

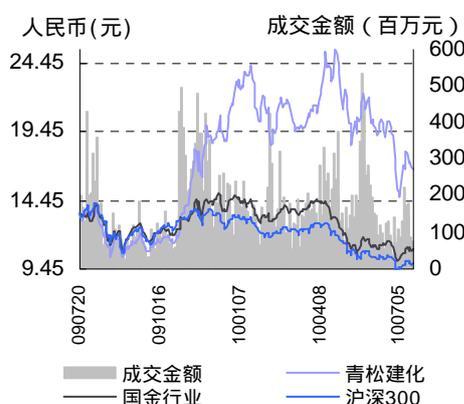
市价(人民币)：16.69元

目标(人民币)：24.00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) | 368.89 |
| 总市值(百万元) | 6,156.79 |
| 年内股价最高最低(元) | 25.50/10.34 |
| 沪深300指数 | 2616.13 |
| 上证指数 | 2424.27 |



成长性良好的新疆水泥股

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.326 | 0.561 | 0.806 | 1.197 | 1.774 |
| 每股净资产(元) | 3.71 | 4.08 | 4.75 | 5.82 | 7.47 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.53 | 0.90 | 0.99 | 1.42 | 1.81 |
| 市盈率(倍) | 22.42 | 40.23 | 20.71 | 13.94 | 9.41 |
| 行业优化市盈率(倍) | 25.55 | 50.09 | 50.09 | 50.09 | 50.09 |
| 净利润增长率(%) | 55.68% | 72.24% | 43.68% | 48.58% | 48.21% |
| 净资产收益率(%) | 8.78% | 13.75% | 16.95% | 20.56% | 23.77% |
| 总股本(百万股) | 368.89 | 368.89 | 368.89 | 368.89 | 368.89 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 青松建化是我们持续重点跟踪和前期重点推荐的新疆水泥股，目前我们再次推荐青松建化的逻辑在于我们前期对于水泥股观点的反复阐述（水泥股目前获得相对收益的概率在不断加大，详细见近期的多篇报告），而青松建化目前的估值水平随大盘的下降已经具备足够的安全性，而其行业基本面的预期与之前没有发生任何变化，而随着政策的不断深入和执行，其在未来的成长性方面还面临的一定超预期因素。
- 新疆新建产能陆续投产，但需求支持水泥价格持续超出预期：09年新疆达产新建水泥产能400万吨，2010年预计为1200万吨；在这种情况下，新疆水泥价格（42.5）仍然维持在西北最高位置，尤其进入6月份以来，水泥价格（42.5）连续4周在480元的高位，价格超预期的背后是水泥需求超出市场预期；
- 政策支持 - 未来新疆地区固定资产投资和水泥需求增速仍可观：“十一五”期间，新疆固定资产投资达到约11642亿元，根据国家在新疆工作会议上的安排，“十二五”期间新疆固定资产投资将比“十一五”的数值翻番，达到2.3万亿元以上，预计水泥需求也比“十一五”翻番，达到1.77亿吨左右，增量达到8800万吨，增量非常可观。而即使考虑到2010到2011年上半年可能投产的大量生产线，在一个相对较长的周期之内，行业供需形势仍能维持较好的水平（当然不排除个别地方在局部时间段会出现产能压力导致的景气下降的可能，比如2010年的喀什地区）。
- 市场结构方面：08年以来，新疆水泥行业两大巨头天山股份和青松建化的市场占有率达到60%以上，且根据我们测算，未来这一比例将更高。如此高的市场集中度下，二者可以在价格、产量上形成很好的协调机制，共享市场景气。
- 青松建化水泥产能仍将较快增长，且资源、能源和化工业务是公司中长期增长的接力棒：根据中国水泥行业的整合发展态势、青松建化在新疆水泥行业尤其在兵团的地位，我们认为其水泥业务未来仍将保持较快增长速度，而其投资的资源、能源、化工业务将是公司中长期增长的接力棒。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

盈利预测与投资建议

- 我们预测，青松建化 2010-2012 年分别实现主营业务收入 15.95、21.43、28.67 亿元，实现归属母公司净利润 2.97、4.42、6.55 亿元，同比增长 42.48%、46.37%、40.22%，对应 EPS 为 0.806、1.197、1.774 元；
- 随着 2011 年政策的不断到位执行，以及区域产能释放的压力不断减少，当然还要加上部分落后产能淘汰，我们认为新疆未来景气趋势向上的概率比较大，也就是上述盈利预测的确定性很强，甚至未来存在超预期的可能性，我们认为未来 12 个月给予公司 2011 年 20 倍 PE，即目标价格 24 元，建议看好新疆区域的中长期发展的投资者买入青松建化。

风险

- 对新疆地区的投入在金额、速度上低于预期。

内容目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 我们推荐青松建化的理由 | 4 |
| 新疆新建产能大量投产，但需求支持水泥价格持续超出预期 | 4 |
| 政策支持 - 未来新疆地区固定资产投资和水泥需求增速仍可观 | 5 |
| 市场结构 - 新疆区域市场集中度高，且未来更集中 | 6 |
| 青松建化 - 水泥产能仍将较快增长 | 7 |
| 资源、能源和化工业务将是公司中长期增长的接力棒 | 7 |
| 盈利预测与投资建议 | 9 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 9 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：09 年底新疆地区的 28 条新干线情况 | 4 |
| 图表 2：今年年初至明年年初新疆预计投产的熟料线 | 5 |
| 图表 3：今年以来新疆水泥投资增速远高于全国水平 | 5 |
| 图表 4：新建产能大量放出并未将新疆水泥价格压垮 | 5 |
| 图表 5：“十一五”、“十二五”期间新疆 FAI 与水泥产量示意图 | 6 |
| 图表 6：新疆新增有效产能 VS 新增需求（万吨） | 6 |
| 图表 7：天山股份、青松建化市场占有率不断提高 | 7 |
| 图表 8：青松建化的水泥生产线情况（新干线均配备余热发电设施） | 7 |
| 图表 9：公司收入预测表 | 8 |

我们推荐青松建化的理由

- 目前我们推荐青松建化，基于以下几点考虑：
 - 我们近期对于水泥股的观点 - 获得相对收益的概率在不断加大，尤其在西部大开发政策的大力支持下。
 - 青松建化目前的估值水平随大盘的下降已经具备足够的安全性，而其行业基本面的预期与之前没有发生任何变化，而随着政策的不断深入和执行，其在未来的成长性方面还面临的一定超预期因素。
 - 近两年区域新建产能投放迅速，但是水泥价格高位运行，表明需求持续超出预期。而在新疆政策的支持下，未来需求将持续强劲，即使考虑可能的在局部区域局部时间有产能压力，但在一个相对中长期的周期内，新疆的景气区域尚能维持，而水泥市场集中度高，企业可以充分享受市场景气。

新疆新建产能陆续投产，但需求支持水泥价格持续超出预期

- 截至 09 年底，全新疆水泥生产能力约为 2590 万吨，其中新型干法生产线 28 条，合计熟料生产能力达 1590 万吨/年（按磨机能力测算，新型干法生产能力大约 1636 万吨）；预计今年截至 2011 年上半年，新疆投产熟料线 14 条，新增水泥产能 1200 万吨左右。

图表1：09 年底新疆地区的 28 条新干线情况

| 地区 | 企业名称 | 生产线地点 | 设计产能 (t/d) | 年熟料产能 (万吨) | |
|------|--------------------|-------|------------|------------|---------|
| | | | | 生产线 | 地区 |
| 阿克苏 | 天山多浪水泥公司 | 阿克苏 | 1500 | 46.5 | 217.00 |
| | 青松建化库车水泥厂 | 阿克苏 | 1500 | 77.5 | |
| | 青松建化阿克苏水泥公司 | 阿克苏 | 3000 | 93 | |
| 巴音 | 天山水泥公司和静水泥厂 | 巴音 | 2000 | 62 | 62.00 |
| 昌吉 | 新疆准噶尔水泥有限公司 | 昌吉 | 2000 | 62 | 111.60 |
| | 天山米东水泥有限公司 | 昌吉 | 1600 | 49.6 | |
| 塔城 | 天山水泥公司沙湾技改工程 | 塔城 | 1000 | 31 | 31.00 |
| 吐鲁番 | 天山集团大河沿熟料基地 | 吐鲁番 | 2500 | 77.5 | 77.50 |
| 乌鲁木齐 | 新疆屯河股份有限公司 | 乌鲁木齐 | 1000 | 31 | 192.20 |
| | 新疆天山水泥股份有限公司 | 乌鲁木齐 | 700 | 21.7 | |
| | 新疆天山水泥股份有限公司 | 乌鲁木齐 | 2000 | 62 | |
| | 新疆青松水泥有限责任公司 | 乌鲁木齐 | 2500 | 77.5 | |
| 伊犁 | 伊犁南岗霍城水泥厂 | 伊犁 | 1600 | 49.6 | 192.20 |
| | 伊犁南岗建材有限公司 | 伊宁县 | 2000 | 62 | |
| | 新疆伊力特北屯水泥厂 | 伊犁 | 1000 | 31 | |
| | 新疆金龙水泥有限公司 | 伊犁 | 1600 | 49.6 | |
| 和田 | 新疆和田鲁兴水泥有限公司 | 和田 | 1600 | 49.6 | 127.10 |
| | 青松建化和田水泥公司 | 和田 | 2500 | 77.5 | |
| 石河子 | 新疆天业水泥有限公司 | 石河子 | 2000 | 62 | 155.00 |
| | 青松天业水泥有限公司 | 石河子 | 1000 | 31 | |
| | 新疆天业水泥有限公司 | 石河子 | 2000 | 62 | |
| 博尔塔拉 | 博乐南岗建材有限公司 | 博尔塔拉 | 2000 | 62 | 124.00 |
| | 新疆博兰水泥有限公司 | 博尔塔拉 | 2000 | 62 | |
| 喀什 | 天山股份阿克苏多浪水泥公司喀什分公司 | 新疆喀什 | 2500 | 77.5 | 77.50 |
| 库尔勒 | 新疆天山水泥塔什店分公司 | 塔什店 | 2000 | 62 | 62.00 |
| 阿勒泰 | 屯河水泥有限公司布尔津线分公司 | 阿勒泰 | 2000 | 62 | 62.00 |
| 哈密 | 哈密南岗建材有限公司 | 哈密 | 2000 | 62 | 62.00 |
| 克拉玛依 | 克拉玛依龙盛特种水泥有限公司 | 克拉玛依 | 1200 | 37.2 | 37.20 |
| 合计 | | | 50300 | 1590.30 | 1590.30 |

来源：数字水泥 国金证券研究所

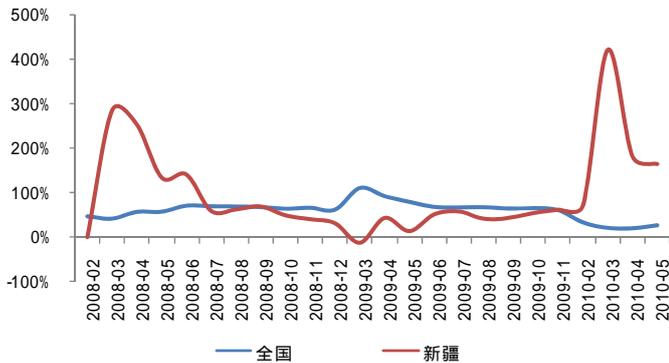
图表2：今年年初至明年年初新疆预计投产的熟料线

| 项目 | 熟料产能 (t/d) |
|----------------|------------|
| 新疆大唐鼎旺一期 | 2500 |
| 新疆莎车县隆基水泥 | 2500 |
| 新疆库尔勒鲁岳三川建材 | 2500 |
| 天山股份哈密项目 | 2500 |
| 天山股份布尔津项目 | 2000 |
| 天山股份乌鲁木齐米东 1 线 | 2000 |
| 天山股份乌鲁木齐米东 2 线 | 2000 |
| 特克斯县鑫疆水泥 | 2500 |
| 新疆疏勒新森水泥 | 2500 |
| 青松建化巴州项目 | 2500 |
| 青松建化克州项目 | 2500 |
| 青松建化乌苏项目 | 3000 |
| 喀什飞龙水泥 | 2500 |
| 伊犁哈巴河水泥 | 2000 |

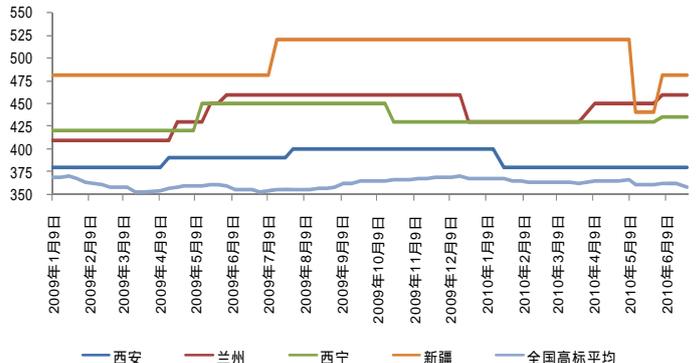
来源：数字水泥 国金证券研究所

- 新疆水泥行业固定资产投资今年以来维持在高位，今年前五个月累计实现 15.55 亿元，同比增长 164.7%；与上表所反馈的信息一致——过多的产能释放使我们过去和未来对新疆水泥股投资逻辑的一个重要担心。
- 但，我们从价格指标来看，新疆水泥价格（42.5）仍然维持在西北最高的位置，尤其进入 6 月份以来，水泥价格（42.5）连续 4 周在 480 元的高位，需求超预期是主要原因。

图表3：今年以来新疆水泥投资增速远高于全国水平



图表4：新建产能大量放出并未将新疆水泥价格压垮



来源：数字水泥 国金证券研究所

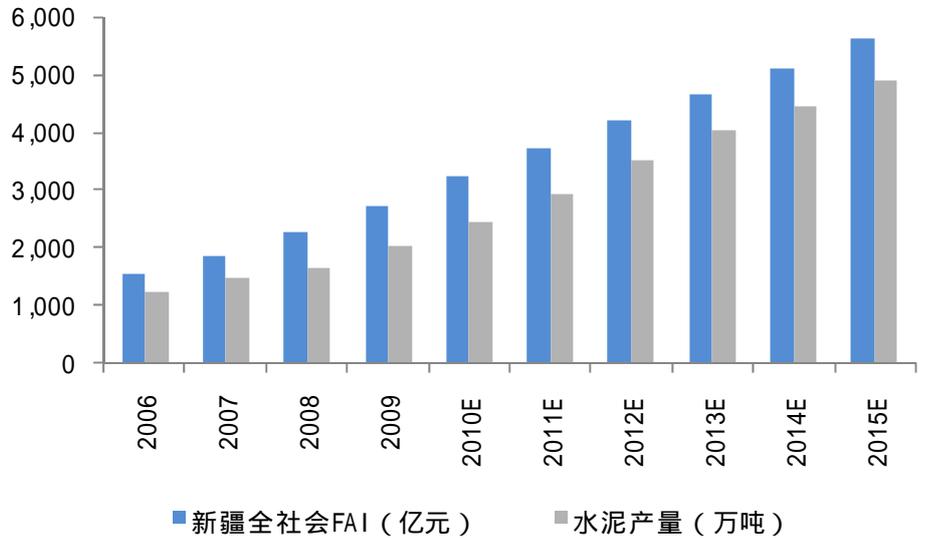
- 从淘汰层面来看，目前新疆地区有落后水泥产能 700-800 万吨，但由于绿洲经济的特点，无法全部淘汰，根据新疆建材行办编制、并上报工信部的 2010~2012 年淘汰落后水泥产能计划，2010-2012 年计划淘汰 351 万吨落后产能，其中，2010 年淘汰 142 万吨，涉及 7 家水泥企业，12 条生产线。

政策支持 - 未来新疆地区固定资产投资和水泥需求增速仍可观

- “十一五”期间，新疆固定资产投资达到约 11642 亿元，根据国家在新疆工作会议上的安排，“十二五”期间新疆固定资产投资将比“十一五”

的数值翻番，达到 2.3 万亿元以上，预计水泥需求也比“十一五”翻番，达到 1.77 亿吨左右，增量达到 8800 万吨，增量非常可观。

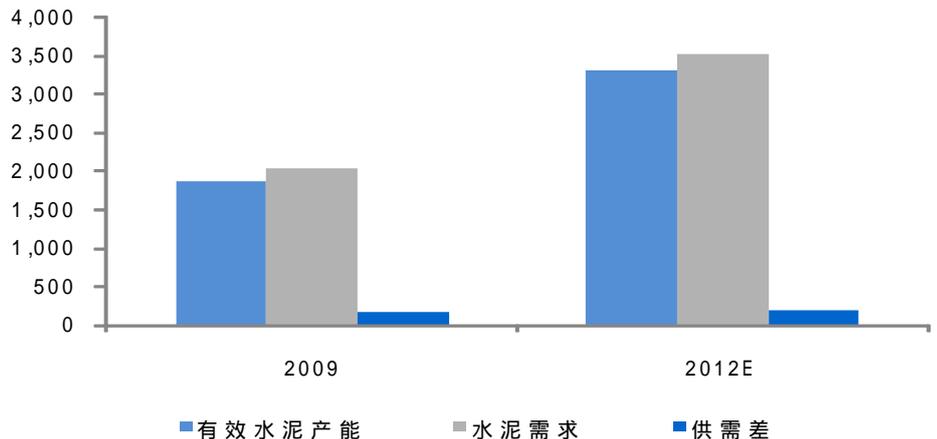
图表5：“十一五”、“十二五”期间新疆 FAI 与水泥产量示意图



来源：国金证券研究所

- 2009 年新疆新增水泥产能大约 400 万吨，今年到明年上半年有 14 条生产线投产，共计 883 万吨的熟料生产能力，合计 1200 万吨水泥生产能力，从数字上看，今年是新疆水泥产能压力最大的一年，但考虑到未来需求在支持新疆政策不断落实会继续高速增长、而供给面最大的释放正在释放中（意味着未来的增速将不断减少，如果考虑到很多生产线的建设资金并不充分，很多生产线建设可能延期，则产能的风险相对更小），我们仍认为从大趋势上来看，新疆区域的景气尚能维持高位。（当然不排除个别区域有压力，比如 2010 年喀什区域的水泥价格）

图表6：新疆新增有效产能 VS 新增需求（万吨）

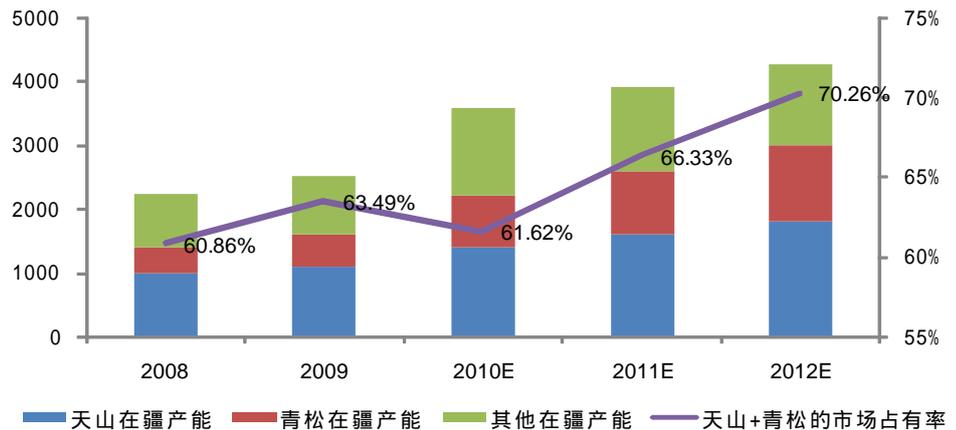


来源：国金证券研究所

市场结构 - 新疆区域市场集中度高，且未来更集中

- 08 年以来，新疆水泥行业两大巨头天山股份和青松建化的市场占有率达到 60% 以上，且根据我们测算，未来这一比例将更高。如此高的市场集中度下，二者可以在价格、产量上形成很好的协调机制，共享市场景气。

图表7：天山股份、青松建化市场占有率不断提高



来源：公司资料 数字水泥 国金证券研究所

青松建化 - 水泥产能仍将较快增长

- 目前青松建化控股的水泥产能大约 650 万吨左右，其中今年上半年投产的 200 万吨克州和巴州生产线保证能形成今明两年明显的增量；而乌苏项目的建成投产能形成明后两年增长的接力棒。这是我们看得见的增长。
- 而从水泥行业目前的发展态势，整合是大趋势，青松建化作为新疆的龙头之一，很明显将是未来市场整合的主导者之一；其二，新疆目前在全国经济中独特的地位，以及青松建化作为上市公司的独特优势，青松建化仍将是区域新建产能政策放开的重要受益企业。

图表8：青松建化的水泥生产线情况（新干线均配备余热发电设施）

| 项目 | 子公司 | 熟料产能 | 年产水泥（吨）- 理论值 | 权益比例 | 投产日期 | 地点 | 备注 |
|-----|-------------|---------|--------------|--------|----------|-------|---------------------|
| 已投产 | 本部新型干法水泥分公司 | 3000t/d | 1255500 | 100% | 2008年底 | 阿克苏市 | |
| | 本部水泥厂 | 立窑&旋窑 | 800000 | 100% | 九十年代 | 阿克苏市 | 未来将按照国家政策退出。 |
| | 新疆青松 | 2500t/d | 1046250 | 88.11% | 2005/6 | 乌鲁木齐市 | |
| | 和田青松 | 2000t/d | 837000 | 100% | 2007年底 | 墨玉县 | |
| | 库车青松 | 1200t/d | 502200 | 100% | 2005年 | 库车县 | |
| | 克州青松 | 2500t/d | 1046250 | 100% | 2010年上半年 | 阿图什市 | |
| | 巴州青松绿原建材 | 2500t/d | 1046250 | 65% | 2010年上半年 | 库尔勒市 | |
| 小计 | | | 6533450 | | | | |
| 在建 | 乌苏项目 | 3000t/d | 1255500 | 52.86% | 建设中 | 乌苏市 | 通过新疆青松持有乌苏项目60%的股权。 |
| 总计 | | | 7788950 | | | | |

来源：公司资料 国金证券研究所

资源、能源和化工业务将是公司中长期增长的接力棒

- 公司参股位于库车的大平滩煤矿，国电持股 51%，公司持股 49%，预计在 2011 年 4 季度形成一定的开采能力。将形成 2012 年的增量。
- 能源方面，公司在吐鲁番有一个 09 年 4 月份成立的持股 35% 的新能源公司，该公司业务包括：一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦；中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。2011 年以后也将逐渐能看到业绩贡献。
- 化工业务：除了目前拥有的磷肥和硫酸生产能力外，还有 10 万吨烧碱项目预计 12 年建成投产，化工板块对利润的贡献度将会有所提升。

- 以上部分构成了公司未来新的利润增长点，公司业绩长期增长相对有保障。

图表9：公司收入预测表

| 项 目 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|--------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 水泥 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 522.60 | 732.86 | 1,023.37 | 1,344.00 | 1,860.00 | 2,480.00 |
| 增长率(YOY) | | 40.24% | 39.64% | 31.33% | 38.39% | 33.33% |
| 毛利率 | 24.53% | 25.29% | 29.19% | 32.00% | 33.00% | 34.00% |
| 销售成本(百万元) | 394.42 | 547.51 | 724.64 | 913.92 | 1,246.20 | 1,636.80 |
| 增长率(YOY) | | 38.81% | 32.35% | 26.12% | 36.36% | 31.34% |
| 毛利(百万元) | 128.18 | 185.36 | 298.74 | 430.08 | 613.80 | 843.20 |
| 增长率(YOY) | | 44.61% | 61.17% | 43.97% | 42.72% | 37.37% |
| 占总销售额比重 | 76.07% | 77.15% | 81.84% | 84.27% | 86.78% | 86.49% |
| 占主营业务利润比重 | 78.07% | 78.55% | 83.66% | 87.61% | 89.59% | 89.23% |
| 水泥制品(混凝土) | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 61.57 | 70.61 | 94.19 | 113.03 | 135.63 | 169.54 |
| 增长率(YOY) | | 14.69% | 33.39% | 20.00% | 20.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 21.90% | 29.78% | 28.35% | 28.00% | 29.00% | 29.00% |
| 销售成本(百万元) | 48.08 | 49.59 | 67.48 | 81.38 | 96.30 | 120.37 |
| 增长率(YOY) | | 3.12% | 36.09% | 20.59% | 18.33% | 25.00% |
| 毛利(百万元) | 13.48 | 21.03 | 26.71 | 31.65 | 39.33 | 49.17 |
| 增长率(YOY) | | 55.95% | 27.01% | 18.51% | 24.29% | 25.00% |
| 占总销售额比重 | 8.96% | 7.43% | 7.53% | 7.09% | 6.33% | 5.91% |
| 占主营业务利润比重 | 8.21% | 8.91% | 7.48% | 6.45% | 5.74% | 5.20% |
| 化工 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 42.64 | 80.03 | 68.51 | 70.00 | 80.00 | 150.00 |
| 增长率(YOY) | | 87.68% | -14.40% | 2.18% | 14.29% | 87.50% |
| 毛利率 | 43.09% | 26.52% | 29.67% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 销售成本(百万元) | 24.27 | 58.80 | 48.18 | 50.40 | 57.60 | 108.00 |
| 增长率(YOY) | | 142.30% | -18.07% | 4.61% | 14.29% | 87.50% |
| 毛利(百万元) | 18.37 | 21.23 | 20.33 | 19.60 | 22.40 | 42.00 |
| 增长率(YOY) | | 15.53% | -4.23% | -3.59% | 14.29% | 87.50% |
| 占总销售额比重 | 6.21% | 8.42% | 5.48% | 4.39% | 3.73% | 5.23% |
| 占主营业务利润比重 | 11.19% | 9.00% | 5.69% | 3.99% | 3.27% | 4.44% |
| 其他 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 5.91 | 5.78 | 7.84 | 7.84 | 7.84 | 7.84 |
| 增长率(YOY) | | -2.22% | 35.71% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 35.19% | 41.07% | 7.57% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 销售成本(百万元) | 3.83 | 3.40 | 7.24 | 7.24 | 7.24 | 6.27 |
| 增长率(YOY) | | -11.09% | 112.86% | 0.00% | 0.00% | -13.45% |
| 毛利(百万元) | 2.08 | 2.37 | 0.59 | 0.59 | 0.59 | 1.57 |
| 增长率(YOY) | | 14.10% | -75.00% | 0.00% | 0.00% | 164.32% |
| 占总销售额比重 | 0.86% | 0.61% | 0.63% | 0.49% | 0.37% | 0.27% |
| 占主营业务利润比重 | 1.27% | 1.01% | 0.17% | 0.12% | 0.09% | 0.17% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 54.25 | 60.67 | 56.52 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| 增长率(YOY) | | 11.82% | -6.85% | 6.17% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 3.83% | 9.89% | 18.95% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 销售成本(百万元) | 52.18 | 54.67 | 45.81 | 51.00 | 51.00 | 51.00 |
| 增长率(YOY) | | 4.78% | -16.22% | 11.34% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利(百万元) | 2.08 | 6.00 | 10.71 | 9.00 | 9.00 | 9.00 |
| 增长率(YOY) | | 188.97% | 78.55% | -15.96% | 0.00% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 7.90% | 6.39% | 4.52% | 3.76% | 2.80% | 2.09% |
| 占主营业务利润比重 | 1.26% | 2.54% | 3.00% | 1.83% | 1.31% | 0.95% |
| 销售总收入(百万元) | 686.97 | 949.95 | 1250.43 | 1594.86 | 2143.47 | 2867.38 |
| 销售总成本(百万元) | 522.78 | 713.97 | 893.35 | 1103.94 | 1458.34 | 1922.44 |
| 毛利(百万元) | 164.19 | 235.98 | 357.07 | 490.92 | 685.13 | 944.93 |
| 平均毛利率 | 23.90% | 24.84% | 28.56% | 30.78% | 31.96% | 32.95% |

来源：国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预测，青松建化 2010-2012 年分别实现主营业务收入 15.95、21.43、28.67 亿元，实现净利润 2.97、4.42、6.55 亿元，同比增长 42.48%、46.37%、40.22%，对应 EPS 为 0.806、1.197、1.774 元；
- 随着 2011 年政策的不断到位执行，以及区域产能释放的压力不断减少，当然还要加上部分落后产能淘汰，我们认为新疆未来景气趋势向上的概率比较大，也就是上述盈利预测的确定性很强，甚至未来存在超预期的可能性，我们认为未来 12 个月给予公司 2011 年 20 倍 PE，即目标价格 24 元，建议看好新疆区域的中长期发展的投资者买入青松建化。
- 另外，公司的配股申请已经获得证监会通过，建议投资者近期重点关注配股价格以及实施情况。

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 | 687 | 950 | 1,250 | 1,595 | 2,143 | 2,867 | 货币资金 | 673 | 313 | 245 | 200 | 200 | 298 |
| 增长率 | | 38.3% | 31.6% | 27.5% | 34.4% | 33.8% | 应收款项 | 103 | 104 | 148 | 168 | 285 | 458 |
| 主营业务成本 | -523 | -714 | -893 | -1,104 | -1,458 | -1,922 | 存货 | 176 | 255 | 294 | 333 | 440 | 579 |
| % 销售收入 | 76.1% | 75.2% | 71.4% | 69.2% | 68.0% | 67.0% | 其他流动资产 | 53 | 132 | 122 | 168 | 221 | 290 |
| 毛利 | 164 | 236 | 357 | 491 | 685 | 945 | 流动资产 | 1,005 | 804 | 809 | 869 | 1,145 | 1,626 |
| % 销售收入 | 23.9% | 24.8% | 28.6% | 30.8% | 32.0% | 33.0% | % 总资产 | 48.9% | 35.6% | 26.4% | 24.5% | 27.8% | 33.3% |
| 营业税金及附加 | -5 | -7 | -12 | -14 | -19 | -26 | 长期投资 | 120 | 133 | 171 | 172 | 171 | 171 |
| % 销售收入 | 0.8% | 0.8% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 909 | 1,296 | 2,030 | 2,454 | 2,753 | 3,025 |
| 营业费用 | -23 | -26 | -31 | -40 | -54 | -72 | % 总资产 | 44.3% | 57.4% | 66.2% | 69.1% | 66.7% | 62.0% |
| % 销售收入 | 3.3% | 2.7% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 无形资产 | 14 | 21 | 53 | 54 | 54 | 55 |
| 管理费用 | -69 | -85 | -103 | -136 | -171 | -229 | 非流动资产 | 1,049 | 1,455 | 2,258 | 2,682 | 2,981 | 3,253 |
| % 销售收入 | 10.0% | 8.9% | 8.2% | 8.5% | 8.0% | 8.0% | % 总资产 | 51.1% | 64.4% | 73.6% | 75.5% | 72.2% | 66.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 67 | 118 | 211 | 301 | 441 | 618 | 资产总计 | 2,054 | 2,260 | 3,067 | 3,551 | 4,125 | 4,879 |
| % 销售收入 | 9.8% | 12.4% | 16.9% | 18.9% | 20.6% | 21.6% | 短期借款 | 338 | 235 | 122 | 248 | 183 | 0 |
| 财务费用 | -33 | -26 | -28 | -25 | -27 | -21 | 应付款项 | 220 | 320 | 515 | 535 | 748 | 1,040 |
| % 销售收入 | 4.8% | 2.7% | 2.2% | 1.6% | 1.2% | 0.7% | 其他流动负债 | 15 | 30 | 18 | 89 | 102 | 120 |
| 资产减值损失 | -4 | -3 | 0 | -1 | -1 | -1 | 流动负债 | 573 | 585 | 655 | 873 | 1,033 | 1,160 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 165 | 252 | 804 | 804 | 804 | 805 |
| 投资收益 | 11 | 14 | 9 | 10 | 12 | 40 | 其他长期负债 | 0 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 12.1% | 8.9% | 3.5% | 2.7% | 2.2% | 5.0% | 负债 | 738 | 840 | 1,461 | 1,676 | 1,837 | 1,964 |
| 营业利润 | 41 | 103 | 193 | 286 | 425 | 636 | 普通股股东权益 | 1,277 | 1,368 | 1,505 | 1,754 | 2,148 | 2,754 |
| 营业利润率 | 6.0% | 10.8% | 15.4% | 17.9% | 19.8% | 22.2% | 少数股东权益 | 38 | 52 | 101 | 121 | 141 | 161 |
| 营业外收支 | 51 | 54 | 74 | 88 | 118 | 158 | 负债股东权益合计 | 2,054 | 2,260 | 3,067 | 3,551 | 4,125 | 4,879 |
| 税前利润 | 92 | 157 | 268 | 373 | 543 | 794 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 13.5% | 16.5% | 21.4% | 23.4% | 25.3% | 27.7% | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 所得税 | -10 | -32 | -47 | -56 | -81 | -119 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 10.9% | 20.5% | 17.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.314 | 0.326 | 0.561 | 0.806 | 1.197 | 1.774 |
| 净利润 | 82 | 125 | 221 | 317 | 462 | 675 | 每股净资产 | 5.194 | 3.710 | 4.079 | 4.755 | 5.822 | 7.466 |
| 少数股东损益 | 5 | 5 | 14 | 20 | 20 | 20 | 每股经营现金净流 | 0.623 | 0.533 | 0.900 | 0.989 | 1.417 | 1.807 |
| 归属于母公司的净利润 | 77 | 120 | 207 | 297 | 442 | 655 | 每股股利 | 0.050 | 0.100 | 0.120 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 11.2% | 12.6% | 16.5% | 18.6% | 20.6% | 22.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 6.04% | 8.78% | 13.75% | 16.95% | 20.56% | 23.77% |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 总资产收益率 | 3.76% | 5.32% | 6.75% | 8.37% | 10.71% | 13.42% |
| 净利润 | 77 | 125 | 221 | 317 | 462 | 675 | 投入资本收益率 | 3.31% | 4.93% | 6.88% | 8.75% | 11.44% | 14.12% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 77 | 81 | 118 | 175 | 211 | 239 | 主营业务收入增长率 | 34.23% | 38.28% | 31.63% | 27.55% | 34.40% | 33.77% |
| 非经营收益 | 31 | 16 | 23 | -66 | -99 | -172 | EBIT 增长率 | 48.92% | 75.16% | 78.87% | 42.48% | 46.37% | 40.22% |
| 营运资金变动 | -32 | -24 | -30 | -62 | -51 | -75 | 净利润增长率 | 75.53% | 55.68% | 72.24% | 43.68% | 48.58% | 48.21% |
| 经营活动现金净流 | 153 | 197 | 332 | 365 | 523 | 667 | 总资产增长率 | 45.44% | 10.03% | 35.71% | 15.79% | 16.18% | 18.27% |
| 资本开支 | -298 | -493 | -752 | -513 | -391 | -352 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -3 | 0 | -26 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 54.0 | 27.1 | 20.3 | 20.0 | 30.0 | 40.0 |
| 其他 | 20 | 0 | 5 | 10 | 12 | 40 | 存货周转天数 | 121.0 | 110.1 | 112.1 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| 投资活动现金净流 | -281 | -493 | -774 | -504 | -379 | -312 | 应付账款周转天数 | 76.0 | 87.1 | 125.6 | 120.0 | 130.0 | 140.0 |
| 股权募资 | 684 | 11 | 42 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 360.5 | 351.9 | 462.5 | 439.3 | 343.7 | 266.1 |
| 债权募资 | -28 | -16 | 439 | 124 | -65 | -182 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -33 | -55 | -102 | -29 | -79 | -74 | 净负债/股东权益 | -12.91% | 12.24% | 42.39% | 45.45% | 34.40% | 17.38% |
| 筹资活动现金净流 | 623 | -60 | 379 | 94 | -144 | -256 | EBIT 利息保障倍数 | 2.0 | 4.5 | 7.6 | 12.2 | 16.5 | 29.8 |
| 现金净流量 | 495 | -357 | -63 | -45 | 0 | 98 | 资产负债率 | 35.94% | 37.16% | 47.66% | 47.21% | 44.53% | 40.26% |

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 | 0 |
| 买入 | 1 | 1 | 1 | 2 | 5 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.09 |

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 2008-08-22 | 买入 | 6.38 | N/A |
| 2 2008-10-26 | 买入 | 4.63 | N/A |
| 3 2009-04-03 | 买入 | 11.76 | 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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

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