传统业务仍然在快车道上。

内外双轮驱动，使得未来公司订单、收入、盈利状况有望持续超出市场预期，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.01、2.68、3.34 元，维持对公司的“买入”评级。

风险

- 国际水泥行业投资低于预期。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 业务架构重新梳理应被充分重视..... | 4 |
| 过去架构之下公司利润漏出严重 | 4 |
| 公司今年主要精力在于业务架构的重新梳理 | 4 |
| 目标架构将有效提升公司盈利能力..... | 5 |
| 新一轮的水泥行业投资箭在弦上..... | 5 |
| 历史分析--国际水泥签约量周期底部已过 | 5 |
| 国内市场—2012 年放开新线审批是大概率事件 | 7 |
| 公司盈利能力仍能大幅提升—与 FLSmith 的简单对比..... | 8 |
| 服务业务带动公司盈利能力上升 | 8 |
| 市场份额领先加强议价能力..... | 8 |
| 投资建议 | 9 |
| 内外双轮驱动，公司仍在快车道上..... | 9 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 13 |

图表目录

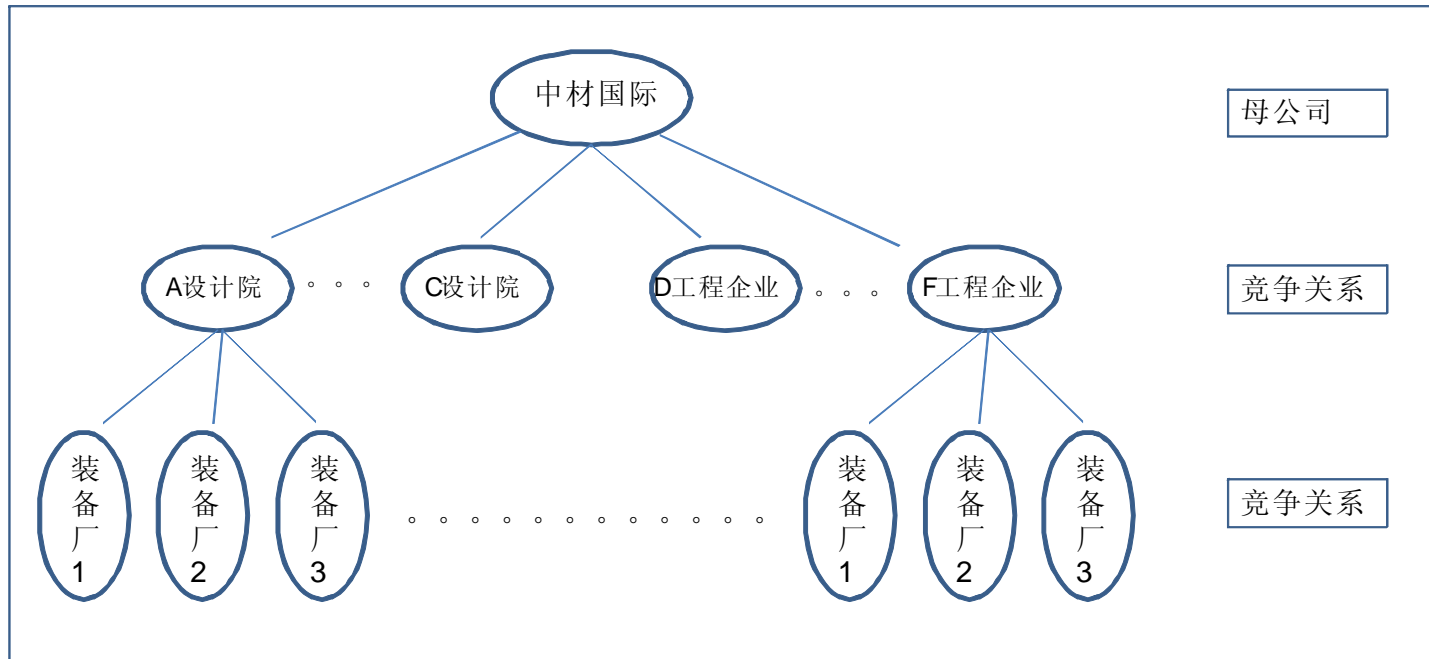
| | |
|--|----|
| 图表 1: 之前公司下属二级、三级业务部门竞争严重 | 4 |
| 图表 2: 原有业务架构之下公司利润漏出严重 | 4 |
| 图表 3: 公司目标业务架构..... | 5 |
| 图表 4: 全球新签水泥生产线建设合同（除中国外，百万吨） | 6 |
| 图表 5: 中国人均工资增速快于其他发展中国家（%） | 6 |
| 图表 6: 印度 FDI inflows 增速快于我国 | 6 |
| 图表 7: 今年国际市场水泥生产线建设显著较去年活跃（条生产线） | 7 |
| 图表 8: 水泥固定资产投资下滑迅速 | 7 |
| 图表 9: 全国水泥价格居高不下 | 8 |
| 图表 10: FLSmith 服务业务收入水平较高 | 8 |
| 图表 11: 公司 EBIT Ratio 还有较大提升空间（%） | 8 |
| 图表 12: 公司在全球市场份额保持第一（不含中国，亿元合同） | 9 |
| 图表 13: 2011 年吨熟料合同价大幅反弹 | 9 |
| 图表 14: 2011 年第 1 期 | 10 |
| 图表 15: 2011 年第 2 期 | 11 |
| 图表 16: 2011 年第 3 期 | 12 |

业务架构重新梳理应被充分重视

过去架构之下公司利润漏出严重

- 之前公司的业务架构如下图所示，公司下属天津院、成都院、南京院三个设计院，其中前两个为子公司，南京院为分公司；此外公司下属还有苏州中材、邯郸中材、中材建设、天津天安、唐山重机等若干工程公司。各设计院和工程公司一般都有自己下属的设备厂。

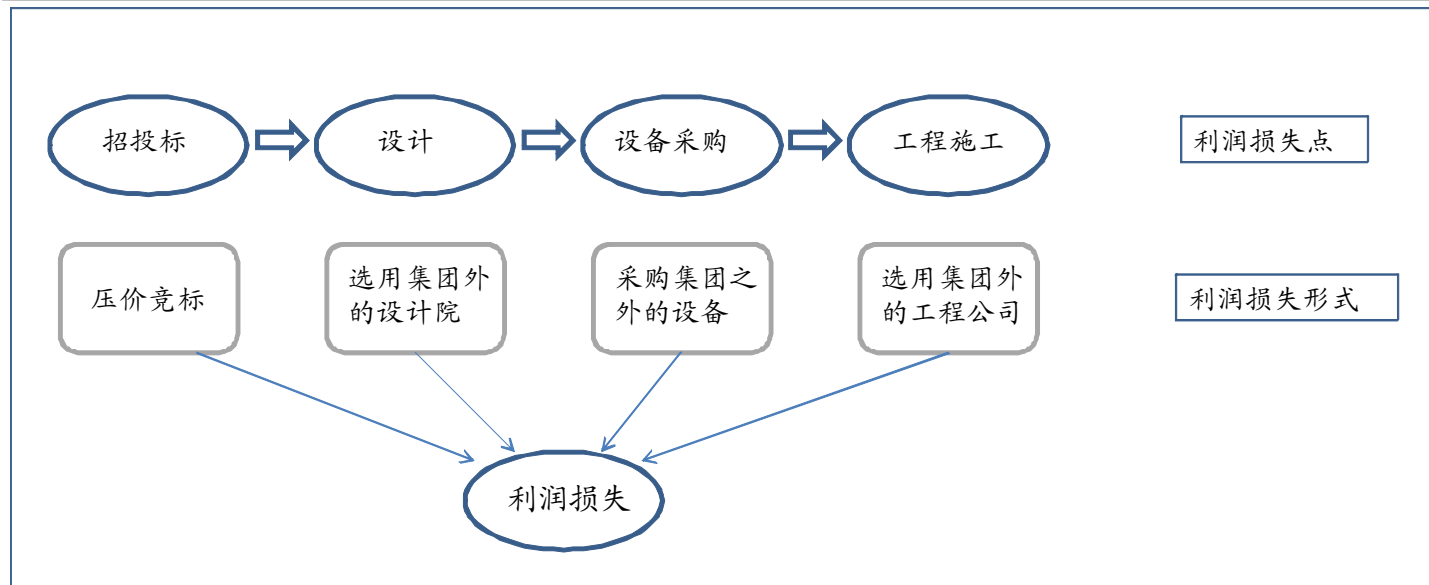
图表1：之前公司下属二级、三级业务部门竞争严重



来源：公司资料 国金证券研究所

- 上述业务架构安排带来了二级、三级业务部门之间无效的竞争，给公司造成了业务流程中的多个利润损失点。

图表2：原有业务架构之下公司利润漏出严重

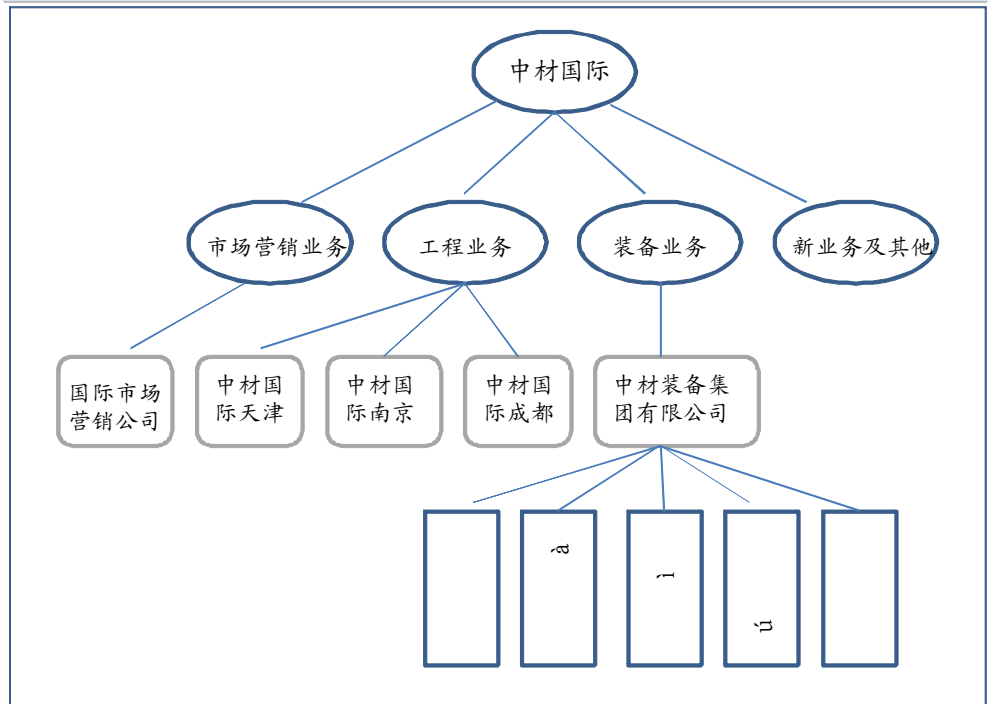


来源：公司资料 国金证券研究所

公司今年主要精力在于业务架构的重新梳理

- 今年以来，公司主要精力在于业务架构的重新梳理：
 - 市场营销方面：成立国际市场营销中心，负责整个中材国际海外市场统一经营管理，统一以“中材国际”品牌面向海外市场。
 - 工程业务方面：将天津院与中材建设合并，南京院与苏州中材、邯郸中材合并，成都院与天津天安合并，成立三个业务平台；将中材国际的设计与工程优势充分结合。
 - 装备业务方面：以中材装备集团为平台，负责中材国际装备业务的经营管理和业务发展，下辖 20 家制造单位。
 - 新业务方面：包括环境工程公司、光伏工程公司、中材研究院等。

图表3: 公司目标业务架构



来源：公司资料 国金证券研究所

目标架构将有效提升公司盈利能力

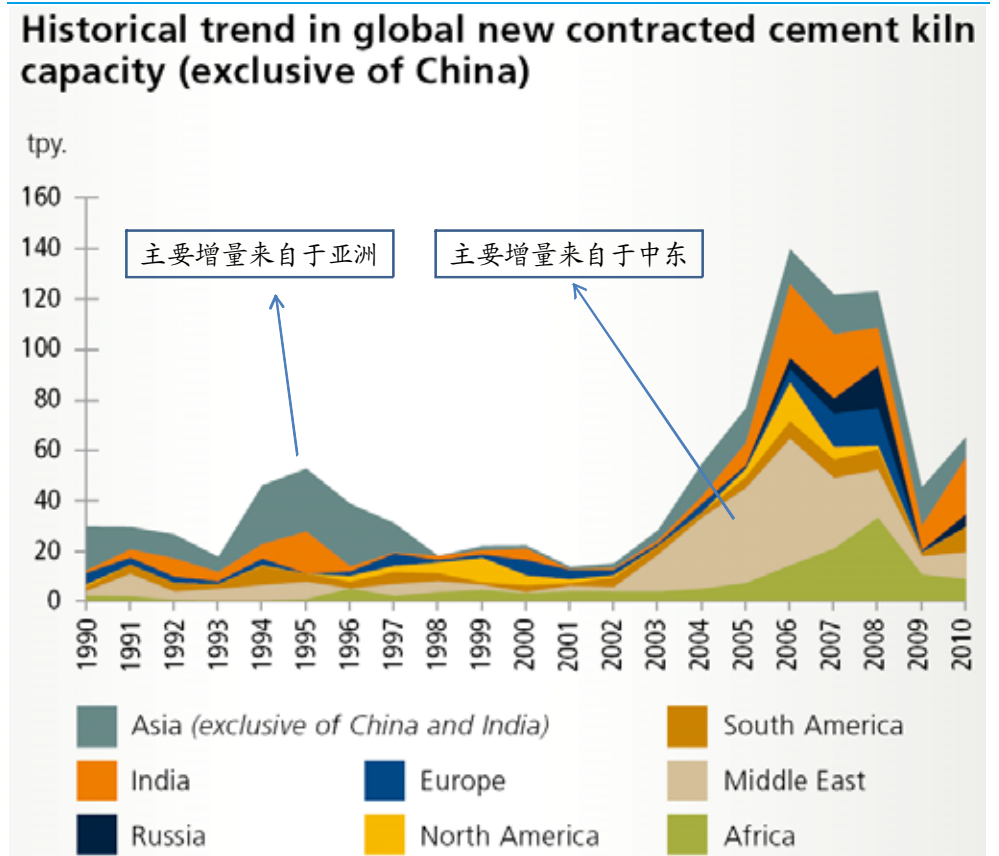
- 由上可知，业务架构的重新梳理可将二级、三级子公司的利益捋顺，使之与母公司保持一致，随之在多个环节阻止无效竞争和利润损失，实现项目盈利的最大化。
 - 具体的表现形式，包括投标价格的上升（吨熟料合同价）、设备国产化与自给率的提高等，最终将体现在超预期的毛利率与净利率上。

新一轮的水泥行业投资箭在弦上

历史分析--国际水泥签约量周期底部已过

- 从一个较长的角度来看，世界水泥生产线（除中国外）建设数量有两次波峰，一次是 97 年金融危机前，期间亚洲地区表现很好，出口导向型经济增长模式带动投资快速上升；另一次是 03 年到 08 年，主要是石油价格大涨带来的中东地区的水泥投资暴增。

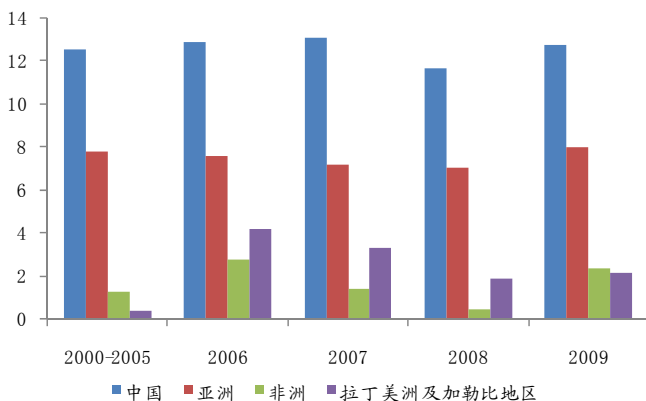
图表4: 全球新签水泥生产线建设合同 (除中国外, 百万吨)



来源: FLSmidth 年报 国金证券研究所

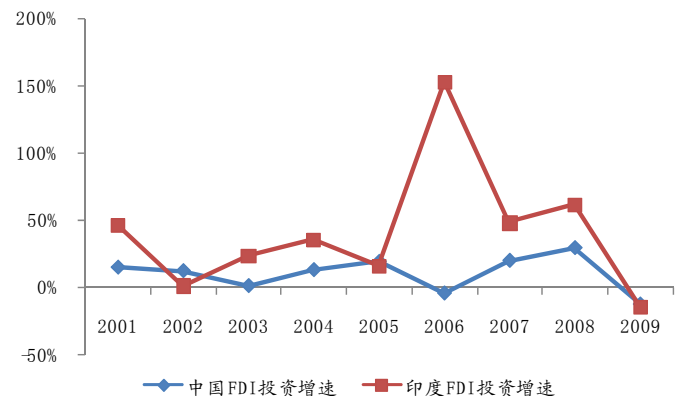
- 从目前的形势来看, 原油价格仍在高位, 这使得中东、非洲、东欧、中美洲等国家的资金实力、投资需求都处于高位; 亚非拉的人力成本、投资成本优势带来了产业转移、投资大增、水泥需求快速增长的必要条件; 尤其是在经历了 08 年水泥投资高峰以来的三年中, 水泥产能得到了很好的消化, 我们预计全球水泥需求、从而全球水泥生产线投资需求已经进入到了一个新的上升周期。

图表5: 中国人均工资增速快于其他发展中国家 (%)



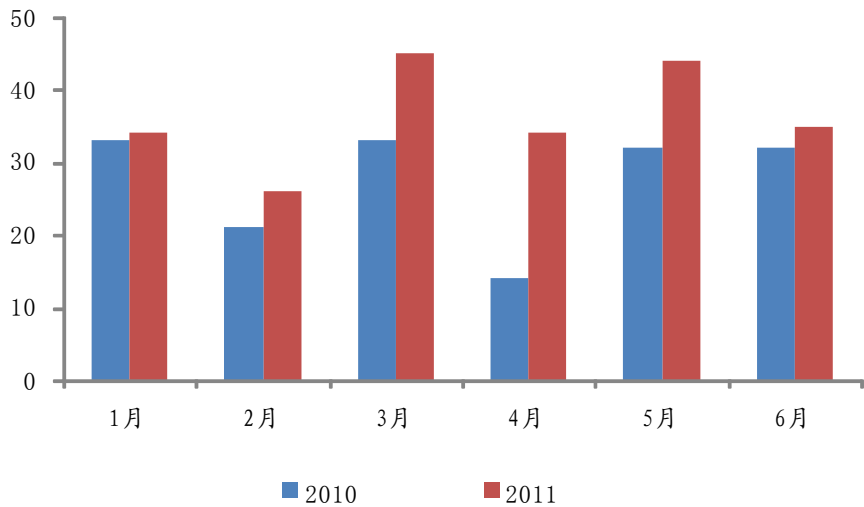
来源: 彭博 国金证券研究所

图表6: 印度 FDI inflows 增速快于我国



- 我们对 cemweek 上公告的国际水泥生产线建设情况进行了统计, 如下图所示, 今年上半年市场显著比去年同期活跃。同时, 俄罗斯、美国、东南亚、东欧、中东等地区均出现很积极的信号, 新线建设层出不穷。

图表7: 今年国际市场水泥生产线建设显著较去年活跃(条生产线)



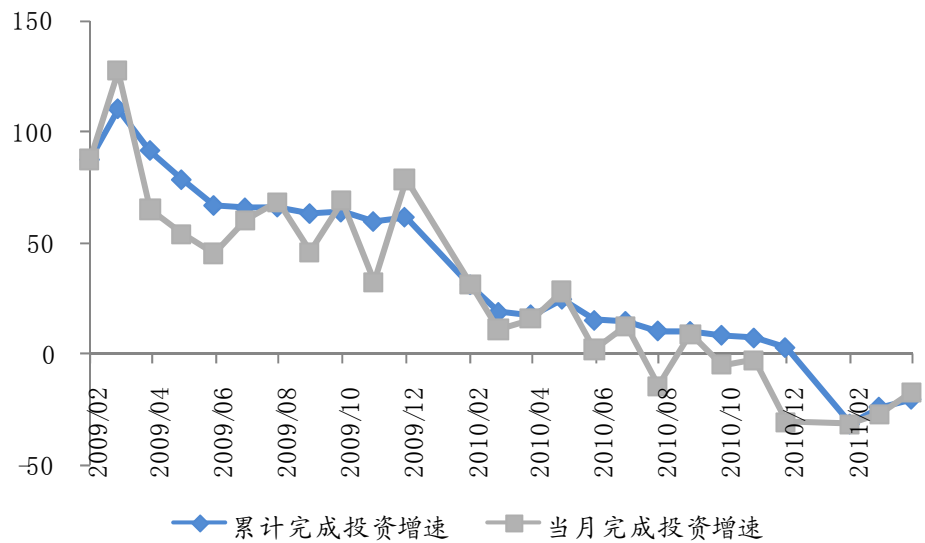
来源: cemweek 国金证券研究所

注: 统计口径为 cemweek 上披露的建成投产、建设之中、有建设意向的情况, 三者加总进行比较。

国内市场—2012年放开新线审批是大概率事件

- 自 09 年 9 月 30 日国务院发布了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》后, 水泥固定资产投资增速开始逐步下滑。目前, 水泥投资累计增速以及当月增速都下滑为负数。

图表8: 水泥固定资产投资下滑迅速



来源: 国金证券研究所

- 限制新建产能之后, 供给面的一系列变化使得水泥价格直冲历史高位, 并且居高不下。随着产能的进一步消化, 水泥市场供不应求只是时间问题, 未来有条件放开水泥生产线建设是必然趋势, 而在 2012 年放开是大概率事件。

图表9: 全国水泥价格居高不下



来源: 数字水泥网 国金证券研究所

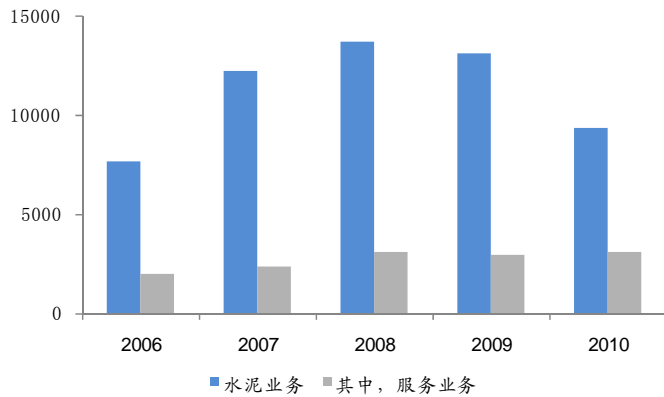
- 事实上由于国内特殊的历史国情, 中材国际并未享受到水泥投资的高度景气; 在产能受限的 2010、2011 年, 公司反而受益于大型水泥企业投资加快而带来的大量合同; 如果在 2012 年放开新线审批, 对公司更是构成实质利好。

公司盈利能力仍能大幅提升—与 FLSmidth 的简单对比

服务业务带动公司盈利能力上升

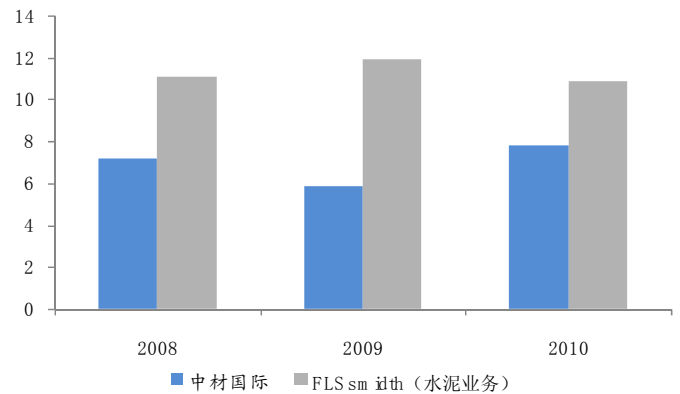
- 中材国际的业务收入主要为 EPC 工程, 服务业务占比很小, 而在 FLSmidth 的水泥业务中, 服务业务占到收入比例的 20%左右, 2010 年更是达到 33%。随着中材国际后端备品备件、监理等服务业务占比逐渐增大, 公司 EBIT Ratio 仍有较大的上升空间。

图表10: FLSmidth 服务业务收入较高 (百万 DKK)



来源: 公司公告 国金证券研究所

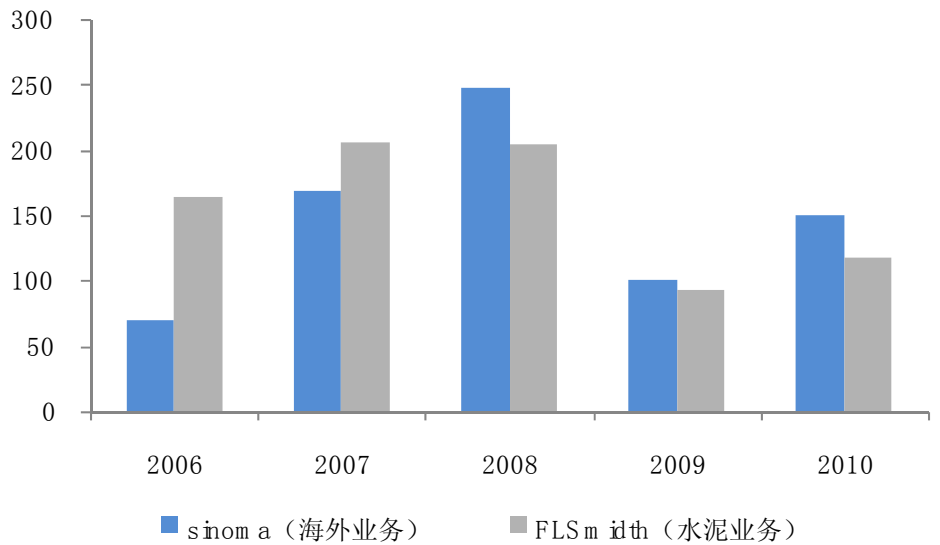
图表11: 公司 EBIT Ratio 还有较大提升空间 (%)



市场份额领先加强议价能力

- 自 2008 年起, 公司市场份额超过 FLSmidth, 跃居世界第一, 并在近三年中始终保持领先。截至 2010 年底, 公司国际市场份额为 37%。

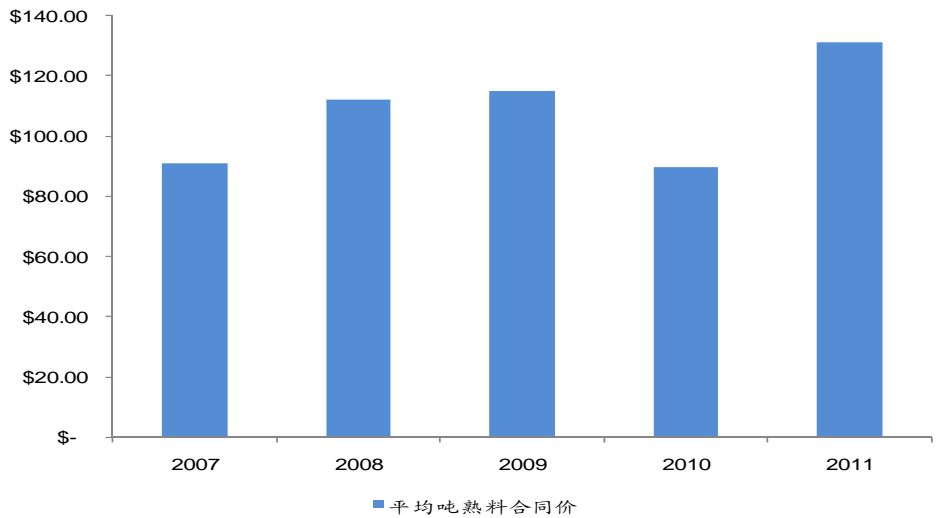
图表12: 公司在全球市场份额保持第一 (不含中国, 亿元合同)



来源: 公司资料 国金证券研究所

- 近年来随着工程被业主认可度越来越高, 公司吨熟料合同价格也在逐步上涨。

图表13: 2011年吨熟料合同价大幅反弹



来源: 公司公告 国金证券研究所

注: 根据公司公告的不完全订单计算而来。

投资建议

内外双轮驱动, 公司仍在快车道上

- 综上, 较之之前的投资逻辑, 我们强调关注基本面的两个积极的变化: 业务架构的重新梳理、以及新一轮水泥行业投资快速增长。前者必将带来公司毛利率、净利率的改善; 同时后者将带来公司订单、收入规模的继续增长; 我们判断公司并未达到收入、利润的天花板。公司传统业务仍然在快车道上。
- 内外双轮驱动, 使得未来公司订单、收入、盈利状况有望持续超出市场预期, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.01、2.68、3.34 元, 维持对公司的“买入”评级。

附件: CEMWEEK MAGAZINE 近期公布的国际重点水泥生产线建设合同

图表14: 2011 年第 1 期

New Plants and Expansions: Americas

| COMPANY | LOCATION | CAPACITY |
|-------------------------|------------------------------------|---|
| Ancap | Uruguay | 1.0 million tons/yr |
| Cementos de Venezuela | Venezuela | 1.0 million tons/yr |
| Cementos Selva | La Rioja, Peru | 223,000 tons/yr |
| Cimentos Liz | Belo Horizonte, Brazil (Expansion) | 1.6 million tons /yr |
| INC | Vallemi, Paraguay | 3,500 tons/day |
| Loma Negra | L'Amal, Argentina | 1.0 million tons/yr |
| Unnamed Chinese company | Cochabamba, Bolivia | *Est 1 million tons / yr (US\$180 million investment)* |

Eastern Europe: New Plant Construction & Expansion Announcements

| COMPANY | LOCATION | CAPACITY | START DATE |
|------------------|---------------------|---------------------------------|-------------|
| CTIE | Amur, Russia | 20,000 tons/day | 2013 |
| Eurocement | Podgorensky, Russia | 2 million tons/yr | Est 2013/14 |
| HeidelbergCement | Cesla, Russia | 1.2 million tons/yr (expansion) | Est 2013 |
| Inteco | Ornsk, Russia | 9,300 tons/day | 2013/14 |
| Mechel | Chelyabinsk, Russia | 1.6 million ton/yr | 2012 |
| Vicat | Vnnitsa, Ukraine | 1.3 million tons/yr | 2014 |

Middle East & North Africa: New Plant Built and Expansion

| COMPANY | LOCATION | CAPACITY |
|---------------------------------|---|---------------------------------------|
| ASEC | General expansion in different facilities | 12.6 million tons/yr |
| Suez Cement | Egypt | 2.0 million ton /yr |
| Consultative Group of Companies | Djibouti, Egypt | N/A (US\$300 million) |
| Iran's Khoy cement | Western Azerbaijan | 1.2 million tons/yr (est); US \$300mm |
| Turkish firm | Sinjar Cement plant | 1.8 million tons /yr |
| Lafarge | Western region of Saudi Arabia | 1.4 million tons/yr |
| MEES Group | Tunisia | 1.0 million tons/yr |
| Unannounced | Al Jufrah, Libya | 1.0 million tons/yr |

来源: cemweek 国金证券研究所

图表15: 2011年第2期

| COMPANY (LOCATION) | PLANT |
|---|---|
| NOVA CIMANGOLA (ANGOLA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New facility with 2 million ton capacity at Cacucaco ▪ Estimated investment: \$255 million with expected completion 2013 |
| WOPFINGER (AUSTRIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Filtration system ▪ Estimated investment: \$5 million with expected completion June 2011 |
| GHANA CEMENT (GHANA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Expansion of capacity at Tema unit from 1.2 to 2.2 million tons ▪ Estimated investment: \$26 million |
| LIMAK HOLDING (IRAQ) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New 1.5 million capacity plant to be built in Arbil in northern Iraq. Would be largest in Iraq. |
| ARABIAN CEMENT (JORDAN) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New Qatraneh facility with 1.5 million capacity ▪ Estimated investment: \$74 million with expected completion first quarter 2011 |
| AKEMENES CEMENT (LITHUANIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New production line built by Panevezys ▪ Estimated investment: \$150 million with expected completion in 22 months |
| BOANE PLANT (MOZAMBIQUE) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New cement plant in the Maputo province; 550,000 ton capacity ▪ Estimated investment: \$100 million with expected completion in 2012 |
| BRITISH GENERAL CONSOLIDATED MINERALS (MOZAMBIQUE) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New cement clinker factory at Port Bevia; capacity 110 tons/hr ▪ Estimated investment: \$24 million |
| MAGUDE PLANT (MOZAMBIQUE) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New cement plant in the Maputo province; 500,000 ton capacity ▪ Estimated investment: \$78 million with expected completion in 2012 |
| MAPUTO PLANT (MOZAMBIQUE) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New cement plant in the Maputo province; 800,000 ton capacity ▪ Estimated investment: \$72 million with expected completion in 2012 |
| PRETORIA PORTLAND CEMENT (MOZAMBIQUE) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New 600,000 ton production unit in the southern province ▪ Estimated investment: \$200 million |
| DANGOTE (NIGERIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Construction preparation of new cement factory in Douala; 1.0 million capacity ▪ Estimated investment: TBA with expected completion in TBA |
| DANGOTE (NIGERIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ New cement factory at Ibese with 6 million ton capacity built by Sinoma International ▪ Estimated investment: \$680 million with expected completion in summer 2011 |
| OMAN CEMENT (OMAN) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Modernizing existing facilities using two Chinese firms: SPEC and CNBM ▪ Estimated investment: \$37.57 million with expected completion in Jan/Feb 2012 |
| DYCKERHOFF (RUSSIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Plans for the Akbulak plant previously shelved in 2009 back on; 2 million ton capacity ▪ Estimated investment: €450 million with expected completion in 2014 |
| IMPULSE (RUSSIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 2 mm ton cement plant in the St. Petersburg area; construction to start first quarter of 2012 ▪ Estimated investment: RUB 1 billion |
| CIMENTS DU SAHEL (SENEGAL) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Polysius finishing 3,600 tpd cement clinker production line |
| HOLCIM (SLOVAKIA) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Installation of environmental controls at its Rohoznik unit, which will allow the company to save between 40 and 60% in energy costs ▪ Estimated investment: €11 million |

来源: cemweek 国金证券研究所

图表16: 2011年第3期

| COMPANY (LOCATION) | PLANT | COST |
|--|---|---|
| MEZHTOPENERGOBANK (RUSSIA) | Voronezh region | New plant with annual capacity of 1 million tons; to finish in 4 years. Cost: RUB 12 billion |
| VNESHECONOMBANK (RUSSIA) | Kaluga Cement Plant/ Kaluga region | HSBC to finance EUR 160 million contract with FLSmidth to build a new 3.5 million cement plant. Cost: EUR 651.6 million |
| UGLEGORSK CEMENT (RUSSIA) | Rostov region | New plant will increase production five-fold to 1 million tons. |
| NOVOROSCEMENT (RUSSIA) | Proletariy plant | Upgrade existing production line from present capacity of 1,740 t/d to 6,000 t/d. FLSmidth to supply equipment and supervise. Cost: EUR 55 million |
| VERKHNEBAKANSKY (RUSSIA) | Novorossiysk | A new cement production line to be completed in first quarter 2011, raising capacity to 2.3 million tons, is underway. Construction to commence in second quarter on a new captive 44 MW power plant. Cost: RUB 1 billion for power plant |
| LAFARGE (RUSSIA) | Rostov-on-Don region | A new 2 million ton plant will be completed in two phases, finishing in 2015. Cost EUR 250 million. |
| SOUTH KOREA NATURAL CEMENT CORPORATION (RUSSIA) | Ugranskom area | Agreement signed to build a one million ton unit, which will include a power plant. |
| ULYANOVSKSHIFER (RUSSIA) | Ulyvanovsk region | New 1.2 million ton plant to include a 26W power plant. Cost RUB 13.7 billion |
| UKRCEMENT (UKRAINE) | Kharkiv region | New white cement plant with a 340,000-ton capacity; completed by 2015 |
| VOLYN CEMENT (UKRAINE) | | Installation of a separator for the plant's two cement mills; construction started in Spring 2011 and expected to finish in April 2012. Cost: EUR 3 million |
| YUG CEMENT (UKRAINE) | | Renovation of an electrostatic furnace at the plant will be completed later this year. Cost: EUR 2 million |
| LIDE TA TE LUXIN (KAZAKHSTAN) | Kazakhstan | The Russian Federation and China Building Materials Engineering Group signed a contract for the construction of a new 5,000-tpd cement production line. |
| TAJIKISTAN | Village of "Kharangon", Varzob district | A new 72,000-ton mini-plant that uses coal went online at the end of May. |
| KERCIM CEMENTS (FRANCE) | Montoir-de-Bretagne (Loire-Atlantique) | New clinker grinding unit will have a 600,000-ton capacity; to be completed in 3 years. Cost: EUR 50 million |
| LAFARGE-STRABAG (HUNGARY) | Királyegyháza in SW Hungary | The 750,000-ton plant comes online in June, and is a JV between Lafarge and Strabag. Cost: EUR 270 million |
| CEMENTOS BLANCOS DE ARAGON (CBA) (SPAIN) | Azuara | New plant to be built in two phases with the expectation the facility will be fully operational by 2013. Cost: EUR 170 million |
| JOINT VENTURE (IRAQ) | Diwaniya province | Iraqi government has approved an investment license for the establishment of a cement unit in partnership with an Italian company. Investment of US \$692 million. |
| LAFARGE (MOROCCO) | Bouskoura Plant | New white cement plant with 136,000-ton capacity scheduled to come online at the end of May 2011. Production will start with 20,000 tons. Cost: DH 52 million |
| KASSALA PLANT (SUDAN) | Maman Bhmhkurib region | Government approved the construction of what will be the largest cement factory in the region. Cost: US \$200 million |
| SINO-ZIMBABWE (ZIMBABWE) | Nyanda region | A Chinese firm has signed a deal with the government for a multi-million-dollar cement-producing plant. Subject to government's ability to supply water to the plant. |
| DANGOTE (ZAMBIA) | Masaiti District | New 1.5 million ton facility, which is expected to be constructed within three years. Cost: US \$400 million |
| NOUVELLE CIMENTERIE NIGER-DIAMOND (NIGER) | | Government gives approval for new 540,000 ton facility. Cost: CFA franc 39 billion |
| EDO CEMENT PLANT BUA GROUP (NIGERIA) | Okpella, Edo region | Construction started on new plant with an installed capacity of 2.5 million tons; projected finish date: August 2013. Cost: US \$500 million |

来源: cemweek 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 | 14,092 | 18,005 | 23,933 | 29,104 | 35,060 | 40,445 | 货币资金 | 10,554 | 7,481 | 8,355 | 13,291 | 16,475 | 17,378 |
| 增长率 | | 27.8% | 32.9% | 21.6% | 20.5% | 15.4% | 应收款项 | 1,636 | 1,706 | 2,022 | 2,849 | 3,432 | 3,853 |
| 主营业务成本 | -12,227 | -15,732 | -20,589 | -25,071 | -30,006 | -34,286 | 存货 | 2,084 | 2,476 | 2,325 | 3,778 | 4,933 | 6,575 |
| %销售收入 | 86.8% | 87.4% | 86.0% | 86.1% | 85.6% | 84.8% | 其他流动资产 | 3,141 | 3,345 | 2,962 | 5,301 | 6,638 | 7,922 |
| 毛利 | 1,865 | 2,273 | 3,344 | 4,033 | 5,054 | 6,159 | 流动资产 | 17,415 | 15,007 | 15,664 | 25,219 | 31,477 | 35,729 |
| %销售收入 | 13.2% | 12.6% | 14.0% | 13.9% | 14.4% | 15.2% | %总资产 | 91.9% | 88.7% | 88.0% | 91.6% | 92.6% | 92.4% |
| 营业税金及附加 | -109 | -121 | -180 | -204 | -245 | -283 | 长期投资 | 92 | 101 | 117 | 118 | 117 | 117 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 1,019 | 1,324 | 1,514 | 1,855 | 2,119 | 2,576 |
| 营业费用 | -129 | -118 | -137 | -175 | -210 | -243 | %总资产 | 5.4% | 7.8% | 8.5% | 6.7% | 6.2% | 6.7% |
| %销售收入 | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 无形资产 | 356 | 405 | 394 | 322 | 273 | 244 |
| 管理费用 | -614 | -981 | -1,161 | -1,368 | -1,613 | -1,820 | 非流动资产 | 1,535 | 1,911 | 2,132 | 2,298 | 2,511 | 2,939 |
| %销售收入 | 4.4% | 5.4% | 4.9% | 4.7% | 4.6% | 4.5% | %总资产 | 8.1% | 11.3% | 12.0% | 8.4% | 7.4% | 7.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,013 | 1,053 | 1,866 | 2,287 | 2,985 | 3,813 | 资产总计 | 18,950 | 16,919 | 17,796 | 27,517 | 33,989 | 38,668 |
| %销售收入 | 7.2% | 5.8% | 7.8% | 7.9% | 8.5% | 9.4% | 短期借款 | 2,840 | 99 | 198 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -134 | 117 | -23 | -29 | -14 | -13 | 应付款项 | 13,859 | 13,771 | 13,032 | 21,799 | 26,018 | 27,693 |
| %销售收入 | 1.0% | -0.6% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 其他流动负债 | 374 | 495 | 763 | 369 | 419 | 461 |
| 资产减值损失 | -112 | -89 | -174 | -73 | -15 | -9 | 流动负债 | 17,073 | 14,365 | 13,993 | 22,168 | 26,437 | 28,155 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 17 | 22 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 65 | 145 | 145 | 145 | 146 |
| 投资收益 | 6 | -60 | 67 | 40 | 59 | 77 | 其他长期负债 | 282 | 307 | 177 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.9% | n.a | 3.7% | 1.7% | 1.9% | 2.0% | 负债 | 17,355 | 14,737 | 14,315 | 22,313 | 26,582 | 28,301 |
| 营业利润 | 776 | 1,038 | 1,757 | 2,224 | 3,015 | 3,868 | 普通股股东权益 | 1,050 | 2,084 | 3,324 | 5,024 | 7,199 | 10,124 |
| 营业利润率 | 5.5% | 5.8% | 7.3% | 7.6% | 8.6% | 9.6% | 少数股东权益 | 545 | 97 | 158 | 179 | 207 | 243 |
| 营业外收支 | -132 | 38 | 47 | 57 | 68 | 79 | 负债股东权益合计 | 18,950 | 16,919 | 17,796 | 27,517 | 33,989 | 38,668 |
| 税前利润 | 644 | 1,076 | 1,803 | 2,281 | 3,083 | 3,947 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 4.6% | 6.0% | 7.5% | 7.8% | 8.8% | 9.8% | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 所得税 | -140 | -254 | -349 | -433 | -617 | -868 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 21.8% | 23.6% | 19.4% | 19.0% | 20.0% | 22.0% | 每股收益 | 1.855 | 1.764 | 1.878 | 2.005 | 2.676 | 3.340 |
| 净利润 | 504 | 822 | 1,454 | 1,848 | 2,467 | 3,079 | 每股净资产 | 6.250 | 4.942 | 4.378 | 5.515 | 7.902 | 11.112 |
| 少数股东损益 | 192 | 78 | 28 | 21 | 28 | 35 | 每股经营现金净流 | 25.396 | 1.941 | 1.976 | 6.435 | 4.357 | 1.993 |
| 归属于母公司的净利润 | 312 | 744 | 1,426 | 1,826 | 2,438 | 3,043 | 每股股利 | 0.400 | 1.050 | 0.216 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 2.2% | 4.1% | 6.0% | 6.3% | 7.0% | 7.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 29.69% | 35.69% | 42.89% | 36.35% | 33.87% | 30.06% |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 总资产收益率 | 1.64% | 4.40% | 8.01% | 6.64% | 7.17% | 7.87% |
| 净利润 | 504 | 822 | 1,454 | 1,848 | 2,467 | 3,079 | 投入资本收益率 | 17.86% | 33.99% | 39.11% | 34.63% | 31.62% | 28.29% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 332 | 359 | 411 | 427 | 430 | 512 | 主营业务收入增长率 | 13.92% | 27.76% | 32.92% | 21.61% | 20.47% | 15.36% |
| 非经营收益 | -22 | 76 | -109 | 21 | -107 | -136 | EBIT增长率 | 72.43% | 3.90% | 77.18% | 22.57% | 30.54% | 27.74% |
| 营运资金变动 | 3,446 | -454 | -256 | 3,567 | 1,179 | -1,639 | 净利润增长率 | 22.57% | 138.67% | 91.62% | 28.12% | 33.50% | 24.82% |
| 经营活动现金净流 | 4,260 | 803 | 1,500 | 5,863 | 3,969 | 1,815 | 总资产增长率 | 93.65% | -10.72% | 5.18% | 54.63% | 23.52% | 13.77% |
| 资本开支 | -297 | -449 | -346 | -569 | -561 | -851 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -58 | -81 | -1 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 22.0 | 22.8 | 18.3 | 23.0 | 23.0 | 22.0 |
| 其他 | 22 | 10 | 4 | 40 | 59 | 77 | 存货周转天数 | 58.9 | 52.9 | 42.6 | 55.0 | 60.0 | 70.0 |
| 投资活动现金净流 | -333 | -520 | -342 | -530 | -502 | -774 | 应付账款周转天数 | 68.8 | 67.4 | 65.1 | 68.0 | 66.0 | 64.0 |
| 股权募资 | 29 | 0 | 42 | 0 | -145 | 0 | 固定资产周转天数 | 24.9 | 25.0 | 22.4 | 22.3 | 21.0 | 22.0 |
| 债权募资 | 2,653 | -2,676 | 172 | -353 | 0 | 1 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -2,842 | 2,115 | -311 | -44 | -139 | -139 | 净负债/股东权益 | -484.10% | -336.05% | -231.14% | -253.31% | -220.94% | -166.56% |
| 筹资活动现金净流 | -160 | -561 | -97 | -397 | -283 | -138 | EBIT利息保障倍数 | 7.5 | -9.0 | 79.5 | 79.9 | 214.2 | 289.8 |
| 现金净流量 | 3,767 | -277 | 1,061 | 4,936 | 3,184 | 904 | 资产负债率 | 91.58% | 87.11% | 80.44% | 81.09% | 78.21% | 73.19% |

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 | 1 | 3 | 4 | 6 | 16 |
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 3 | 8 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.11 | 1.22 | 1.29 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2010-08-30 | 买入 | 26.97 | 40.00 ~ 40.00 |
| 2 2010-10-19 | 买入 | 30.25 | N/A |
| 3 2010-10-29 | 买入 | 29.23 | N/A |
| 4 2010-11-30 | 买入 | 28.42 | N/A |
| 5 2010-12-30 | 买入 | 32.31 | 49.00 ~ 50.00 |
| 6 2011-01-25 | 买入 | 31.55 | N/A |
| 7 2011-02-23 | 买入 | 38.13 | N/A |
| 8 2011-04-14 | 买入 | 37.27 | N/A |

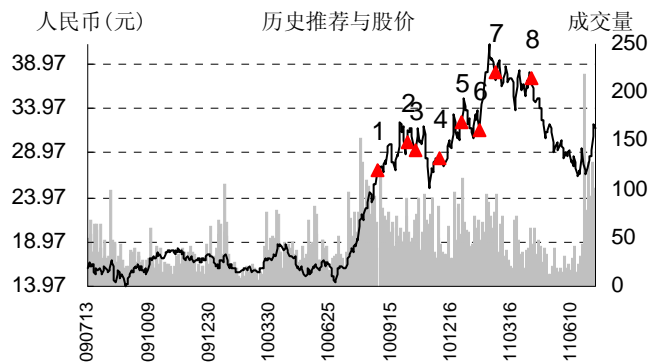
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室