

2010年04月11日

 上市定价(人民币)：11.52-13.63 元
 询价价格(人民币)：10.37-12.17 元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

发行A股上限(百万股)	109.25
总股本(百万股)	983.26
国金其它通用设备指数	3653.30
沪深300指数	3379.17
上证指数	3145.35


分析师:张昊

 (8621)61038223
 zhangh@gjzq.com.cn

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

陕鼓动力 (601369.SH)

——中国风机行业的领军企业
公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.849	1.069	0.471	0.502	0.590	0.631
净利润增长率	N/A	25.79%	1.30%	18.43%	17.63%	7.01%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	73.28	32.61	68.61	68.61	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	15.80%	17.65%	17.82%	12.94%	15.16%	14.37%
每股净资产(元)	5.38	6.05	2.64	3.88	3.89	4.40
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	109.25	109.25	109.25
总股本(百万股)	427.51	427.51	983.26	1,092.51	1,092.51	1,092.51

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 陕鼓动力是国内风机行业的领军企业，主要产品涵盖透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组等，下游涵盖冶金、石化、煤化工等重工业领域。
- 公司的核心竞争优势来自：
 - ◆ 灵活的机制：公司是在业内和陕西省率先进行改制的大型国有企业，实现了管理层持股的股权激励。
 - ◆ 领先的业务模式：公司在业内率先实现了由单机技术向系统集成技术的模式转变，逐步发展成为工业流程的系统集成商和服务商。
 - ◆ 公司在业内拥有国内领先的技术和研发团队。
- 公司未来主要增长点为：1) 在大型透平机械领域中实现进口替代；2) 向新领域延伸，例如煤化工、电力、城市水电气一体化等领域；3) 更新、维护需求；4) 进入工业气体领域。
- 公司此次募集资金主要投入三个项目，其中扩产一项，其余两项为提供工业气体。公司募投项目达产时间在 2011 年前，因此见效较快。
- 我们预计公司 2010~2012 年可分别实现销售收入 4,473、5,088 及 5,454 百万元，同比分别增长 23.9%、13.8%及 7.2%；可分别实现归属于母公司净利润 548、645 及 690 百万元，折合每股收益 0.502、0.590 及 0.631 元，同比增长 18.4%、17.6%及 7%。
- 从公司面向的下游行业及客户看，公司与太原重工、中国一重、二重重装等重型机械公司相类似，因此估值水平应接近。
- 我们给予公司上市合理目标价区间为 11.52~13.63 元，折合 2010 年 PE23~27 倍；我们认为公司合理询价区间为 10.37~12.17 元，较合理价格折让 10%。

内容目录

公司简介	3
透平机械设备——保持平稳增长	4
行业概览	4
冶金行业投资增速高峰已过	5
公司在透平机械领域拥有极强的竞争力	6
透平机械未来增长点	6
工业气体——新增长点	7
行业概览	7
竞争优势	10
气体业务测算	10
募透项目分析	10
股票估值和定价	10

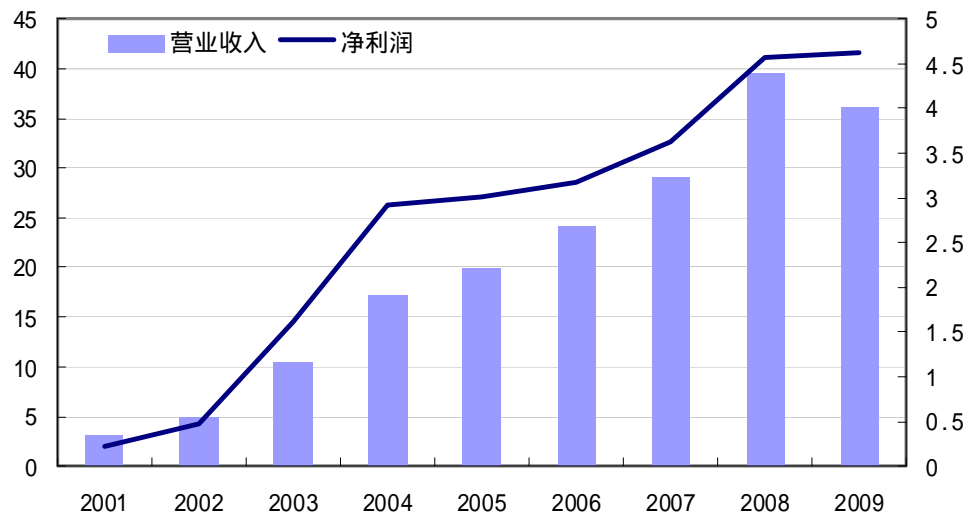
图表目录

图表 1：陕鼓动力历年销售收入及净利润(亿元)	3
图表 2：陕鼓动力下游行业分布	3
图表 3：陕鼓动力发行前后股权结构	4
图表 4：中国重化工化进程逐步加深	5
图表 5：中国历年粗钢产量(百万吨)	5
图表 6：中国历年冶金行业固定资产投资(亿元)	5
图表 7：公司收入增速与冶金行业 FAI 增速高度相关	6
图表 8：公司收入增速与冶金行业 FAI 增速高度相关	6
图表 9：公司在大型、高端产品仍有拓展空间	7
图表 10：工业气体分类	7
图表 11：2008 年工业气体行业下游行业构成	8
图表 12：2015 年工业气体行业下游行业构成	8
图表 13：国内工业气体市场稳步增长(亿美元)	8
图表 14：工业气体下游行业用量分布(亿美元)	8
图表 15：不同销售方式下工业气体市场规模(亿美元)	9
图表 16：现场销售工业气体市场竞争结构	9
图表 17：募投资项目(万元)	10
图表 18：相对估值	11
图表 19：分项盈利预测	11

公司简介

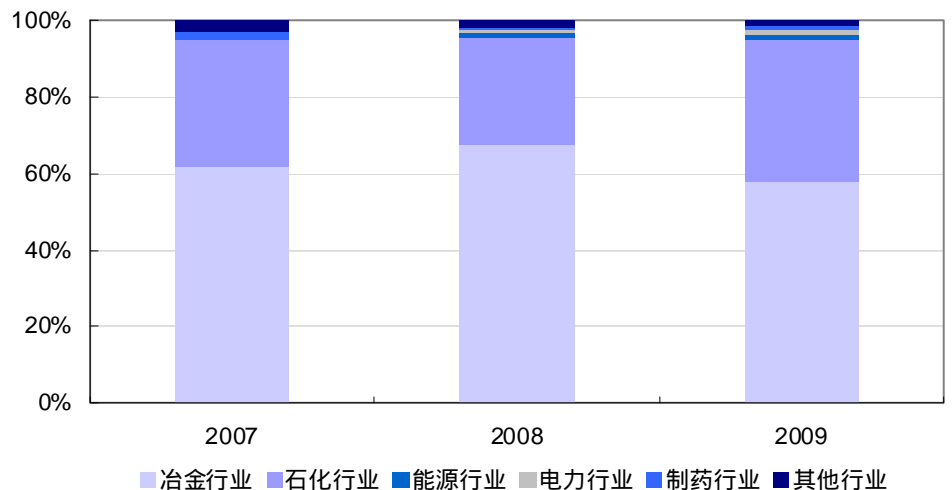
- 陕鼓动力主营重大技术装备类风机产品，产品涵盖透平压缩机组、工业流程能量回收装置和透平鼓风机组等，下游主要包括冶金、石化、煤化工等重工业领域。
- 2000 年以来，快速发展的重工业化是风机行业的快速发展的最大驱动力。作为行业龙头，公司在这一过程中受益匪浅，主营收入和净利润增长超过 10 倍以上。

图表1：陕鼓动力历年销售收入及净利润(亿元)



来源：国金证券研究所

图表2：陕鼓动力下游行业分布



来源：国金证券研究

- 按发行 109.25 百万股计算，发行后公司总股本达到 1092.51 百万股，本次发行的股份占总股本 10%。
- 值得关注的是公司的管理层持股占发行后总股本比例 3.8%，持股成本为 3.8 元左右，公司的管理层与流通股东利益一致，公司的股权结构已经实现了自然激励。
- 同时公司的股东包括联想控股、复兴投资、深圳恒远等国内知名的直投公司。

图表3：陕鼓动力发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
陕鼓集团(SLS)	682,244,159	69.39	672,699,717	61.58
标准集团(SLS)	59,800,000	6.08	58,963,411	5.40
深圳衡远(SLS)	48,300,000	4.91	47,820,249	4.38
联想控股	46,000,000	4.68	46,000,000	4.21
复星投资	46,000,000	4.68	46,000,000	4.21
中诚信	46,000,000	4.68	46,000,000	4.21
陕西工研院(SLS)	4,600,000	0.47	4,535,647	0.42
印建安等77名自然人	41,534,713	4.22	41,534,713	3.80
蓝溪公司	2,195,817	0.22	2,195,817	0.20
秦宝公司	2,195,817	0.22	2,195,817	0.20
骊秦公司	2,195,817	0.22	2,195,817	0.20
荣瑞公司	2,195,817	0.22	2,195,817	0.20
公众投资者	-	-	109,251,349	10
全国社会保障基金理事会	-	-	10,925,135	1
合计	983,262,140	100	1,092,513,489	100

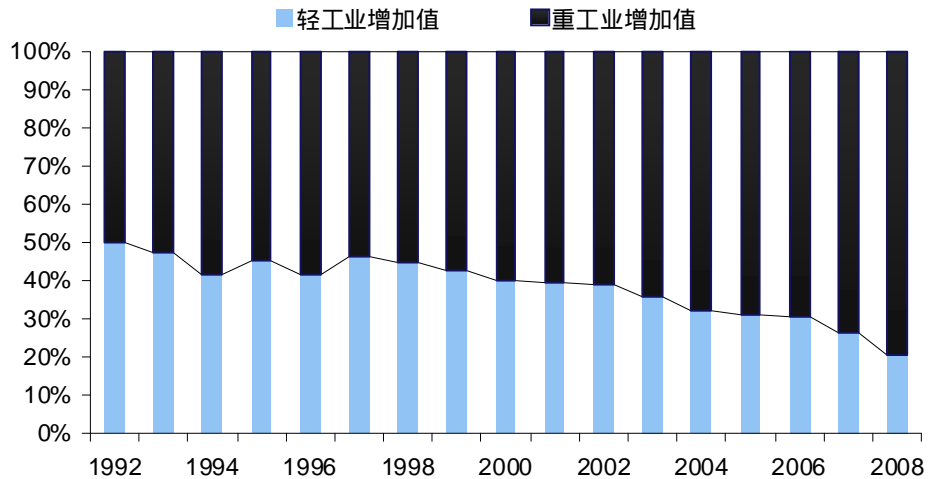
来源：国金证券研究所

透平机械设备——保持平稳增长

行业概览

- 一言以概之，公司的主业是为客户提供能量转换的设备与服务。公司的主导产品透平机械是用于输送气体并改变气体能量的一种通用机械，主要用于气体增压、循环、通风换气、排尘。
- 公司的主导产品涵盖透平压缩机组(轴流压缩机、离心压缩机、空分压缩机)，工业流程能量回收装置(TRT)、透平鼓风机(离心鼓风机、通风机)。
- 中国风机行业曾经存在三足鼎立的局面：陕鼓主导产品为轴流压缩机，以面向冶金行业为主；沈鼓在离心压缩机上具备极强的竞争力，下游主要为石化行业；上鼓的产品主要应用于电力行业。
- 风机的下游行业涵盖冶金、石化、煤化工等重化工业。受益于自 2000 年以来中国的重化工业趋势，风机行业获得了长足的发展。

图表4：中国重工业化进程逐步加深

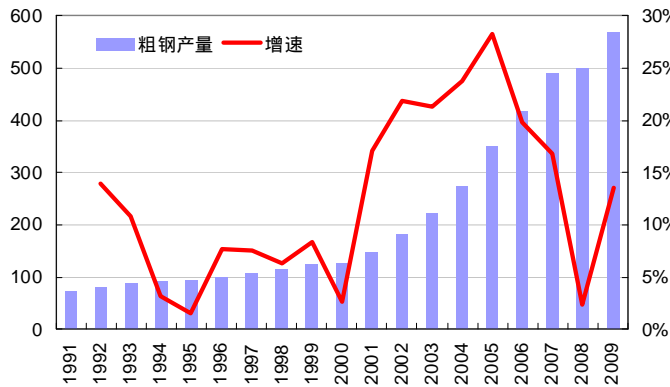


来源：国金证券研究所

冶金行业投资增速高峰已过

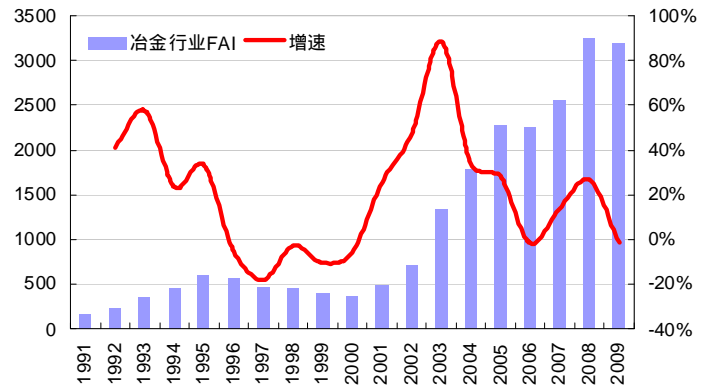
- 公司的传统优势产品轴流压缩机、TRT 等主要用于冶金行业，公司销售收入的快速增长正是伴随着中国钢铁工业固定资产投资跨越式发展。目前公司收入的 60%来自冶金行业，因此冶金行业的发展态势对公司收入的影响仍然至关重要。
- ◆ 历史上看，公司销售收入的增速与冶金行业固定资产投资拥有极强的相关性，R 方达到 0.87。

图表5：中国历年粗钢产量(百万吨)



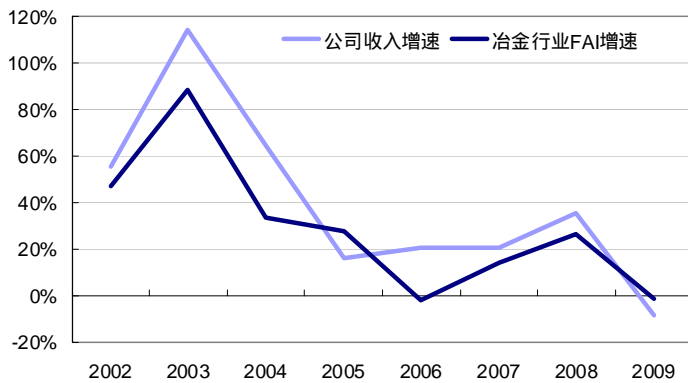
来源：国金证券研究所

图表6：中国历年冶金行业固定资产投资(亿元)



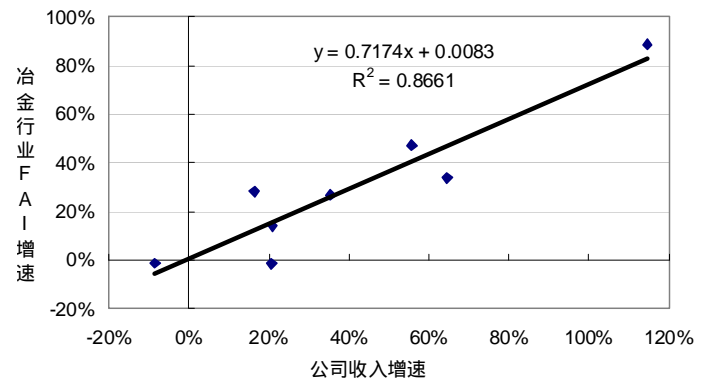
- 我们判断中国冶金行业固定资产投资增速的高峰已经过去。目前中国粗钢产能已达到 7 亿吨以上，09 年中国粗钢产量达到 5.68 亿吨，占全球比重达到 46%，中国粗钢产量继续大幅提升的可能性已然不大，未来冶金行业对透平机械的新增需求有限。
- 钢铁行业对节能减排的重视推动了公司能量回收装置在过去几年的快速增长。目前全国 300 立方米的高炉在 400 座以上，已配置和已订货的 TRT 机组达到 253 套，尚有 160 座高炉还未配置 TRT 机组。

图表7：公司收入增速与冶金行业 FAI 增速高度相关



来源：国金证券研究所

图表8：公司收入增速与冶金行业 FAI 增速高度相关



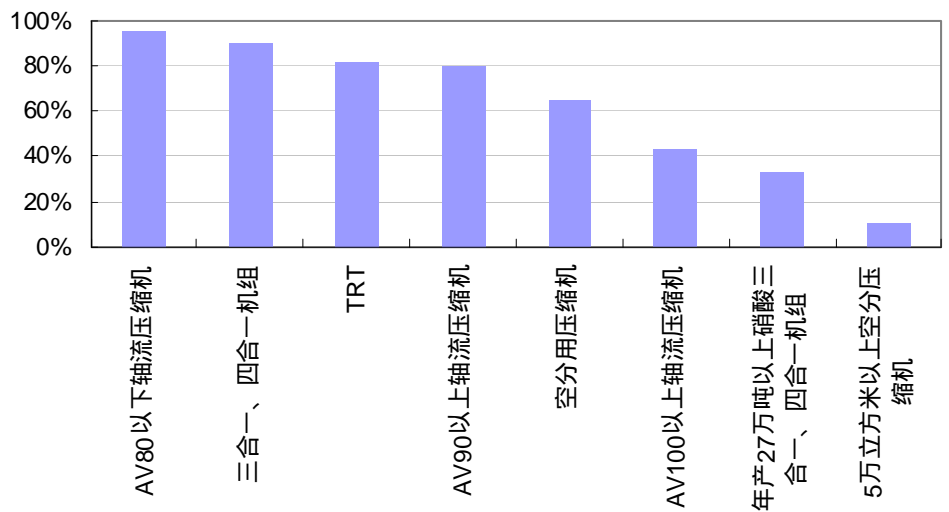
公司在透平机械领域拥有极强的竞争力

- 公司是在业内和陕西省率先进行改制的大型国有企业，实现了管理层持股的股权激励。凭借 07 年的改制，公司将管理层和骨干的利益与企业的利益紧密地捆绑在一起。
- 公司在业内率先实现了由单机技术向系统集成技术的模式转变，逐步发展成为工业流程的系统集成商和服务商。目前公司向用户提供一站式服务，即集成套设计、建筑安装、设备制造、安装调试、运营管理于一体，向用户提供整体服务。
 - ◆ 在新的业务模式的开展下，公司拥有显著的轻资产特性。
- 公司在业内拥有国内领先的技术和研发团队。在强大的研发团队的支持下，公司单机产品已经历了三次重大延伸——轴流压缩机->TRT 机组->空分压缩机，并且在上述领域都取得了 80% 以上的市场占有率。

透平机械未来增长点

- 在大型透平机械领域中实现进口替代。尽管在国内公司主导产品的市场占有率超过 80%，但仍主要集中在中小型产品；在大型、高端产品的市场占有率仍相对较低，与西门子、曼透平等国际竞争者有一定差距。可以预见公司在大型高端产品仍有很大的延伸空间，原因如下：
 - ◆ 从外部环境看，冶金、石化行业未来以结构性调整为主，大型成套设备占比日渐提高(例如 5000 立方米以上的高炉用鼓风机，8-10 万立方米空分压缩机等)；
 - ◆ 从公司本身看，公司通过近年来的积累已具备多种大型高端透平产品的技术、人员与经验，未来可望依靠更快捷的服务、更低廉的维修成本等在与国外厂商的竞争中获得优势。

图表9：公司在大型、高端产品仍有拓展空间



来源：国金证券研究所

- 向新领域延伸，例如 LNG、煤化工、电力、城市水电气一体化等领域。
- 更新、维护需求。目前公司在手订单 72 亿中有 13 亿来自服务业务。随着透平机械的保有量的提升，公司更新、维护需求的业务量也有望提高。

工业气体——新增长点

行业概览

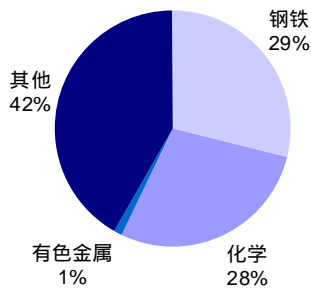
- 公司未来新的重要增长点来自工业气体。工业气体行业主要为工业企业的生产和制造提供工业气体，下游行业包括冶金、化工、电子等工业。
 - ◆ 根据 SAI 报告，钢铁、化工行业是中国工业气体的两大最终用户市场，按销售收入计，08 年占总市场消耗量 56%，预计 2015 年占比达到 47.6%。而医药、食品及有色金属行业预期成为增长最高的行业。

图表10：工业气体分类

行业	主要使用的工业气体				
钢铁	氧气	氮气	氩气	氢气	
化学	氧气	氮气	氢气	一氧化碳	燃料气体
有色金属	氧气	氮气			
电子	氮气	氩气	超高纯度电子特殊气体		

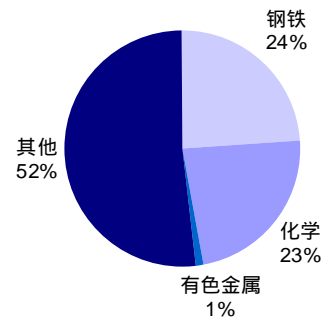
来源：国金证券研究所

图表11：2008年工业气体行业下游行业构成



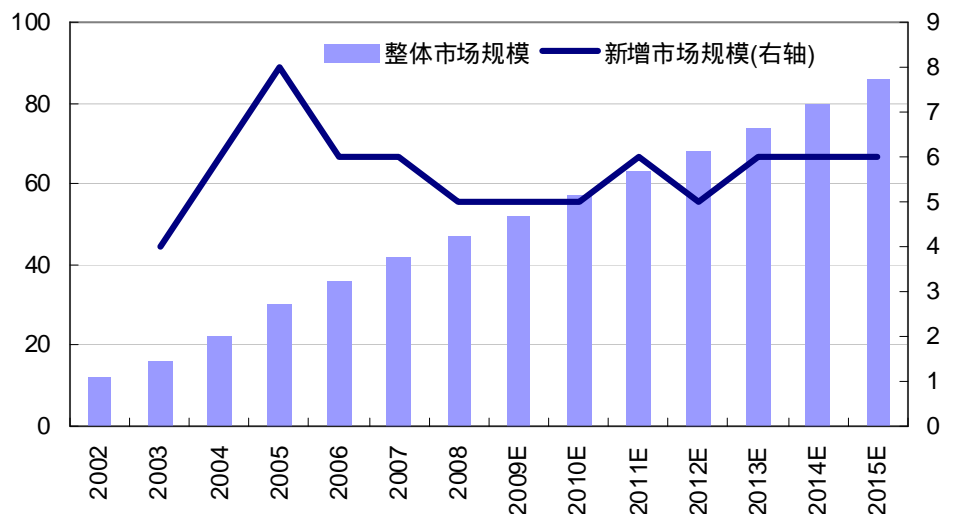
来源：SAI、国金证券研究所

图表12：2015年工业气体行业下游行业构成



- 凭借中国重化工化程度的不断加深，工业气体行业自 02 年至 08 年保持 25.6% 的年复合增长率，至 08 年国内工业气体市场规模达到 47 亿美元。根据 SAI 预测，2015 年时中国工业气体市场规模可达到 86 亿美元，年复合增长率为 9%~10%。

图表13：国内工业气体市场稳步增长(亿美元)



来源：SAI、国金证券研究所

图表14：工业气体下游行业用量分布(亿美元)

最终用户行业	2007		2008		2010E		2008-2010 复合年增长率	2015E		2010-2015 复合年增长率
	收入	占比	收入	占比	收入	占比		收入	占比	
钢铁	12.9	30%	13.5	29%	14.9	26%	5%	20.8	24%	7%
化工	12	29%	13	28%	15	26%	7%	19.9	23%	6%
有色金属	0.4	1%	0.4	1%	0.5	1%	12%	0.7	1%	7%
其他	17.1	40%	20.4	42%	26.4	47%	14%	44.3	52%	11%
总计	42.4	100%	47.3	100%	56.8	100%	10%	85.7	100%	9%

来源：SAI、国金证券研究所

- 目前中国大部分最终用户拥有自有的空分装置，以满足本身的工业气体需求。根据 SAI 报告，自有供应工业气体市场占工业气体市场总额 58%，达到 27.2 亿美元，而外包工业气体市场总额占 42%，达到 20.1 亿美元。

- 未来工业气体行业的发展趋势为独立气体供应商所占比例持续提高。因为独立气体供应商能够以具竞争力的成本提供高品质的产品及服务，同时具备可靠及专业管理。根据 SAI 报告，独立供应商提供的工业气体市场规模在 2015 年将达到 43.1 亿美元，占比提升至 50%。
- 工业气体的销售模式主要分为四种：现场、零售、管道、气瓶。其中现场方式是独立气体供应商在客户的生产厂址建设空分装置，直接向客户供应工业气体；管道方式是由一个独立工业气体供应商建立空分装置，通过管道供应向指定区域内多个客户提供气体。
- 通常大客户多采用现场、管道购买工业气体，而陕鼓未来市场发展的重点也在于此。根据 SAI 报告，采用现场方式的工业气体市场规模在 2010、2015 年分别达到 10.1、19.4 亿美元，复合增长率可达到 14%；采用管道方式的工业气体市场规模在 2010、2015 年分别达到 4、7.6 亿美元。
- 由于下游客户与工业气体供应商签订的合同，在较长时间内具有排他性，因此新增的工业气体市场对公司更具意义。根据 SAI 报告，2015 年前公司可以争取的工业气体市场可望达到 12 亿美元。

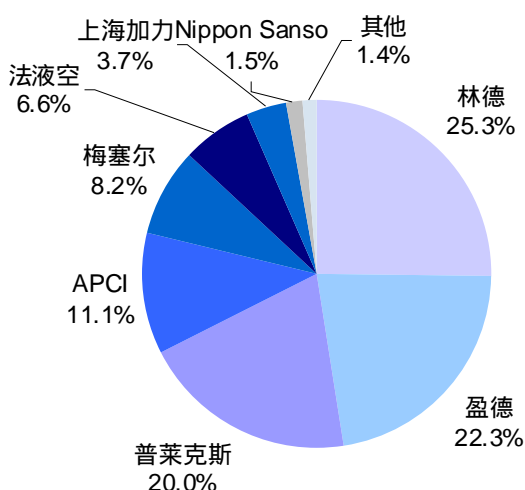
图表15：不同销售方式下工业气体市场规模(亿美元)

供应模式	2007		2008		2010E		2008-2010	2015E		2010-2015
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	复合年增长率	收入	占比	复合年增长率
现场	6.2	15%	7.5	16%	10.1	18%	16%	19.4	23%	14%
零售	5	12%	5.5	12%	6.8	12%	11%	9.9	12%	8%
管道	2.1	5%	2.9	6%	4	7%	18%	7.6	9%	14%
气瓶	4	9%	4.2	9%	4.7	8%	6%	6.2	7%	6%
总计	17.3	41%	20.1	42%	25.6	45%	13%	43.1	50%	11%

来源：SAI、国金证券研究所

- 目前国内现场工业气体供应由九大巨头把持，占整个工业气体市场份额 1/3 左右。其中盈德、上海加力为内资企业，其余七家全部为外资品牌。

图表16：现场销售工业气体市场竞争结构



来源：SAI、国金证券研究所

竞争优势

- 公司进入工业气体领域的最大优势来自其掌握核心的空分装置技术，可以保证生产的连续性、稳定性，因此在工业气体的稳定供应、降低成本、设备维护上具有极强的竞争力。
- 公司在运营成本方面具备一定的优势。公司采用自身生产的空分装置，同时在生产过程中对所需的水、电和蒸汽等辅助料和动力利用率较高。
- 在与客户关系方面，虽然公司进入工业气体时间较晚，但公司已经在国内确立了空分装置的领先优势，在提供透平机械的同时已积累了一定的客户关系。

气体业务测算

- 公司即将开展两个工业气体项目。
 - ◆ 金石石化项目：项目投资 4.1 亿元，共建成两套 40,000Nm³/h 的空分装置。项目达产后预计实现年收入 3.37 亿元，利润总额 5916 万元。
 - ◆ 陕化项目：项目投资 5 亿元，共建成两套 40,000Nm³/h 的空分装置。项目达产后预计实现年收入 2.47 亿元，利润总额 6189 万元。

募透项目分析

- 公司此次募集资金主要投入三个项目，其中扩产一项，其余两项为提供工业气体。扩产项目已经在建设之中，2010 年即可达产，而两个工业气体项目也可望于 2011 年达产，整体而言公司的募透项目见效时间较快。
- 此次募透项目共需 16.97 亿元，其中大型透平装置成套产业能力提升与优化项目已于 2008 年率先启动，并先期投入了 3.8 亿元。因此公司募集 12~13 亿元足以满足募透项目所设定的目标。

图表17：募透项目(万元)

序号	项目名称	募集资金投资	2008	2009	2010	2011	2012	总计	流动资金	建设期
1	大型透平装置成套产业能力提升与优化项目	30,000	32,000	6,762	39,713	-		78,475	21,125	3年
2	石家庄金石空分装置工业气体项目	42,175	-	2,721	14,248	23,571	375	40,915	1,260	3年
3	陕西陕化空分装置工业气体项目	51,070	-	6,818	23,409	19,048	1,025	50,300	770	3年
	合计	123,245	32,000	16,301	77,370	42,619	1,400	169,690	23,155	

来源：国金证券研究所

股票估值和定价

- 我们预计公司 2010~2012 年可分别实现销售收入 4,473、5,088 及 5,454 百万元，同比分别增长 23.9%、13.8%及 7.2%；可分别实现归属于母公司净利润 548、645 及 690 百万元，折合每股收益 0.502、0.590 及 0.631 元，同比增长 18.4%、17.6%及 7%。
- 从公司面向的下游行业及客户看，公司与太原重工、中国一重、二重重装等重型机械公司相类似，因此估值水平应接近。

- 我们给予公司上市合理目标价区间为 11.52~13.63 元，折合 2010 年 PE23~27 倍；我们认为公司合理询价区间为 10.37~12.17 元，较合理价格折让 10%。

图表18：相对估值

公司	市值(亿元)	P/E		
		2009	2010E	2011E
太原重工	114.66	20.71	17.68	14.43
中国一重	364.82	34.77	23.92	17.77
二重重装	187.59	40.57	33.66	24.18
平均		32.01	25.09	18.79

来源：国金证券研究所

图表19：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
透平压缩机组						
销售收入(百万元)	1,808.57	2,478.30	2,119.53	2,331.48	2,518.00	2,643.90
增长率(YOY)	N.A.	37.03%	-14.48%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利率	30.39%	27.81%	29.79%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本(百万元)	1,258.95	1,789.08	1,488.12	1,655.35	1,787.78	1,877.17
增长率(YOY)	N.A.	42.11%	-16.82%	11.24%	8.00%	5.00%
毛利(百万元)	549.62	689.22	631.41	676.13	730.22	766.73
增长率(YOY)	N.A.	25.40%	-8.39%	7.08%	8.00%	5.00%
占总销售额比重	62.68%	63.43%	59.87%	52.13%	49.49%	48.48%
占主营业务利润比重	66.43%	70.08%	63.50%	55.64%	53.50%	52.58%
工业流程能量回收装置						
销售收入(百万元)	694.81	844.38	783.95	1,254.32	1,379.75	1,490.13
增长率(YOY)	N.A.	21.53%	-7.16%	60.00%	10.00%	8.00%
毛利率	25.64%	24.57%	25.16%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本(百万元)	516.66	636.92	586.71	903.11	993.42	1,072.90
增长率(YOY)	N.A.	23.28%	-7.88%	53.93%	10.00%	8.00%
毛利(百万元)	178.15	207.46	197.24	351.21	386.33	417.24
增长率(YOY)	N.A.	16.46%	-4.93%	78.06%	10.00%	8.00%
占总销售额比重	24.08%	21.61%	22.14%	28.04%	27.12%	27.32%
占主营业务利润比重	21.53%	21.10%	19.84%	28.90%	28.30%	28.61%
透平鼓风机组						
销售收入(百万元)	359.50	553.59	533.38	533.38	586.72	616.05
增长率(YOY)	N.A.	53.99%	-3.65%	0.00%	10.00%	5.00%
毛利率	26.53%	14.25%	25.05%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	264.12	474.70	399.77	426.70	469.37	492.84
增长率(YOY)	N.A.	79.73%	-15.79%	6.74%	10.00%	5.00%
毛利(百万元)	95.38	78.89	133.61	106.68	117.34	123.21
增长率(YOY)	N.A.	-17.29%	69.37%	-20.16%	10.00%	5.00%
占总销售额比重	12.46%	14.17%	15.07%	11.92%	11.53%	11.30%
占主营业务利润比重	11.53%	8.02%	13.44%	8.78%	8.60%	8.45%
工业气体						
销售收入(百万元)				250.00	500.00	600.00
增长率(YOY)				N.A.	100.00%	20.00%
毛利率				20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)				200.00	400.00	480.00
增长率(YOY)				N.A.	100.00%	20.00%
毛利(百万元)				50.00	100.00	120.00
增长率(YOY)				N.A.	100.00%	20.00%
占总销售额比重				5.59%	9.83%	11.00%
占主营业务利润比重				4.11%	7.33%	8.23%
其他						
销售收入(百万元)	22.49	31.09	103.61	103.61	103.61	103.61
增长率(YOY)	N.A.	38.24%	233.26%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.80%	25.40%	30.96%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	18.26	23.19	71.53	72.53	72.53	72.53
增长率(YOY)	N.A.	27.00%	208.42%	1.39%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	4.23	7.90	32.08	31.08	31.08	31.08
增长率(YOY)	N.A.	86.77%	306.21%	-3.10%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.78%	0.80%	2.93%	2.32%	2.04%	1.90%
占主营业务利润比重	0.51%	0.80%	3.23%	2.56%	2.28%	2.13%
销售总收入(百万元)	2885.37	3907.36	3540.47	4472.79	5088.08	5453.70
销售总成本(百万元)	2057.99	2923.90	2546.13	3257.69	3723.10	3995.44
毛利(百万元)	827.38	983.46	994.34	1215.10	1364.98	1458.26
平均毛利率	28.67%	25.17%	28.08%	27.17%	26.83%	26.74%

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)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,912	3,943	3,609	4,473	5,088	5,454
增长率		35.4%	-8.5%	23.9%	13.8%	7.2%
主营业务成本	-2,077	-2,956	-2,611	-3,258	-3,723	-3,995
% 销售收入	71.3%	75.0%	72.3%	72.8%	73.2%	73.3%
毛利	835	987	998	1,215	1,365	1,458
% 销售收入	28.7%	25.0%	27.7%	27.2%	26.8%	26.7%
营业税金及附加	-16	-18	-16	-20	-23	-25
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-89	-112	-96	-121	-137	-147
% 销售收入	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-286	-404	-439	-537	-605	-644
% 销售收入	9.8%	10.3%	12.2%	12.0%	11.9%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	444	454	447	537	599	643
% 销售收入	15.3%	11.5%	12.4%	12.0%	11.8%	11.8%
财务费用	24	41	71	72	99	110
% 销售收入	-0.8%	-1.0%	-2.0%	-1.6%	-1.9%	-2.0%
资产减值损失	-52	-52	-27	-12	2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	61	22	20	20	20
% 税前利润	0.5%	11.8%	4.0%	3.1%	2.7%	2.5%
营业利润	419	503	513	617	720	772
营业利润率	14.4%	12.8%	14.2%	13.8%	14.1%	14.2%
营业外收支	4	11	25	20	30	30
税前利润	423	514	538	637	750	802
利润率	14.5%	13.0%	14.9%	14.2%	14.7%	14.7%
所得税	-60	-57	-75	-89	-105	-112
所得税率	14.1%	11.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	363	457	463	548	645	690
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	363	457	463	548	645	690
净利率	12.5%	11.6%	12.8%	12.3%	12.7%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	548	645	690
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	94	116	143
非经营收益	0	0	0	16	-49	-49
营运资金变动	0	0	0	587	614	182
经营活动现金净流	0	0	0	1,246	1,326	966
资本开支	-93	-478	-166	-790	-179	-280
投资	-500	-43	452	-1	0	0
其他	29	103	94	20	20	20
投资活动现金净流	-564	-418	380	-771	-159	-260
股权募资	1,317	0	0	1,233	-485	0
债权募资	0	118	79	-233	0	1
其他	-150	-155	-419	-7	-143	-143
筹资活动现金净流	1,166	-37	-340	993	-629	-142
现金净流量	602	-455	40	1,468	539	564

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,014	2,468	3,098	4,566	5,105	5,668
应收款项	1,520	1,928	2,148	2,132	2,081	2,230
存货	736	1,110	1,065	982	1,122	1,204
其他流动资产	1,336	1,653	1,162	1,203	1,366	1,461
流动资产	5,606	7,158	7,474	8,883	9,673	10,564
% 总资产	91.4%	88.1%	88.2%	84.1%	84.5%	84.5%
长期投资	3	3	7	8	7	7
固定资产	431	723	739	1,464	1,552	1,716
% 总资产	7.0%	8.9%	8.7%	13.9%	13.6%	13.7%
无形资产	54	197	201	205	208	212
非流动资产	527	971	998	1,678	1,769	1,936
% 总资产	8.6%	11.9%	11.8%	15.9%	15.5%	15.5%
资产总计	6,133	8,129	8,473	10,561	11,442	12,500
短期借款	0	118	177	0	0	0
应付款项	3,682	5,341	5,417	5,932	6,763	7,253
其他流动负债	117	39	205	372	405	424
流动负债	3,799	5,498	5,800	6,304	7,168	7,677
长期贷款	0	0	20	20	20	21
其他长期负债	35	43	56	0	0	0
负债	3,834	5,541	5,875	6,324	7,188	7,698
普通股股东权益	2,298	2,587	2,597	4,237	4,254	4,802
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,133	8,129	8,473	10,561	11,442	12,500

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.849	1.069	0.471	0.502	0.590	0.632
每股净资产	5.376	6.052	2.641	3.878	3.894	4.395
每股经营现金净流	1.233	1.656	0.706	1.140	1.214	0.884
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.80%	17.66%	17.82%	12.94%	15.16%	14.37%
总资产收益率	5.92%	5.62%	5.46%	5.19%	5.63%	5.52%
投入资本收益率	16.60%	14.89%	13.76%	10.86%	12.06%	11.46%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	35.41%	-8.47%	23.93%	13.76%	7.19%
EBIT增长率	N/A	2.05%	-1.40%	20.20%	11.49%	7.29%
净利润增长率	N/A	25.80%	1.30%	18.43%	17.63%	7.01%
总资产增长率	N/A	32.55%	4.23%	24.65%	8.34%	9.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.4	93.8	122.5	100.0	75.0	75.0
存货周转天数	64.7	114.0	152.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	112.8	188.2	239.2	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	42.1	42.3	65.6	95.7	97.6	102.1
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-111.05%	#####	#####	#####	#####
EBIT利息保障倍数	-18.2	-11.1	-6.3	-7.5	-6.1	-5.8
资产负债率	62.52%	68.17%	69.34%	59.88%	62.82%	61.58%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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多种金融服务。我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。