

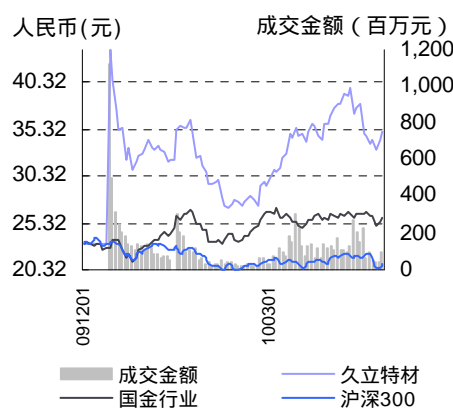
市价(人民币)：34.88元

目标(人民币)：40.00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)	40.00
总市值(百万元)	5,580.80
年内股价最高最低(元)	43.80/23.00
沪深300指数	3201.54
中小板指数	6567.64



## 相关报告

1. 《高端不锈钢管产品的领军者》，2009.12.3

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人  
(8621)61038200  
xingzg@gjzq.com.cn

## -看好核级不锈钢管业务增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.671	0.677	0.596	0.912	1.329
每股净资产(元)	2.36	3.04	8.27	8.99	10.12
每股经营性现金流(元)	0.64	1.16	0.94	1.71	1.62
市盈率(倍)	N/A	N/A	55.55	38.25	26.27
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	50.00	40.00	28.00
净利润增长率(%)	70.59%	0.95%	17.47%	52.97%	45.63%
净资产收益率(%)	28.39%	22.28%	7.21%	10.15%	13.13%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **核电不锈钢管受益于核电设备市场的高速增长**：我们认为 2020 年核电装机容量有望达到 86GW。巨大的核电装机容量将推动对核电不锈钢管的需求。我们测算每套核电机组用于核岛和常规岛的不锈钢管价值约为 4-5 亿元，预计未来 10 年核电不锈钢管的总市场容量将接近 400 亿元；
- 公司主营业务是生产普通无缝管和焊接不锈钢管，由于低端市场价格竞争激烈，公司开始转向高端的产品市场定位。核电站用不锈钢管是公司战略发展的主要方向；
- **我们认为公司最大的看点在于公司核电蒸发管的产品开拓计划**：公司规划的 500 吨的蒸发管项目如果能够达产，将为公司带来接近 1 亿元的净利润，折合 0.56 元的每股收益；
- 目前蒸发管项目已经开始进行产能建设，同时已收到订单意向。**我们认为公司明年拿到核电蒸发管项目认证将是大概率事件**。预计公司将在 2012 年形成核电蒸发管产能。

## 投资建议

- **我们认为核电业务对公司的业绩弹性较大**，一旦核电业务特别是核电蒸发管形成盈利将对公司业绩形成较大的推动；
- 公司正处于高速成长期，平均复合增长率达到 50%以上。由于核电蒸发器不锈钢管将在 2012 年以后才会对业绩形成实质性贡献，**我们给予公司 2011 年 30 倍估值对应目标价格为 40 元**。

## 风险

- 核级不锈钢管的高盈利能力是我们看好公司的主要理由。但是由于核级钢管对质量和制造工艺要求较高，从而将影响成材率。如果成材率过低，将直接影响公司的盈利能力；
- 虽然目前公司已收到核级蒸发管的订单意向，同时开始进行产能建设，但是否能在明年获得蒸发管的核级认证仍存在不确定性。

## 核级不锈钢管成为公司未来增长亮点

### 产品结构不断丰富

- 公司主要产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，产品被广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造等领域；公司的工业用不锈钢管产品先后取得中国、美国、英国、法国、德国、挪威等多国船级社工厂认证，是目前国内取得各国船级社工厂认证最全、最多的企业之一。
- 随着 IPO 项目不断达产，公司产品线更为丰富。产品组合中增加了核级不锈钢管，油井管以及超超临界不锈钢管等高端新产品。

图表1：久立特材主要产品及其盈利能力、产能状况

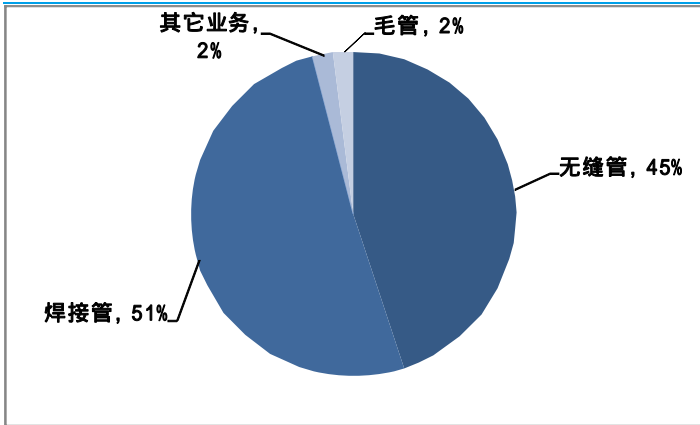
蒸汽发生器	价格	120-150万/吨
	毛利率	40-50%，不过初期投资较大，需要产出一定量后才能实现
	市场需求	1000MW蒸汽发生器需要150吨，按照每年8-9套核电总需求在1200-1350吨
	竞争	宝钢银环已经投产
	预计产能/销售	目前公司仍然在申请蒸发管核电认证，预计明年才能形成产能。按照公司计划产能400-500吨计算，预计未来此业务销售有望贡献销售收入5-6亿元。
堆内构件、控制棒	价格	20万/吨
	毛利率	30%
	产能	最终产能将达到300吨，我们预计2010年产能为50吨，11年有望达到150吨
	市场需求	每1000MW需要50-60吨左右预计公司可以供应4-5台
	竞争	目前久立为国内唯一通过核级堆内构件认证的企业
其它核岛管材	价格	10万/吨
	毛利率	20%
	产能	800吨
	市场需求	接近400吨多
	竞争	华鑫，中达特钢等
油井管	价格	10万/吨
	毛利率	30%
	产能	3000吨预计2011年底达产，今年预计有部分投产
	市场需求	接近3万吨
	竞争	宝钢
超超临界	价格	304价格为9万/吨；H23C价格为15万/吨；两种用量比为1：4
	毛利率	由于国外产品降价，毛利率低于预期；不过随产能扩大，毛利率有望改善
	产能	今年1500吨，明年3000吨
	市场需求	接近8-9万吨，2万吨来自国外需求
	竞争	武进、华鑫
普通无缝管	价格	4万/吨
	毛利率	按照成本加成定价，目前毛利率约为18%
	产能	25000吨
普通焊接管	价格	3万/吨
	毛利率	按照成本加成定价，目前毛利率约为28%
	产能	30000吨

来源：国金证券研究所

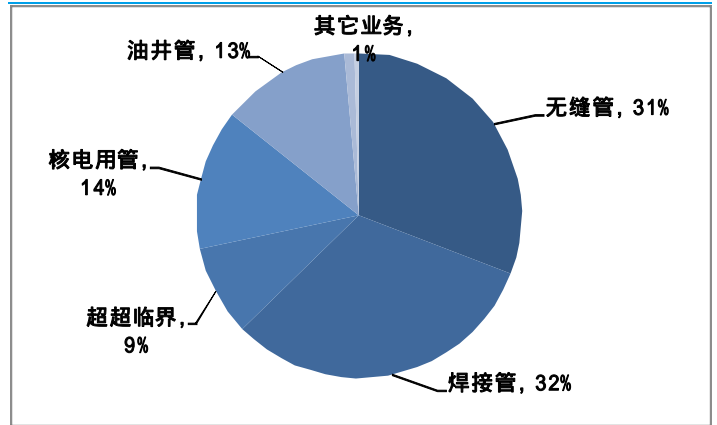
### 战略转向高端不锈钢管

- 由于不锈钢管市场竞争加剧，公司战略重点开始由常规管材转向高端管材。
- 高端和传统不锈钢管定价模式不同决定了高端管材具有更高的盈利能力：传统不锈钢管使用“成本+加工费”的模式定价，其毛利是固定的，随着原材料价格的上涨，产品毛利率将下跌。而高端管材采用市场价格定价，具有较高的产品盈利能力。

图表2：2009年产品销售结构



图表3：2012年产品销售结构



来源：国金证券研究所

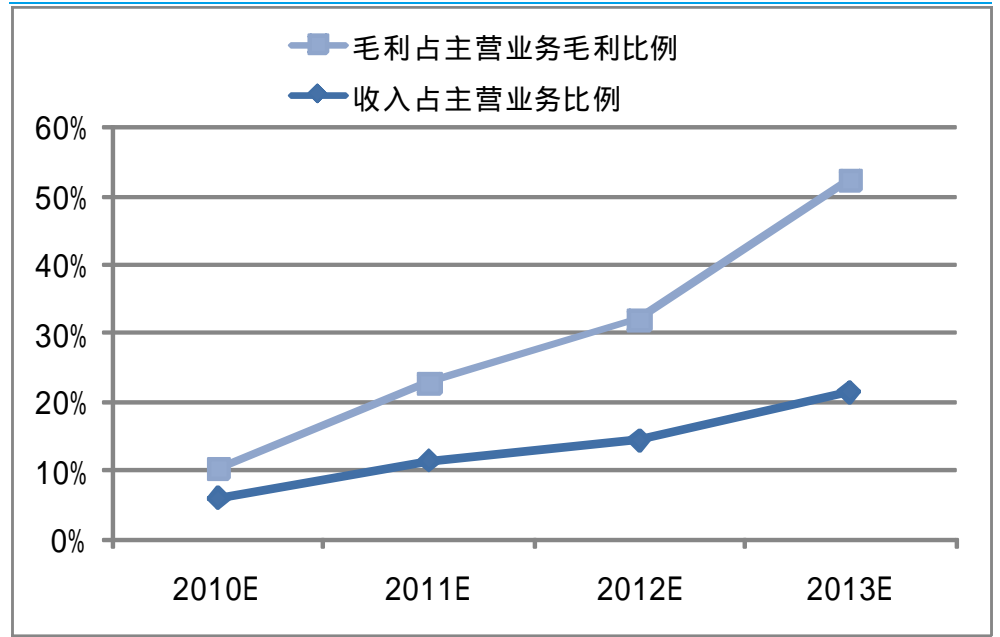
### 核级管材成为发展重点

- 核电管材是公司发展的主要方向。目前公司已经取得核电一、二、三级认证。
- 公司在建的核级不锈钢管，主要用于堆内构件、驱动棒和其它核岛部分。项目目前已经逐步开始达产，预计今年的产量在 300 吨（其中堆内构件/驱动棒用管将生产 50 吨左右），明年全部达产后产能将达到 1500 吨（包括堆内构件/驱动棒用管 100 吨）。随着公司核级管材产量的不断增长，将对公司盈利形成推动。
- 公司最大的看点在于核电蒸发管项目，预计今年年底将产出核电蒸发管样品，预计明年将通过核级认证，2011 年将形成产能。目前蒸发管的价格在 120-150 万/吨的水平，毛利率超过 50%。我们认为一旦蒸发管形成产能将对公司核电业务价值提升产生巨大影响。
- 目前公司核级蒸发管已接到部分订单意向，蒸发管产能建设也已经开始，我们认为公司应该已经有足够的把握通过核级蒸发管的认证。
- 需要指出的是公司核级蒸发管的主要客户为核岛主设备制造企业，即包括上海电气，东方电气，哈动力在内的三大主设备制造企业。这和公司超超临界管材的目标客户是相重合的。而核级蒸发管的国产化将极大的降低蒸汽发生器的原材料成本，这也是目标客户所希望看到的。我们认为公司在超超临界上形成的良好的产品形象也将有利于公司核级蒸发管的市场开拓。

### 核电业务将全面提升公司业绩

- 按照目前蒸发管的市场价格 120 元/吨计算，公司核电 500 吨的蒸发管项目规划将为公司带来 6 亿元的销售收入。如果成材率得到控制，蒸发管的毛利率将接近 40-50%。净利率将超过 15%。
- 目前公司对蒸发管项目的投资预计在 1.6 亿元，主要资金来源是超募资金，并不需要进一步进行融资。
- 按照公司目前 1.6 亿元股本计算，公司规划的 500 吨的蒸发管项目将在达产后为公司带来接近 1 亿元的净利润，折合 0.56 元的每股收益。我们认为蒸发管项目对整体业绩将是爆发性的。
- 同时核级管产量也将逐步上升。预计产量将从 2010 年的 300 上升至 2012 年的 1650 吨。
- 我们判断整体核电业务的销售贡献比率将从 2010 年的 6% 逐步上升至 2013 年蒸发管完全达产后的 22%。由于核电毛利率较高，核电业务毛利贡献率上升的速度更加迅速。将由 2010 年的 4% 上升至 2013 年的 31%。

图表4：预计核电业务的销售贡献和毛利率贡献将逐步增大



来源：国金证券研究所

图表5：核电业务盈利预测

核电用管	2008	2009	2010E	2011E	2012E
蒸发器管 (吨)					150
单位售价 (万元/吨)					120
毛利率					30%
堆内构件控制棒 (吨)			50	100	150
单位售价 (万元/吨)			23	23	22
毛利率			15%	25%	30%
普通核级 (吨)			250	1400	1500
单位售价 (万元/吨)			12	12	11
毛利率			15%	20%	25%
非核级 (吨)			1000	1500	1500
单位售价 (万元/吨)			8	8	7
毛利率			12%	15%	19%
总量 (吨)			1,300	3,000	3,300
销售额 (万元)			12,150	31,100	48,300
单位价格 (万元/吨)			9.3	10.4	14.6
成本 (万元)			10,568	25,365	35,790
毛利 (万元)			1,583	5,735	12,510
毛利率 yoy				262%	118%
毛利率			13%	18%	26%
收入占主营业务比例			6%	11%	14%
毛利占主营业务毛利比例			4%	11%	18%

来源：国金证券研究所

#### 尚不必担心超超临界毛利率

- 目前超超临界用管材主要有两种型号 Super 304 和 H23C。Super304 目前有三家企业可以制造，包括久立特材，武晋和华鑫。目前市场价格约为 9 万元/吨。而 H23C 型管目前国内只有久立特材能做，价格约在 15 万/吨。
- 我们认为国外企业的价格竞争造成超超临界项目毛利率低于预期是确实存在的，但是目前超超临界占比公司整体销售收入的比例较低，2010 年预计销售收入只占公司主营业务收入的 11%。其对业绩的影响因素相对较小。

- 另一方面，公司超超临界管规划产能将逐步释放，2010年产量预计达到1200吨，2012年达到3000吨。随着超超临界用管的量产，规模效应进一步显现。同时不断深化的生产经验积累，将进一步提升公司产品的成材率。我们认为超超临界管的盈利水平将逐步得到改善和提升。

图表6：超超临界业务盈利预测

超超临界	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)			1,200	2,500	3,000
单位售价(万元/吨)			10.4	10.0	9.5
单位成本(万元/吨)			9	9	8
销售额(万元)			12,480	25,000	28,500
成本(万元)			10,858	21,250	23,940
毛利(万元)			1,622	3,750	4,560
yoy				131%	22%
毛利率			13%	15%	16%
收入占主营业务比例			6%	9%	9%
毛利占主营业务毛利比例			4%	7%	6%

来源：国金证券研究所

### 油井管产能建设速度超过预期

- 公司IPO增发项目3000吨镍基合金油井管预计将于2011年开始投产。但是由于建设速度超过预期，预计今年将会形成50吨左右的产量，明年将达到500吨以上。2012年有望达产2000吨。

图表7：油井管业务盈利预测

镍基合金油井管	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)			50	500	2,000
单位售价(万元/吨)			23	23	22
单位成本(万元/吨)			21	18	15
销售额(万元)			1,150	11,500	44,000
成本(万元)			1,035	9,200	30,800
毛利(万元)			115	2,300	13,200
yoy					474%
毛利率			10%	20%	30%
收入占主营业务比例				4%	13%
毛利占主营业务毛利比例				5%	19%

来源：国金证券研究所

### 传统不锈钢管将继续保持稳定增长

- 预计2010年无缝管规划产量将达到22500吨，同比增长49%。焊接管随着IPO项目万吨石油传输焊管的达产预计2010年产量有望达到25000吨。随着钢价的上涨，我们预计今年产品的单位售价将有5%左右的涨幅。
- 无缝管和焊接管的主要成本来自于原材料。焊接管原材料成本占比约为90%左右，而无缝管原材料占比约为80%。同时，成材率也对产品成本造成一定影响：无缝管平均成品率为83%左右，焊管成品率为95-96%。目前公司无缝管和焊接管的定价模式主要采取“成本+加工费”的模式，而在这种模式下，产品的单位价格增长反而会造成毛利率的下降。

图表8：无缝管和焊接管主要盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>普通无缝管</b>					
销售量(吨)	15,438	15,076	22,500	23,625	23,625
	26%	-2%	49%	5%	0%
单位售价(万元/吨)	6.31	3.78	3.96	4.16	4.37
	3%	-40%	5%	5%	5%
单位成本(万元/吨)	5.56	3.15	3.39	3.56	3.74
销售额(万元)	97,421	56,925	89,206	98,349	103,267
		-42%	57%	10%	5%
成本(万元)	85,811	47,438	76,271	84,089	88,293
毛利(万元)	11,611	9,487	12,935	14,261	14,974
yoy	4%	-18%	36%	10%	5%
毛利率	12%	17%	15%	15%	15%
收入占主营业务比例	53%	45%	44%	36%	31%
毛利占主营业务毛利比例	42%	33%	35%	28%	21%
<b>普通焊接管</b>					
销售量(吨)	18,005	20,103	25,103	31,347	31,347
			25%	25%	0%
单位售价(万元/吨)	4.20	3.25	3.30	3.20	3.36
			5%	5%	5%
单位成本(万元/吨)	3.33	2.35			
销售额(万元)	75,550	65,359	82,840	100,309	105,325
		-13%	27%	21%	5%
成本(万元)	60,017	47,282	63,373	76,736	80,573
毛利(万元)	15,533	18,077	19,467	23,573	24,751
yoy	11%	16%			
毛利率	21%	28%	24%	24%	24%
收入占主营业务比例	41%	51%	41%	37%	32%
毛利占主营业务毛利比例	56%	63%	53%	47%	35%

来源：国金证券研究所



## 核级不锈钢管市场催生投资机会

### 核电不锈钢管种类繁多、价值差异较大

- 核级不锈钢管的主要用于核岛、常规岛、辅助设备。
- 根据不同的需要，管材中加入不同配比的合金，外加设备要求和制造难度的不同，不锈钢管的价值差异较大。
- 高端核心管材的价格高达百万以上，而常规管材价格只有 8~10 万元/吨。

### 蒸汽发生器用管--镍基超合金 U 管为主要价值所在

- 核用管材中制造难度最大的为核岛蒸汽发生器用的镍基超合金 Incone690 U 型管（蒸发器管）：蒸发器管是百万千瓦级核电机组中需使用的关键特殊材料。690 合金 U 型管制造难度在于冶金，热处理和制管工艺。冶金中不仅要控制合金元素杂质的含量，而且要严格控制 Mg,Al,等元素的含量。管材要经过三次热处理，即退火、特殊热处理、消除应力，要严格控制挤压、锻造、轧制工艺。
- Inconel 690-U 型管在国产化后价格大大降低，但仍然具有接近 50%的毛利率。
  - ◆ 国际上 Inconel 690-U 型管的供给商主要有法国 Valinox，日本住友和瑞典 Sandvik 三大公司垄断。国际报价曾经一度接近每吨 320 万元。
  - ◆ 不过国内企业对 Inconel 690-U 的国产化已经开始。宝钢和银环合资建设的第一个核电蒸发器用 Inconel 690-U 型管生产基地。一期已投产，产能为年产 750 吨 690U 型管。二期工程计划投资约 5 亿元，于 2011 年下半年投入试生产。
  - ◆ 根据我们调研情况来看，由于国产进程的加快，价格 Incone690 U 型管价格已接近每吨 120-150 万元。但是仍然具有 50%左右的毛利率。
- 用于堆内构件和驱动棒控制装置中的各种合金不锈钢管单位价值在 20-25 万/吨。每个百万千瓦反应堆需求量在 40-50 吨。
- 其它核岛和常规岛管材虽然用量大，但是单位价格较低。

图表9：主要不锈钢管材的价值分析

不锈钢管	使用区域	1000MW反应堆 用量（吨）		单位价值 （万元/吨）		1000MW反应堆 价值（万元）	
Inconel690	蒸汽发生器管	150 ~	175	120 ~	150	18,000 ~	26,250
321/304/316不锈钢管	堆内构件/驱动棒	40 ~	50	20 ~	25	800 ~	1,250
其它型号的核岛管材	核岛	450 ~	500	12 ~	15	5,400 ~	7,500
不锈钢管材	常规岛及其它	1800 ~	2,000	7 ~	10	12,600 ~	20,000
总价值						36,800 ~	55,000

来源：国金证券研究所

### 有限市场容量有利于产生细分行业龙头

- 按照每个反应堆不锈钢管材价值在 4-5 亿元计算，在 2020 年 8-9 套反应堆带增量带来的市场也仅为 40-50 亿/年。
- 但是我们认为也是因为核级不锈钢管材的总体市场容量有限，对大型实力钢厂的吸引力并不是很大，反而有利于优秀的小型专业制造企业形成垄断优势。

## 估值建议

- 我们预计公司 2010-2012 年的业绩分别为 0.91，1.33 和 2.09，业绩的复合增长率有望达到 50%。
- 对比中小板涉及核电相关业务的公司，公司的估值目前处于中游水平，并不算高。
- 由于公司的主要看点--蒸发管将在 2012 年以后才能形成实质性产量。我们认为给予公司 2011 年 30 倍较为合理。对应目标价为 40 元，建议买入。

图表10：中小板和创业板涉核公司估值比较

公司	主要涉核产品	代码	P/E	
华锐铸钢	核泵铸件	002204	28.75	21.91
久立特材	核岛管材	002318	38.25	26.27
海陆重工	堆内构件的吊篮筒体	002255	42.96	34.16
东方锆业	锆材	002167	77.75	52.74
上风高科	HVAC	000967	112.85	54.55
盾安环境	HVAC	002011?	39.16	30.82
南风股份	HVAC	300004?	56.65	37.53
奥特迅	电气设备	002227?	66.34	45.46
中核科技	核电阀门	000777?	66.59	43.72
烟台冰轮	核电阀门	000811	29.61	21.86
南洋股份	电缆	002212	23.59	19.24
沃尔核材	热缩材料	002130	N/a	N/a
浙富股份	蓄水储能电站	002266	24.98	20.24

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,083	2,076	1,583	2,025	2,705	3,336	货币资金	183	280	845	756	839	1,069
增长率		-0.3%	-23.7%	27.9%	33.5%	23.3%	应收款项	115	124	147	173	232	286
主营业务成本	-1,820	-1,796	-1,292	-1,659	-2,199	-2,627	存货	382	300	331	341	452	540
% 销售收入	87.4%	86.5%	81.6%	81.9%	81.3%	78.7%	其他流动资产	59	44	44	57	76	90
毛利	263	280	291	367	505	709	流动资产	739	748	1,367	1,328	1,598	1,985
% 销售收入	12.6%	13.5%	18.4%	18.1%	18.7%	21.3%	% 总资产	62.6%	59.0%	67.7%	64.8%	67.2%	70.6%
营业税金及附加	-3	-5	-4	-6	-8	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定投资	399	467	600	669	726	772
营业费用	-55	-76	-82	-109	-149	-180	% 总资产	33.8%	36.8%	29.7%	32.6%	30.5%	27.4%
% 销售收入	2.6%	3.7%	5.2%	5.4%	5.5%	5.4%	无形资产	40	52	51	52	53	53
管理费用	-41	-54	-58	-75	-95	-117	非流动资产	442	521	653	723	781	827
% 销售收入	2.0%	2.6%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	% 总资产	37.4%	41.0%	32.3%	35.2%	32.8%	29.4%
息税前利润 (EBIT)	164	145	147	177	254	403	资产总计	1,182	1,269	2,020	2,051	2,379	2,812
% 销售收入	7.9%	7.0%	9.3%	8.7%	9.4%	12.1%	短期借款	323	344	225	17	17	17
财务费用	-35	-41	-26	5	12	15	应付款项	329	321	329	403	535	642
% 销售收入	1.7%	2.0%	1.6%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	27	17	-7	37	39	41
资产减值损失	-5	-12	-3	-1	0	0	流动负债	679	682	548	457	591	700
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	176	173	63	63	63	64
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	30	30	30	30
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	854	856	641	550	683	794
营业利润	125	92	117	181	266	418	普通股股东权益	283	365	1,324	1,438	1,618	1,920
营业利润率	6.0%	4.4%	7.4%	8.9%	9.8%	12.5%	少数股东权益	44	49	56	63	77	98
营业外收支	1	1	3	0	0	0	负债股东权益合计	1,182	1,269	2,020	2,051	2,379	2,812
税前利润	126	93	120	181	266	418							
利润率	6.0%	4.5%	7.6%	8.9%	9.8%	12.5%	比率分析						
所得税	-35	-3	-16	-27	-40	-63		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	28.0%	3.4%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	91	89	104	154	226	355	每股收益	0.671	0.677	0.596	0.912	1.329	2.086
少数股东损益	10	8	9	8	14	21	每股净资产	2.362	3.039	8.275	8.987	10.116	12.002
归属于母公司的净利润	80	81	95	146	213	334	每股经营现金净流	0.644	1.165	0.937	1.709	1.618	2.535
净利率	3.9%	3.9%	6.0%	7.2%	7.9%	10.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.39%	22.28%	7.21%	10.15%	13.13%	17.38%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	6.81%	6.40%	4.72%	7.12%	8.94%	11.87%
净利润	91	89	104	154	226	355	投入资本收益率	14.33%	15.04%	7.61%	9.50%	12.18%	16.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	45	60	57	72	83	94	主营业务收入增长率	88.76%	-0.32%	-23.75%	27.93%	33.54%	23.34%
非经营收益	27	38	23	12	4	4	EBIT增长率	81.12%	-11.82%	1.17%	20.51%	43.90%	58.39%
营运资金变动	-86	-48	-34	35	-54	-48	净利润增长率	70.59%	0.95%	17.47%	52.97%	45.63%	57.04%
经营活动现金净流	77	140	150	273	259	406	总资产增长率	32.39%	7.41%	59.19%	1.52%	15.99%	18.21%
资本开支	-142	-115	-175	-142	-140	-140	资产管理能力						
投资	-1	-2	0	-1	0	0	应收账款周转天数	15.1	19.8	27.3	25.0	25.0	25.0
其他	25	4	36	0	0	0	存货周转天数	61.8	69.4	89.2	75.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	-118	-113	-139	-143	-140	-140	应付账款周转天数	12.9	12.2	13.0	13.0	13.0	13.0
股权募资	0	0	883	0	0	0	固定资产周转天数	58.9	62.6	118.9	99.7	78.3	65.2
债权募资	101	17	-230	-208	0	1	偿债能力						
其他	13	2	-88	-11	-36	-36	净负债/股东权益	96.41%	57.40%	-40.42%	-45.08%	-44.79%	-48.97%
筹资活动现金净流	114	19	565	-219	-36	-35	EBIT利息保障倍数	4.7	3.5	5.7	-32.7	-20.9	-26.2
现金净流量	73	46	577	-89	82	230	资产负债率	72.31%	67.43%	31.71%	26.81%	28.73%	28.22%

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	1	3	3	3
买入	0	0	0	0	0
持有	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.86	1.83	1.82

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 2009-12-03	减持	23.00	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。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

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)-82805115

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 2805 室