

金洲管道 (002443.SZ) 综合类行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

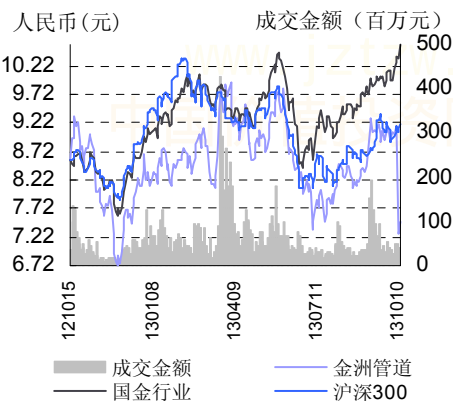
市价 (人民币): 7.50 元

行业拐点渐行渐近, 业绩进入上升周期

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)	181.00
总市值(百万元)	32.53
年内股价最高最低(元)	9.95/6.72
沪深 300 指数	2468.51
中小板指数	6276.56



公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.343	0.304	0.433	0.536
每股净资产(元)	7.30	4.55	5.32	5.73	6.28
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.03	0.59	0.38	0.43
市盈率(倍)	25.02	24.31	24.67	17.33	14.00
行业优化市盈率(倍)	16.59	18.77	22.72	22.72	22.72
净利润增长率(%)	-15.11%	63.40%	30.15%	42.35%	23.74%
净资产收益率(%)	4.90%	7.55%	6.86%	9.06%	10.24%
总股本(百万股)	173.55	295.04	433.78	433.78	433.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高端油气管网投资在未来三年内有望加速, 新粤浙线招标在即:** 天然气大发展, 管网需先行。从目前情况来看我国天然气管网建设速度已经略低于预期 (12 年底油气管网共 9.7 万公里, 15 年底目标为 15 万公里)。从保证天然气供需目标的政治任务角度以及中石油中石化市场竞争等因素, 我们认为未来 2-3 年长输管线的建设有望加速。短期来看, 新粤浙管线也有望在 14 年初开始招标, 并且由于中石化体系内部配套的钢管企业较少, 因此一条新粤浙管线对于民营钢管企业来说相当于 3-4 条西气东输管线。
- **产能扩张紧扣行业趋势, 进入业绩上升周期:** 公司目前有两个在建项目, 分别为年产 20 万吨的高等级油气管道项目以及年产 10 万吨的钢塑管项目。其中, 油气管道项目将紧跟新粤浙等长输管网的建设规划, 预计将在 14 年初投产。而 10 万吨的钢塑管项目预计将在 14 年中投产, 届时将有效缓解目前钢塑管供不应求的局面。
- **公司还有多种产品具备爆发潜力:** 公司是首批特高压建设用钢管的三家企业之一, 也是首批煤浆输送管供应商之一, 还具备海底油气管道等的建设能力, 因此有望广泛受益于特高压建设加速、海底油气开发加速等因素。

估值与投资建议

- 根据模型计算结果, 我们预测金洲管道 2013-2105 年 EPS 分别为 0.304 元、0.433 元和 0.536 元人民币, 同比分别增长 30.2%、42.3%和 23.7%。
- 我们参考国内钢管企业的平均估值水平, 并考虑 A 股油气产业链的整体估值情况, 给予公司 20X2014 年 PE, 对应的目标价为 8.6 元人民币, 给予“增持”评级。

风险

- 油气管网建设速度低于预期、特高压管网建设速度低于预期。

股票分析部

中小市值研究&海外研究

林录

联系人
(8621)60893125
linlu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介	3
高端油气管网即将迎来一个 3-5 年快速发展期	3
天然气大发展，管网需先行	3
钢管产业整体产能过剩，但高端油气管供需处在紧平衡状态	5
特高压电网建设也有望加速	7
产能建设紧跟行业需求拐点，业绩将进入上升周期	8
盈利预测、估值和投资建议	8
盈利预测假设和结果	8
估值与投资建议	10
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1：公司产品及产能情况	3
图表 2：公司营收情况	3
图表 3：公司各产品毛利率情况	3
图表 4：中国天然气历年消费量统计及预测（单位：亿立方米）	4
图表 5：西气东输、海气登陆、就近外供的格局	5
图表 6：中国天然气一级管网和 LNG 终端分布	5
图表 7：2015 年管网布局图	5
图表 8：中国天然气管网规划情况	5
图表 9：恒定输量下钢管强度对钢管尺寸和质量的影响	6
图表 10：近期特高压项目一览	7
图表 11：公司两大增发募投项目	8
图表 12：盈利预测假设	9
图表 13：国内钢管企业估值水平	10

公司简介

- 金洲管道是我国民营钢管行业中的龙头，目前拥有从长输管网到支线以及城市燃气管网等全产业链的油气管网提供能力，除此之外公司还具有用于市政建设的镀锌钢管、钢塑管等产品。

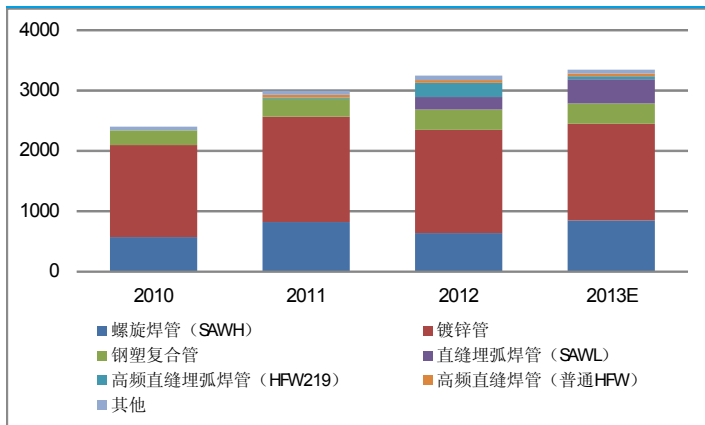
图表1：公司产品及产能情况

主要产品	产能（万吨）	功能与用途	口径	最大钢级	最大壁厚	备注
原有产能	镀锌钢管	35	建筑工程、消防工程、采暖工程、给排水工程、工业管道、电力线路、公路护栏、机械结构及	219mm以下		
			各种耐腐蚀的管件配件、低压燃气输送			
原有产能	钢塑复合管	6	低压流体输送、饮用水输送	15~250mm		
原有产能	螺旋管	20	石油天然气输送管道工程、热力电力管网工程、城市供水工程	219~2240mm	X70	不适用于西气东输三线、四线干线的要求，他们要求钢级在X80以上。
中海金洲	ERW		主要用于输送石油天然气、油井套管	219~630mm	X80	20mm
IPO募投	ERW	8	主要用于各种民用管，如消防管、水管等	89~219mm	X70	一般小于10mm
沙钢收购	LSAW	12	长距离油气输送管	406~1626mm	X80	
定增拟投建	螺旋管	20	长距离油气输送管	508~1026mm	X100	6.0~25.4mm
定增拟投建	钢塑管	10	油气（包括页岩气）等油气田（站）的油气技术、给排水管、消防用管等。	15~450mm		其中预精焊螺旋钢管5万吨；外防腐预精焊管11万吨；内外防腐预精焊管4万吨。建设期15个月。
						其中消防专用钢塑复合管4万吨，油气田及矿井用钢塑复合管4万吨，给排水用钢塑复合管2万吨。建设期18个月。

来源：国金证券研究所

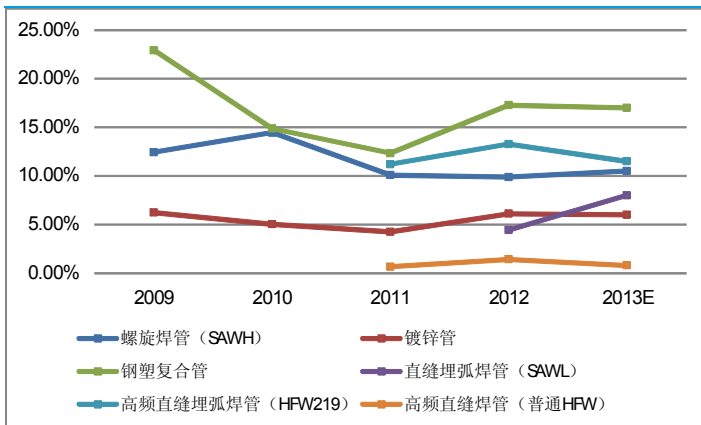
- 公司近年来产品总类不断完善，营收保持稳步增长，毛利率基本稳定。

图表2：公司营收情况



来源：国金证券研究所

图表3：公司各产品毛利率情况



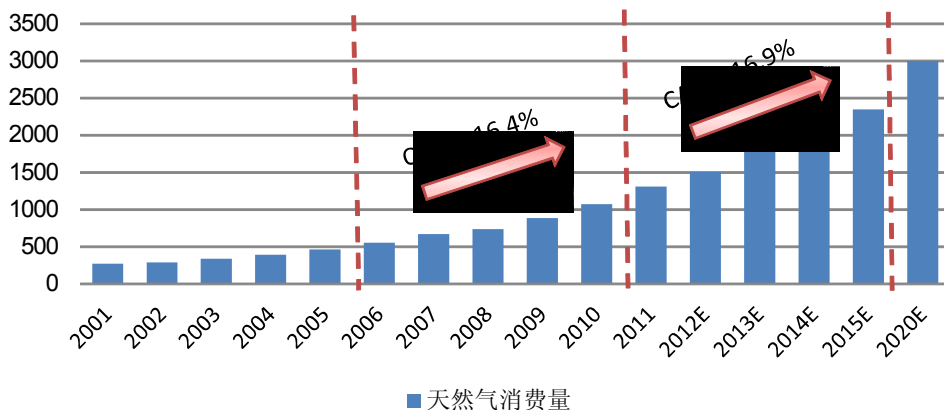
高端油气管网即将迎来一个 3-5 年快速发展期

天然气大发展，管网需先行

- 天然气对于我国来说具有能源安全、环保、经济性等特点，因此根据国家能源局规划，“十二五”期间将把天然气在我国能源消费结构中的比重由 4% 提高到 7.5%，根据国家发改委预测，至 2020 年天然气需求将达到约 3000 亿立方米。
- 根据“十二五”规划，2015 年我国天然气供应结构初步定为国产 1700 亿立方米，净进口 900 亿立方米，需求量为 2300 亿立方米，而 2010、2011 年我国天然气表观消费量分别为 1072 亿、1300 亿立方

米，以此推算，未来五年我国天然气表观消费复合增长率为 16.9%，超过“十五”和“十一五”期间的 14.2%和 16.4%。

图表4：中国天然气历年消费量统计及预测（单位：亿立方米）



来源：国金证券研究所

- 我国天然气资源供需分布极度不均衡，因此对长输管网的需求较大。
 - 我国天然气供应主要来自于三个方面：1、国产气：主要集中在中西部等经济欠发达地区，如新疆、山西、四川等。2、进口管道气：目前主要是天然气资源丰富的中亚管线、中缅管线和中俄管线等；3、进口 LNG：主要分布在东部沿海地区，但目前仅建成 5 个。
 - 而天然气作为一种主要的基础能源，在我国经济发达的地区具有很大的需求量，如北京、天津、广东等地。
 - 因此我国制定了“西气东输”、“就近外供”、“海气登陆”等三大天然气供应原则，并规划到“十二五”末全国油气管道长度达到 15 万公里。

图表5：西气东输、海气登陆、就近外供的格局

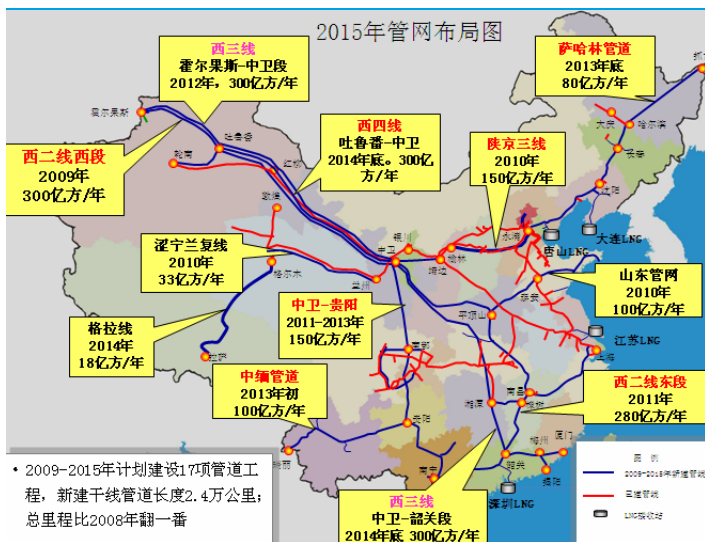


来源：国金证券研究所

图表6：中国天然气一级管网和LNG终端分布



图表7：2015年管网布局图



来源：国金证券研究所 注：中缅通道长度为国内天然气管道全长

图表8：中国天然气管网规划情况

类型	管线名称	起点	终点	长度 (公里)	设计能力 (亿立方米)	建成时间
已建	西气东输一线	轮南	上海	3900	120	2004
	川气东送	普光	上海	1700	120	2010
	忠武线	忠县	武汉	1700	30	2004
	陕京线	靖边	北京	1090	30	1997
	陕京二线	靖边	北京	935.4	120	2005
	涩宁兰线	涩北	西宁、兰州	953	20	2001
	涩宁兰副线	涩北	西宁、兰州	945	33	2009
	中济线	濮阳	济南	261	8	1999
	琼崖131-香港线	南海崖	香港	778	30	1995
	西气东输二线	霍尔果斯	广州、上海	9794	300	2011
规划	陕京三线	榆林	北京	900	150	2010
	西气东输三线	霍尔果斯	韶关	4661	300	2015
	西气东输四线	NA	NA	NA	170	NA
	国内管道气总和				1431	
国外 管道气	中亚通道	哈乌边境	霍尔果斯	1801	300	2011
	中缅通道	实兑港	昆明	1727	120	2013
	中俄通道	西线	大庆	NA	300	2015
		东线		NA	380	2017-2018
国外管道气总和				1100		

■ 虽然从目前情况来看天然气管网建设速度略低于预期，但从政治角度以及中石油中石化市场竞争等因素，我们认为未来 2-3 年长输管线的建设很可能加速。

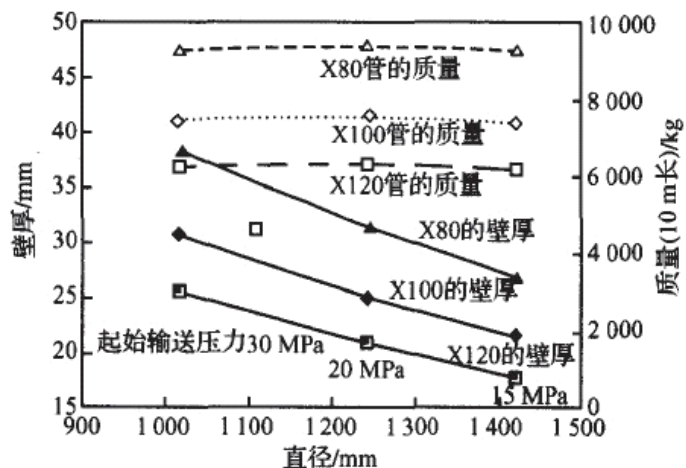
■ 政治：我国在“十二五”规划中提出，到“十二五”末我国油气管道将达到 15 万公里。但截至 2012 年 6 月份，我国油气管道仅为 9.3 万公里，离“十二五”目标仍有 5.7 万公里的距离。并且从目前的长输管线建设速度来看，要保证 2015 年我国天然气供应量 2700 亿方，消费量 2300 亿方的目标也具有一定的难度，因此加快管网建设将是油气巨头们的一项政治任务。

■ 市场竞争：受制于气源不足，中石化目前只占了我国天然气供应的 20% 左右，远低于其竞争对手中石油。因此中石化亟需通过煤制气等其他气源来补充其常规气源的短板。我们预计其 2013 年初获批的新粤浙管线，将在 2014 年上半年开始招标开工建设。而申报的另一条煤制气管线——新鲁管线，我们预计也会尽快获批。

钢管产业整体产能过剩，但高端油气管供需处在紧平衡状态

- 钢管行业的主要企业为中石油体系的宝鸡钢管、渤海装备；中石化体系的沙市钢管；宝钢钢管，以及民营企业的胜利股份、玉龙股份、珠江钢管和金洲管道等少数上市企业。
- 宝鸡钢管：公司钢管综合产能 180 万吨，最大产能 260 万吨。其中螺旋埋弧焊管 158 万吨，直缝埋弧焊管 25 万吨，HFW 直缝焊管 15 万吨。
- 中石化沙市：螺旋缝埋弧钢管产能 21 万吨，最高钢级 X70。直缝埋弧钢管年产能 20 万吨，最高钢级 X70。
- 玉龙股份：螺旋缝埋弧焊钢管产能 40 万吨，直缝埋弧焊钢管产能 25 万吨。直缝高频焊钢管产能 20 万吨。
- 珠江钢管：公司综合产能 241 万吨，销售 50.6 万吨，产能利用率 21%。目前年产能 271 万吨，计划到 2014 年底实现整体产能 300 万吨，即拥有 7 条直缝焊管生产线，2 条螺旋焊管及 1 条高频电阻焊管生产线。
- 胜利管道：SSAW 产能 76 万吨。目前正在计划建设年产量 20 万吨的 LSAW 生产线和年产量 30 万吨的 SSAW 生产线及配套的防腐生产线。
- 油气管产业从总体上来看产能是严重过剩的，但是用于长输管线建设的高等级钢管的产能一直处在紧平衡的状态。
- 从多家上市公司年报来看，油气管行业从总体上来看产能是严重过剩的。如 2012 年公司的产能利用率约在 60% 左右，玉龙股份的油气管业务产能利用率在 50% 左右，而珠江钢管油气管的产能利用率仅在 30% 左右。
- 而在现有的油气管产能中仅有约 10% 是 X80 及以上强度的高端油气管产能。据我们草根调研了解，由于中亚线、西三线等管道的建设，该部分产能目前利用率在 80% 以上。
- 使用高等级钢管最直接的好处就是降低成本，因此我国在西气东输二线等长输管道上都采用的是 X80 以上级别钢管。
- 实验证明，X80、X100 等高强度钢管由于可以显著降低钢管的质量和壁厚，因此可以降低材料、运输和现场焊接的费用。
- 因此从西气东输二线开始，我国在长输管网的干线管道上都采用 X80 以上级别钢管。我们预计到西气东输四线、新粤浙线等建设时，有可能将普遍采用 X100 级别的钢管。

图表9：恒定输量下钢管强度对钢管尺寸和质量的影响



来源：《高等级管线钢的发展现状》、国金证券研究所

- 未来三年，中石化的新粤浙等管线建设将给民营企业带来巨大的增量。
 - 仅从目前规划情况来看，未来三年确定要开工建设的有中石化的新粤浙线、中石油的西气东输三线、四线、中俄东线等长输管网。
 - 根据我们测算，仅中石化的新粤浙线就长达 8280 公里，预计就需要 X80 以上钢管 370 万吨以上。而若算上其他管线，我们保守预计未来三年需建设长输管线 2.5 万公里，预计需要 X80 以上钢管 1125 万吨以上。
 - 尤其值得注意的是，由于中石化体系内配套的钢管企业较少，因此我们预计其 70%以上都将通过招标交付给市场上的其他民营企业完成。
对于民营企业来说，中石化的新粤浙管线所带来的市场空间将很可能是 3-4 倍于西气东输的类似管线。

特高压电网建设也有望加速

- “十二五”期间国家特高压电网投资规模巨大，规划特高压交流规划线路如淮南-上海、锡盟-南京等总里程估计达 10000 公里，约需高等级的直缝焊管（包括高频直缝焊管 HFW 和埋弧直缝焊管 SAWL）245 万吨。
 - 以“皖电东输”1000 千伏特高压交流线路全长 656km、使用直缝焊管 14.46 万吨，折合每公里用管量 220 吨，而“西气东输”主管线每公里用管量也就 400-500 吨左右，国家特高压交流电网建设对高端直缝焊管的需求量巨大。
 - 根据三纵三横一环的特高压交流线建设规划，我们预计总管材消耗量 243.3 万吨。

图表10：近期特高压项目一览

项目名称	长度 (公里)	预计耗钢管量 (万吨)	招标时间
皖电东送	665	13	2011.8
雅安-武汉	1296.7	28.5	预计2013年
浙江-福建	1206	24	预计2013年
淮南-南京-上海	770	16.93	预计2013年
陕北-长沙	1370	21	预计2013年
蒙西-潍坊	929	14	预计2013年
锡盟-南京	2000	30	预计2013年

来源：国金证券研究所

- 为了保证特高压电网的安全，国家电网对钢管品质要求很严格，因此去年国内第一条特高压输电管线——“皖电东输”项目钢管全部由金洲管道等三家上市民营油气管道供应商提供。
 - “皖电东送”项目钢管由金洲管道、珠江钢管和玉龙管道三家企业提供，三家企业分别获得 4.5 万吨、4.4 万吨和 3.5 万吨订单。
- 当然目前由于在电网安全性、稳定性及经济性方面存在争议，我国特高压电网建设及审批进度较慢，但随着今年浙北-福建等线路的重新开始批复，特高压建设也有望加速。
 - 特高压，尤其是交流线路的技术争议，导致特高压建设步履维艰，审批缓慢。12 年我国仅完成交流投资 60 亿元，直流投资 178 亿元，严重低于预期。

- 但我们观察到有淮南-上海、浙北-福州、雅安-武汉三条交流特高压工程在 12 年底集中取得国家级支持性文件，其中浙北-福州在今年上半年得到发改委正式核准，因此我们认为国家对特高压的态度正在逐渐转变。随着今年 10 月份，我国特高压成为国际标准，我们认为未来特高压建设有望加速。

产能建设紧跟行业需求拐点，业绩将进入上升周期

- 公司在 13 年初进行了增发扩产，两个项目目前都推进顺利，有望今年底明年顺利投产，满产状态下能新增收入 20 亿元。
- 20 万吨螺旋管预计将在今年底或者明年初投产，具体的进度公司将会根据新粤浙管线的推进进度进行调整。
- 10 万吨的钢塑管预计将在明年年中投产，有效缓解目前供不应求的情况。

图表11：公司两大增发募投项目

项目名称	项目内容	投资总额	预计投产时间	预计收入、利润
年产20万吨高等级石油天然气输送用预精焊螺旋焊管项目	其中预精焊螺旋钢管5万吨；外防腐预精焊管11万吨；内外防腐预精焊管4万吨。	59252万元	2013年底	预计平均每年将新增销售收入约20.4亿元，实现净利润1.39亿元
年产10万吨新型钢塑复合管项目	其中消防专用钢塑复合管4万吨，油气田及矿井用钢塑复合管4万吨，给排水用钢塑复合管2万吨。	27406万元	2014年中期	

来源：公司公告、国金证券研究所

- 除了募投项目外，公司的普通油气管道以及参股中海金洲所经营的深海油气管道等也有望进入一个上升周期。
- 与长输管线配套的支线管网以及其他管网所对应的钢管市场是长输管线市场的 4-5 倍，因此在油气管道大行业趋势向上的情况下，公司的普通油气钢管业务也面临着一个向上大周期。
- 中海金洲是公司与中海油合作成立的一个子公司，也是中海油旗下唯一的钢管企业，因此在未来海洋油气大发展的情况下，中海金洲也有望获得超预期的发展。从历史上看，中海金洲的净利润曾达到过 4000 万元，而 10-12 年发展不达预期的主要原因在于金融危机的影响以及 11 年中海油渤海湾漏油事件的影响。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设和结果

- 公司盈利预测的主要假设：

图表12：盈利预测假设

主营业务简单预测							
单位：百万							
项目	2010	2011	2012	2013H	2013E	2014E	2015E
制造及销售钢管							
螺旋焊管 (SAW H)							
收入	570.56	818.20	638.76	422.18	848.00	1060.00	1590.00
增速	-17.85%	43.40%	-21.93%		32.76%	25.00%	50.00%
成本	488.14	735.71	575.67	372.93	758.96	954.00	1431.00
毛利	82.41	82.49	63.08	49.25	89.04	106.00	159.00
毛利率	14.44%	10.08%	9.88%	11.67%	10.50%	10.00%	10.00%
镀锌管							
收入	1524.12	1746.44	1708.97	791.84	1600.00	1650.00	1700.00
增速	28.52%	14.59%	-2.15%		-6.38%	3.13%	3.03%
成本	1447.40	1672.32	1604.53	742.32	1504.00	1551.00	1598.00
毛利	76.72	74.12	104.44	49.52	96.00	99.00	102.00
毛利率	5.03%	4.24%	6.11%	6.25%	6.00%	6.00%	6.00%
钢塑复合管							
收入	244.66	297.48	335.00	157.56	336.40	464.00	580.00
增速	1.27%	21.59%	12.61%		0.42%	37.93%	25.00%
成本	208.27	260.81	277.12	130.50	279.21	387.44	487.20
毛利	36.39	36.67	57.88	27.06	57.19	76.56	92.80
毛利率	14.87%	12.33%	17.28%	17.18%	17.00%	16.50%	16.00%
直缝埋弧焊管 (SAW L)							
收入			208.70	190.70	401.10	573.00	687.60
增速					92.19%	42.86%	20.00%
成本			199.45	176.94	369.01	515.70	618.84
毛利			9.25	13.75	32.09	57.30	68.76
毛利率			4.43%	7.21%	8.00%	10.00%	10.00%
直缝埋弧焊管 (HFW 219)							
收入		18.12	235.44	14.85	50.10	125.25	225.45
增速			11.99		-78.72%	150.00%	80.00%
成本		16.09	204.20	13.14	44.34	110.85	199.52
毛利		2.03	31.24	1.71	5.76	14.40	25.93
毛利率		11.20%	13.27%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
直缝埋弧焊管 (普通HFW)							
收入		47.62	47.15	20.89	47.00	48.00	49.00
增速			-0.01		-0.33%	2.13%	2.08%
成本		47.31	46.49	20.76	46.62	47.62	48.61
毛利		0.32	0.67	0.13	0.38	0.38	0.39
毛利率		0.66%	1.42%	0.60%	0.80%	0.80%	0.80%
其他							
收入	62.29	67.76	71.74	26.80	60.00	60.00	60.00
成本	49.15	57.01	58.72	23.31	51.00	51.00	51.00
毛利	13.14	10.76	13.01	3.49	9.00	9.00	9.00
毛利率	21.09%	15.88%	18.14%	13.02%	15.00%	15.00%	15.00%
总和							
销售收入总和	2401.62	2995.63	3245.76	1624.81	3342.60	3980.25	4892.05
销售成本总和	2192.97	2789.24	2966.19	1479.90	3053.15	3617.60	4434.17
毛利率	8.69%	6.89%	8.61%	8.92%	8.66%	9.11%	9.36%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 根据模型计算结果，我们预测金洲管道 2013-2105 年 EPS 分别为 0.304 元、0.433 元和 0.536 元人民币，同比分别增长 30.2%、42.3% 和 23.7%。
- 我们参考国内钢管企业的平均估值水平，并考虑 A 股油气产业链的整体估值情况，给予公司 20X2014 年 PE，对应的目标价为 8.6 元人民币，给予“增持”评级。

图表13：国内钢管企业估值水平

数据截止：2013/10/8

国内钢管企业估值水平								
股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元)	EPS (元)	EPS (元)	PE	PE	PE
		(元)	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
601028	玉龙股份	11.59	0.465	0.611	0.713	24.92	18.97	16.26
1938.hk	珠江钢管	2.53	0.310	0.490	0.600	8.16	5.16	4.22
平均值						16.54	12.07	10.24
注：收盘价为10月8日数据，盈利预测来自Wind，港股单位为HKD								

来源：Wind、国金证券研究所

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,555	3,162	3,408	3,343	3,980	4,892	货币资金	782	736	564	598	453	450
增长率		23.7%	7.8%	-1.9%	19.1%	22.9%	应收款项	235	269	407	359	428	526
主营业务成本	-2,342	-2,951	-3,125	-3,053	-3,618	-4,434	存货	355	517	603	586	694	850
% 销售收入	91.6%	93.3%	91.7%	91.3%	90.9%	90.6%	其他流动资产	171	227	134	185	219	268
毛利	214	211	283	289	363	458	流动资产	1,543	1,748	1,708	1,728	1,793	2,094
% 销售收入	8.4%	6.7%	8.3%	8.7%	9.1%	9.4%	% 总资产	82.3%	84.6%	73.4%	66.5%	63.3%	64.8%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-6	-7	-9	长期投资	113	97	110	111	110	110
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	174	178	426	661	819	906
营业费用	-57	-68	-74	-77	-92	-110	% 总资产	9.3%	8.6%	18.3%	25.4%	28.9%	28.0%
% 销售收入	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	41	40	78	95	108	120
管理费用	-42	-41	-61	-64	-76	-93	非流动资产	332	318	618	869	1,039	1,138
% 销售收入	1.6%	1.3%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	% 总资产	17.7%	15.4%	26.6%	33.5%	36.7%	35.2%
息税前利润 (EBIT)	111	99	142	143	188	246	资产总计	1,875	2,066	2,326	2,597	2,832	3,232
% 销售收入	4.4%	3.1%	4.2%	4.3%	4.7%	5.0%	短期借款	259	306	336	0	0	78
财务费用	-12	-6	-14	5	13	9	应付款项	334	424	411	403	477	585
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	21	31	58	94	103	121
资产减值损失	-3	-5	-10	-3	-1	-1	流动负债	614	761	805	497	581	784
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	38	38	38	38	38	39
投资收益	-9	-16	4	10	20	20	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	3.0%	6.4%	9.1%	7.3%	负债	652	799	843	535	619	823
营业利润	88	71	121	155	221	273	普通股股东权益	1,217	1,267	1,342	1,921	2,073	2,269
营业利润率	3.4%	2.3%	3.6%	4.6%	5.5%	5.6%	少数股东权益	6	0	141	141	141	141
营业外收支	1	6	-3	0	0	0	负债股东权益合计	1,875	2,066	2,326	2,597	2,832	3,232
税前利润	89	77	118	155	221	273	比率分析						
利润率	3.5%	2.4%	3.5%	4.6%	5.5%	5.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-15	-15	-18	-23	-33	-41	每股指标						
所得税率	16.6%	19.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.547	0.357	0.343	0.304	0.433	0.536
净利润	74	62	100	132	188	232	每股净资产	9.117	7.299	4.549	5.315	5.735	6.277
少数股东损益	1	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.223	-0.085	-0.034	0.586	0.381	0.428
归属于母公司的净利润	73	62	101	132	188	232	每股股利	0.100	0.150	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	2.9%	2.0%	3.0%	3.9%	4.7%	4.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.00%	4.90%	7.55%	6.86%	9.06%	10.24%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	3.90%	3.00%	4.36%	5.08%	6.63%	7.19%
净利润	74	62	100	132	188	232	投入资本收益率	6.11%	4.94%	6.49%	5.80%	7.11%	8.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	24	29	54	71	95	116	主营业务收入增长率	10.71%	23.75%	7.75%	-1.91%	19.08%	22.91%
非经营收益	20	22	13	5	-17	-15	EBIT增长率	-15.38%	-11.29%	43.43%	1.19%	31.34%	30.40%
营运资金变动	-148	-128	-178	3	-127	-179	净利润增长率	-28.35%	-15.11%	63.40%	30.15%	42.35%	23.74%
经营活动现金净流	-30	-15	-10	212	138	155	总资产增长率	63.31%	10.18%	12.58%	11.65%	9.07%	14.13%
资本开支	-23	-89	-141	-322	-264	-215	资产管理能力						
投资	-12	-4	-10	-1	0	0	应收账款周转天数	26.1	24.5	29.5	32.0	32.0	32.0
其他	9	20	18	10	20	20	存货周转天数	48.3	53.9	65.4	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-25	-73	-132	-313	-244	-195	应付账款周转天数	11.5	9.8	11.9	11.0	11.0	11.0
股权募资	722	0	0	484	0	0	固定资产周转天数	24.3	20.1	33.6	43.4	41.8	33.1
债权募资	-94	47	30	-336	0	79	偿债能力						
其他	-38	-40	-50	-13	-39	-41	净负债/股东权益	-39.70%	-30.94%	-12.84%	-27.15%	-18.74%	-13.84%
筹资活动现金净流	590	7	-20	135	-39	37	EBIT利息保障倍数	9.4	16.2	9.9	-30.4	-14.3	-28.7
现金净流量	535	-81	-162	34	-145	-3	资产负债率	34.78%	38.69%	36.25%	20.59%	21.84%	25.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	7
增持	0	0	4	5	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.80	1.75	1.67

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

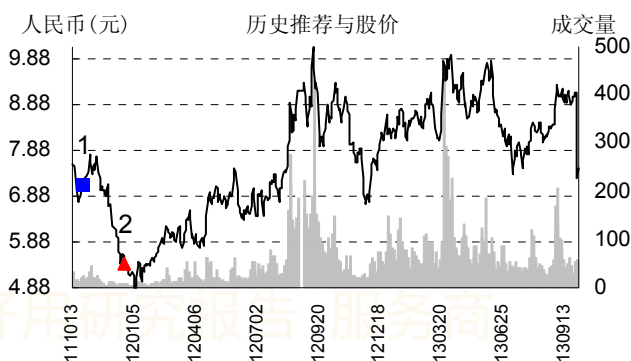
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-26	中性	7.16	N/A
2 2011-12-21	增持	5.38	N/A

来源：国金证券研究所



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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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

电话: (8621)-61038271

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net