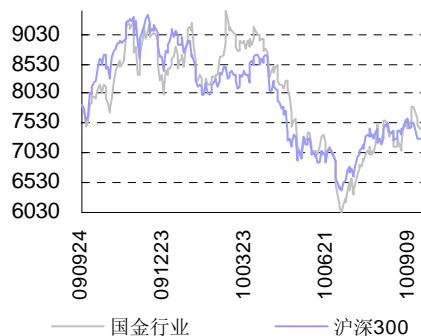


## 关注新能源钢结构配套

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	38.60
发行A股数量(百万股)	30.00
总股本(百万股)	90.00
国金发电设备指数	7442.22
沪深300指数	2857.48
中小板指数	6544.55



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	3.491	1.050	1.153	1.405	1.573
每股净资产(元)	7.40	2.47	12.46	13.87	15.44
每股经营性现金流(元)	1.57	0.80	2.49	1.46	1.66
市盈率(倍)	11.06	36.77	33.49	27.47	24.53
行业优化市盈率(倍)	16.42	34.61	34.61	34.61	34.61
净利润增长率(%)	314.35%	56.41%	46.42%	21.88%	11.99%
净资产收益率(%)	47.21%	42.57%	9.25%	10.13%	10.19%
总股本(百万股)	17.30	90.00	120.00	120.00	120.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- 公司主要从事电力重型装备钢结构产品制造与销售，主要产品为火电锅炉钢结构和管塔式风电塔架。目前公司火电锅炉钢结构市场份额为 9.35%；风电塔架市场份额约为 3%；
- 募集资金用于扩充附加值更高的新能源产能：公司 IPO 募资用于蓬莱 6 万吨重型装备钢结构制造项目，主要投向风电和核电相关的新能源配套钢结构。我们认为高附加值的海上风电塔架和核电钢结构件将有助于提高公司长期的盈利能力，并保持竞争优势；
- 陆上风电仍是近期主要增长点：在火电市场需求萎缩的背景下，公司产能将逐步转向风电塔架。虽然经历了过去 5 年年均 100% 的复合增长，今年风电装机的行业增速将有所下滑，但是未来 3 年每年的市场容量仍将维持 70~80 亿的规模。我们认为短期内主要盈利贡献仍然来自于陆上风电，预计今年风电塔架的收入占比有望达到 77%；
- 区位优势明显，成本控制领先：风电塔架属于超长超高超重物品，运输困难，存在显著的运输半径的问题。所以塔架市场也呈现出明显的区域竞争特点。公司产能紧临风电场集中的蒙东地区，靠近主要北部风资源，从而降低了运输成本。同时公司通过集成模块化管理系统以及成本控制激励机制，将材料损耗率控制在 2-3% 之间，远低于本行业 6~9% 的平均水平；
- 但陆上风电塔架毛利率或将下降，高端产品尚需时日：陆上风电塔架由于产能不足、供应紧张，过去 2-3 年享受着 30% 的高毛利率。但随着产能的释放，未来 3 年毛利率将逐步下降到 20% 左右。海上风电塔架和核电钢结构业务远期有着巨大的市场空间。但由于海上风电和核电业务产能释放需要一段时间，我们认为高端产品真正实现利润贡献要等到 2-3 年后；

## 投资建议

- 我们测算公司 2010-2012 年净利润为 1.34 亿, 1.63 亿, 1.84 亿, 折合 EPS 为 1.15, 1.41, 1.57, 净利润复合增长率为 17%。对应 2010-2012 估值为 33 倍, 27 和 25 倍；
- 公司发行价格为 38.6, 对应 2010 年约 33 倍估值, 处于行业估值的平均水平。我们认为发行价格已经反映了未来 2-3 年的增长, 建议持有。

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

邢志刚 联系人  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

## 内容目录

盈利预测和估值.....	3
风电塔架业务贡献逐步增大.....	3
高端战略形成-募资投向附加值更高的海上风电和核电配套.....	3
火电钢结构件业务将保持稳定.....	4
海上风电产能释放需要时间，短期增长仍然在陆上.....	4
估值和投资建议：估值偏高，建议持有.....	5
利用区位优势，加强成本控制，走高端路线.....	7
陆地风电塔架进入门槛不高造成竞争日趋激烈，区域布局成为关键.....	7
公司市场占有率不高，但具备一定的区位优势.....	7
成本控制能力较强.....	8
走高端路线，积极增加技术投入.....	9
长期毛利率将下降至 20%以下.....	9
高端产品盈利需要等待 3 年.....	10
海上风电和核电钢结构产品成为募集资金的主要方向.....	10
海上风电未来 3 年年均钢结构需求为 5-7 亿元，爆发期可能在 3 年以后....	10
核电钢结构产品将长期收益.....	10
风险提示.....	11
附录：三张报表预测摘要.....	11

## 图表目录

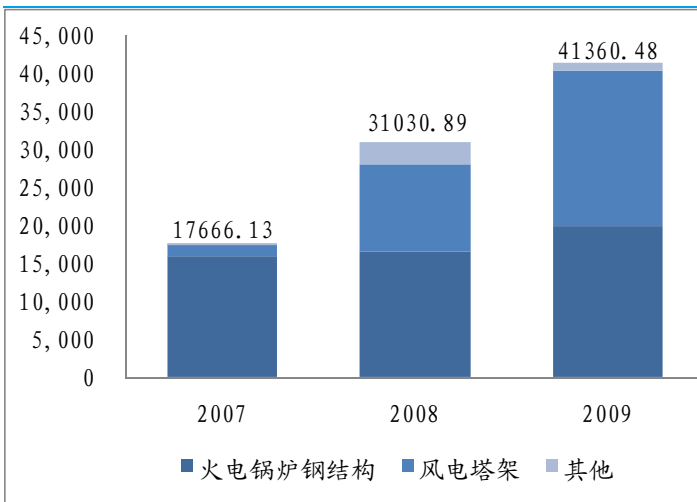
图表 1: 2007-2009 年公司收入情况(单位: 万元).....	3
图表 2: 2007-2010 上半年年公司主营业务收入占比.....	3
图表 3: 募集资金使用规划.....	3
图表 4: 募集资金项目规划.....	4
图表 5: 主要模型假设.....	5
图表 6: 可比公司估值比较.....	6
图表 7: 2009 风电装机主流产品.....	7
图表 8: 2008 年风电塔架市场占有率.....	7
图表 9: 风电安装分布、主要风电塔架生产基地.....	8
图表 10: 公司和竞争对手的成本结构.....	8
图表 11: 整机与塔架企业毛利率比较.....	9
图表 12: 各种钢结构件单位价值比较.....	10
图表 13: 各种钢结构件毛利率比较.....	10

## 盈利预测和估值

### 风电塔架业务贡献逐步增大

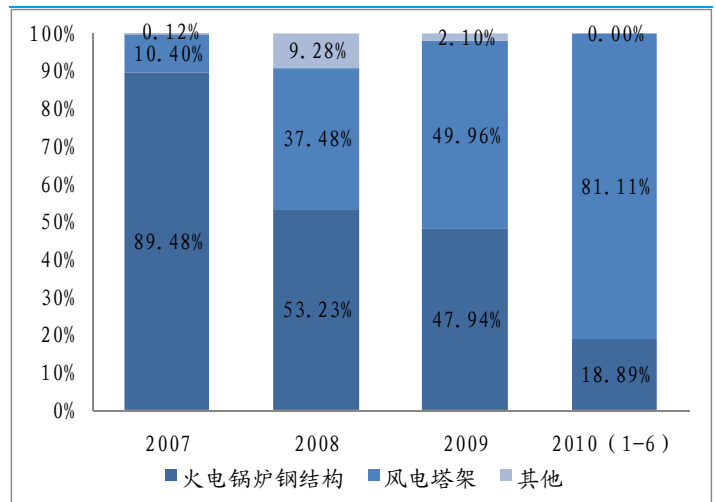
- 公司主要从事电力重型装备钢结构产品的制造与销售，主要产品为火电锅炉钢结构产品、管塔式风电塔架产品，属于重型装备制造业中的高端产品。
- 火电锅炉钢结构件已是龙头：2009 年公司火电锅炉钢结构产品市场份额占全国的 9.35%，占东北及内蒙古东部地区的三分之二以上。
- 风电塔架贡献逐步增大，是未来 2-3 年主要增长点：2009 年公司对应塔架所服务的风电机组装机容量为 25.85 万千瓦，约占全国市场容量近 3%，排名第七。

图表 1: 2007-2009 年公司收入情况(单位:万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 2: 2007-2010 上半年年公司主营业务收入占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 高端战略形成-募投资向附加值更高的海上风电和核电配套

- 本次公开发行不超过 3,000 万股新股，计划募集资金 51293.3 万元，全部用于在蓬莱建设的年加工 6 万吨重型装备钢结构制造项目。项目规划建设期为两年,2013 年形成 60%产能,2014 年形成 80%产能,2015 年实现全部投产。该项目将有助于公司提升产能，完善产品结构，展开海上风电和核电业务，开拓沿海以及国外市场。
- 高附加值产品产能释放尚需时日：我们认为海上风电和核电结构件的配套是公司未来主要的成长点，其较高的附加值也将提升公司整体的毛利率。不过我们认为海上风电和核电的最终产能释放仍然需要有 2-3 年时间。
- IPO 募集资金将形成扩张先机：我们认为钢结构件产品具有较强的地域性。其主要原因是产品体积和重量决定了运输极为困难。同时行业属性上是属于资金和劳动密集型产业。所以在需求地附近建立生产基地扩建产能成为了主要扩张手段。而更早进入资本市场的企业将获得更畅通的融资途径解决扩张资金需求，从而可以具备更快的扩张速度，也有助于在未来形成更大的竞争力。

图表 3: 募集资金使用规划

项目名称	募集资金额 (万元)	建设期		经营期		
		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
重型装备 钢结构项目	51,293.00	26,933.29	17,955.53	4,132.79	1,135.85	1,135.85

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表4: 募集资金项目规划

产品名称	产量(吨)	占总产量的比例(%)	单价(元/吨)	产值(万元)
火电锅炉钢结构	20,000	33.33	7,000	14,000
陆上风电塔架	10,000	16.67	9,000	9,000
海上风电塔架和基础部件	20,000	33.33	14,000	28,000
核电常规岛钢结构	10,000	16.67	9,000	9,000
合计	60,000	100		60,000

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 火电钢结构件业务将保持稳定

- **火电仍有稳定市场需求:** 2009 年底火电装机容量为 652GW, 预计 2020 年全社会用电量将达到 75,000 亿千瓦时, 相应装机容量规模 1560GW, 其中火电装机将占到至少 65%的比例, 约 1014GW。即 2010~2020 年火电净装机容量将达到 350GW 左右, 火电新投装机容量将达到 450GW 左右。预计 2010 年、2011 年、2012 年火电新投产机组容量平均每年不会低于 40GW。
- **配套钢结构市场容量在 16-20 亿/年:** 每新增一个 60 万千瓦的火电锅炉机组, 需要配套钢结构产品 4,000~5,000 吨。按未来十年新增火电机组 450GW 计算, 火电锅炉钢结构产品市场容量为 300~375 万吨, 平均每年有 30~37 万吨的市场容量。以 5500 元/吨计算, 每年的市场容量将维持在 16~20 亿。
- **公司在北方市场占有较高份额, 同时稳定的合作伙伴保障了锅炉业务在火电下降周期中仍然会保持稳定收入:** 公司火电锅炉钢结构产品在东北地区及内蒙古东部地区市场占有率已超过三分之二, 已成为东北地区、内蒙古东部地区最具有影响力的供应商之一。同时公司与哈尔滨锅炉厂具有长期战略合作协议, 签署《火电锅炉钢结构采购战略合作协议》保障了公司未来 3 年的锅炉结构件销量。

### 海上风电产能释放需要时间, 短期增长仍然在陆上

- **风电新增装机将趋于稳定, 海上风电将成为长期的方向:** 经过了过去 5 年 104% 的高速复合增长之后, 整机年新增装机容量已经达到 13GW 的较大基数。未来增速将逐步放缓, 而风电场的开发逐步从陆地延伸至海洋。
- **但海上风电近期贡献有限, 长期增长需看成本下降:** 我们认为海上风电短期内仍然受限于成本较高(目前海上风电总成本是陆地风电的两倍, 接近 17000-20000 元/千瓦), 特别是海上基础结构和施工费用高昂, 同时海上工况增加了维护难度。所以我们判断短期内海上风电只是试点性的开发, 通过产业链的打造和技术的进步来降低海上风电成本。真正落实到装机量上的爆发仍然需要等待 2-3 年时间。只有当海上风电和陆地风电具有经济可比性, 大规模开发才可能成为现实。
- **未来 2-3 年风电塔架市场容量约在 70~80 亿元:** 按照每台风力发电机组容量为 1.5MW 计算, 平均每年需要新增风力发电机组约为 7,000 套, 相应的风电塔架市场容量平均为每年 7,000 套;同时, 中国每年出口约 1,000 套塔筒。按每套 1.5MW 风机塔架的售价 100 万元人民币计, 估计国内市场需求每年在人民币 70~80 亿元。

图表5: 主要模型假设

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>火电锅炉钢结构</b>						
平均售价 (元/吨)	7,650	7,396	6,000	6,800	6,800	6,800
增长率 (YOY)	40%	-3%	-19%	13%	0%	0%
销售数量 (吨)	22,405	25,309	25,000	25,000	25,000	35,000
增长率 (YOY)	-17%	13%	-1%	0%	0%	40%
销售收入 (万元)	16,519	19,829	15,000	17,000	17,000	23,800
增长率 (YOY)	4%	20%	-24%	13%	0%	40%
毛利率	25%	35%	25%	22%	20%	20%
销售成本 (万元)	12,374	12,952	11,250	13,260	13,600	19,040
增长率 (YOY)	-10%	5%	-13%	18%	3%	40%
毛利 (万元)	4,145	6,877	3,750	3,740	3,400	4,760
增长率 (YOY)	100%	66%	-45%	0%	-9%	40%
占总销售额比重	53%	48%	23%	19%	16%	19%
占主营业务利润比重	50%	49%	21%	18%	14%	17%
<b>陆上风电塔架</b>						
平均售价 (元/吨)	10,882	9,875	9,300	9,100	9,000	9,000
增长率 (YOY)	33%	-9%	-6%	-2%	-1%	0%
销售数量 (吨)	10,688	20,962	55,000	80,000	100,000	110,000
增长率 (YOY)	375%	96%	162%	45%	25%	10%
销售收入 (万元)	11,631	20,663	51,150	72,800	90,000	99,000
增长率 (YOY)	533%	78%	148%	42%	24%	10%
毛利率	18%	31%	28%	24%	23%	22%
销售成本 (万元)	9,529	14,156	36,828	55,328	69,300	77,220
增长率 (YOY)				50%	25%	11%
毛利 (万元)	2,102	6,507	14,322	17,472	20,700	21,780
增长率 (YOY)	610%	210%		22%	18%	5%
占总销售额比重	37%	50%	77%	81%	84%	78%
占主营业务利润比重	25%	46%	79%	82%	86%	78%
<b>海上风电塔架、基础</b>						
平均售价 (元/吨)					14,000	14,000
增长率 (YOY)						0%
销售数量 (吨)					0	2,000
增长率 (YOY)						
销售收入 (万元)					0	2,800
增长率 (YOY)					NA	NA
毛利率					30%	30%
销售成本 (万元)					0	1,960
增长率 (YOY)						
毛利 (万元)					0	840
增长率 (YOY)						
占总销售额比重	0%	0%	0%	0%	0%	2%
占主营业务利润比重	0%	0%	0%	0%	0%	3%
<b>核电常规岛钢结构</b>						
平均售价 (元/吨)					9,000	9,000
增长率 (YOY)						0%
销售数量 (吨)					0.00	2,000.00
增长率 (YOY)						
销售收入 (万元)						1,800.0
增长率 (YOY)					NA	NA
毛利率					30%	30%
销售成本 (百万元)						1,260
增长率 (YOY)						
毛利 (百万元)						540
增长率 (YOY)						
占总销售额比重	0%	0%	0%	0%	0%	1%
占主营业务利润比重	0%	0%	0%	0%	0%	2%

来源: 国金证券研究所

估值和投资建议: 估值偏高, 建议持有

- 我们测算公司 2010-2012 年净利润为 1.34 亿, 1.63 亿, 1.84 亿, 折合 EPS 为 1.15, 1.41, 1.57, 净利润复合增长率为 17%。对应 2010-2012 估值为 33 倍, 27 和 25 倍。

- 公司目前 33 倍估值处于可比公司中平均水平，我们认为公司发行价格已经反映了未来 2-3 年的增长，建议持有。

**图表6: 可比公司估值比较**

公司名称	每股收益		市盈率	
	2009	2010E	2009	2010E
东南网架	0.21	0.37	59.53	34.3
齐星铁塔	0.53	0.52	38.35	33.3
华锐铸钢	0.72	0.83	36.65	27.7
<b>平均</b>			<b>44.84</b>	<b>31.77</b>

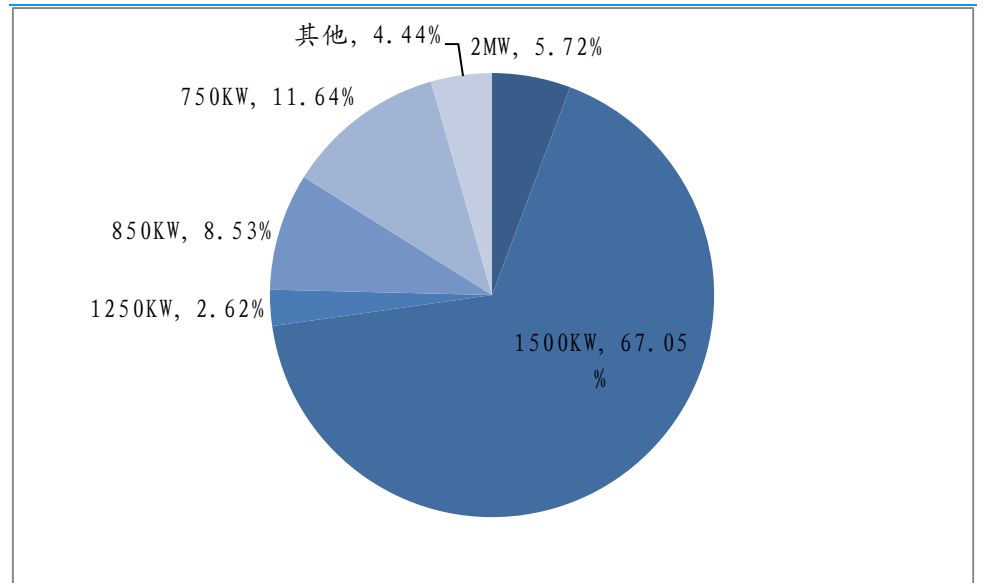
来源：国金证券研究所

## 利用区位优势，加强成本控制，走高端路线

### 陆地风电塔架进入门槛不高造成竞争日趋激烈，区域布局成为关键

- 虽然风电塔架对法兰平面度、法兰的内倾量、焊缝的棱角、错边量控制、厚板焊接和防腐等多方面提出了严格要求。不过对于成熟的钢结构供应商，这些仍然是“基本功”。
- 国内主流的风机产品为 1.5MW，与其配套的塔架属于中低端钢结构产品。对于国内的钢结构企业来说没有特别显著的技术壁垒。
- 我们认为由于风电塔架属于超长超高超重物品，运输困难，存在显著的运输半径的问题。同时由于技术壁垒不高，所以风电塔架市场有着明显的区域性竞争的特点，而具有区域先发优势的企业将具有的竞争力。

图表7：2009 风电装机主流产品



来源：CEWA, 国金证券研究所

图表8：2008 年风电塔架市场占有率

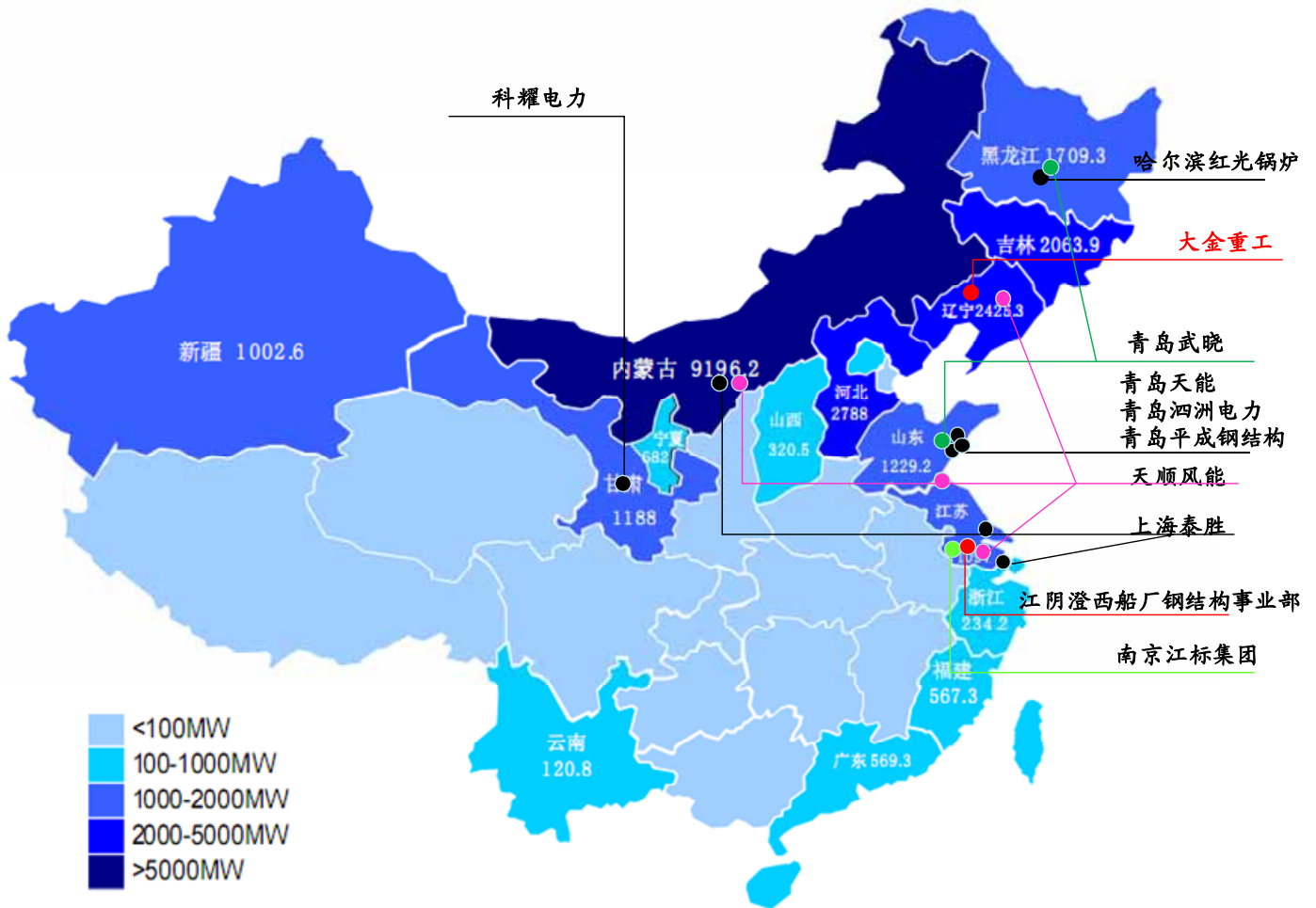
序号	企业名称	市场占有率	
		高端（2MW及以上风机塔架）	中低端（2MW以下风机塔架）
1	上海泰胜风能	60%	13%
2	天顺（苏州）风能	35%	12%
3	青岛武晓制管	-	8%
4	哈尔滨红光锅炉	-	8%
5	南京江标集团	-	6%
6	甘肃科耀电力	-	3%
7	大金重工	-	2%

来源：风能产业，国金证券研究所

### 公司市场占有率不高，但具备一定的区位优势

- 目前，国内风电塔架生产企业有 100 多家，中低端市场竞争激烈，而高端市场则主要由泰胜风能和天顺（苏州）风能占据。公司在风电塔架的中低端市场份额为 2%排名第七，并没有明显的行业优势。
- 但公司风电业务集中于蒙东以及东北地区，在区域中具有一定竞争力：蓬莱市位于胶东半岛北端，濒临渤、黄二海，处于中国海上风电和核电发展规划的中心区域。通过在蓬莱设立临海型制造基地，未来公司可以通过海洋运输，拓宽市场范围，有利于公司进军核电、海上风电产业，开拓沿海和国外市场。国外市场将是企业能否继续保持快速增长的关键。

图表9: 风电安装分布、主要风电塔架生产基地



数据来源: CWEA

来源: CWEA 国金证券研究所

成本控制能力较强

- 公司所处行业成本构成中原材料的比重较大, 基本占到总成本的 90%, 主要原材料钢材的成本占到 70%。
- 公司通过集成模块化管理系统以及建立成本控制激励机制, 将主要材料损耗率控制在 2-3%之间, 远远低于本行业 6~9%的平均水平。同时, 公司由于接近大型风电基地, 运输成本较低。

图表10: 公司和竞争对手的成本结构

	上海泰胜	大金重工
风电塔架收入 (万元)	49,475.44	20,662.92
风电塔架成本 (万元)	34,771.85	14,156.17
成本比重	70.28%	68.51%
钢材成本 (万元)	20,077.74	8,635.16
占成本比例	57.74%	61.00%
运输成本	1,829.75	298.16
占成本比例	5.26%	2.11%

来源: 国金证券研究所

**走高端路线，积极增加技术投入**

- 公司长期致力于电力重型装备钢结构制造,技术水平居于国内领先地位,积累了丰富的专业化生产经验。2009 年公司为上海电气首次推出的 2MW 风电机组管塔式风电塔架,各项工艺技术指标和制造要求已超过 3MW 风电塔架制造要求,标志着公司风电塔架技术开发和生产能力在国内同行业中处于领先地位。
- 目前公司对研发的投入保持在一个较高的水准,研发费用占收入比超过 3%。

**长期毛利率将下降至 20%以下**

- 塔架生产属于资金和劳动力密集型产业,其技术含量远低于风电整机制造,然而目前塔架企业享受着高于整机企业的高毛利率,主要由于过去几年风电投资爆炸式增长,塔架企业产能不足造成。我们认为随着未来两年塔架企业产能的扩充,供需达到平衡,塔架企业的毛利率将下降到 20%。

**图表 11: 整机与塔架企业毛利率比较**

毛利率	塔架企业		整机企业	
	大金重工	上海泰胜	金风科技	东方汽轮机
2009	34.12%	29.66%	25.60%	17.50%
2008	27.19%	22.92%	23.76%	11.46%
2007	14.12%	26.33%	29.46%	8.17%

来源: 国金证券研究所

## 高端产品盈利需要等待 3 年

### 海上风电和核电钢结构产品成为募集资金的主要方向

- **从公司募集资金投向来看海上风电和核电成为主要的投向：**根据新能源产业规划，到 2020 年海上风电装机容量将达到 30GW；核电装机容量也将接近 75-80GW。公司募集资金投向海上风电和核电项目目的正是为了获取这两大市场配套钢结构的未来话语权。
- **海上风电和核电钢结构具备较高的附加值和毛利率：**海上风电塔架由于使用环境恶劣，体积、重量大，建造周期长，技术难度大，从而具有较高的毛利率，达到 25%以上；核电钢结构对质量和安全稳定性要求严格，具有较高的进入门槛，同样具备高毛利率的属性。

图表12：各种钢结构件单位价值比较

产品	单价 (元/吨)
火电锅炉钢结构	7000
陆上风电塔架	9000
海上风电塔架	14000
核电常规岛钢结构	9000 ~ 10000

图表13：各种钢结构件毛利率比较

产品	毛利率
火电锅炉钢结构	20%
陆上风电塔架	15% ~ 20%
海上风电塔架	25%
核电常规岛钢结构	20% ~ 25%

来源：国金证券研究所

### 海上风电未来 3 年年均钢结构需求为 5-7 亿元，爆发期可能在 3 年以后

- 海上风机的技术设计要考虑地质条件，还要考虑海洋水文这一块，包括潮流、波浪等因素，特别是腐蚀性因素。国外海上风机一般要经过 2-3 年的陆上测试才能批量生产。按照目前技术水平，海上风电安装、运输、运营维护的成本大大高于陆上风电，目前还处于摸索阶段，盈利能力不确定。
- 目前沿海省市都提出了海上风电的规划，到 2015 年装机容量预期达到 5GW，但是由于目前国内海上风电处于起步阶段，海上风电的装机量不会迅速增长。2009 年全球新增海上装机容量 689MW，其中新增装机量最大的英国为 306MW，而中国仅为 63MW。我们认为未来 5 年中国海上风电装机容量在 2000~3000MW 左右，按 2.5MW 风机塔架 200 吨计算，塔架的需求量在 160000~240000 吨之间，每年的需求仅仅 32000 ~ 48000 吨。以每吨 15000 元估计，每年的市场容量仅 5-7 亿。
- 综上，我们认为海上风电远期市场巨大，但是未来几年处于缓慢起步阶段，市场突然爆发的可能性很小。但通过在蓬莱布置 20,000 吨海上风电塔架产能，有利于公司在未来海上风电领域积累经验，为远期抢占市场做准备。

### 核电钢结构产品将长期收益

- 公司已参加红沿河核电常规岛钢结构投标，红沿河核电站规划建设 6 台百万千瓦级核电机组，一期工程 4 台机组 2014 年完工投入商业运行。以单台 100 万千瓦机组核电常规岛钢结构产品重量 15,000 吨计算，核电钢结构需求为 90,000 吨左右，近三年的核电钢结构需求 60,000 吨。
- 山东是核电规划大省，目前规划 2020 年前建成海阳、红石顶两座核电站和石岛湾一座高温气冷示范性核电站，装机总容量达到 7,000 千瓦以上，带来的核电常规岛钢结构需求超过 100,000 吨。
- 但是由于核电建设周期较长，我们判断公司核电钢结构件最终形成盈利也需要一定时间。

### 风险提示

- 电力重型装备钢结构的原材料主要是钢材，占生产成本比重一般在 70%以上，钢材价格波动对行业整体利润影响较大。
- 目前公司收入和利润的增长基本来自于风电塔架业务的高速增长，并且完全依赖于国内市场，2010 年上半年收入占比达到了 80%以上，一旦风电政策发生变化，投资减缓，将严重影响公司的收益。
- 目前公司被认定为高新企业，2009~2011 年享受 15%优惠税率，而募投项目到 2013 年才开始投产，因此公司一旦到期不能继续认定为高新企业，2012 年的净利润可能大幅下跌。

### 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
<b>主营业务收入</b>	<b>177</b>	<b>313</b>	<b>416</b>	<b>662</b>	<b>898</b>	<b>1,070</b>
增长率		77.0%	33.0%	59.0%	35.8%	19.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-153</b>	<b>-228</b>	<b>-274</b>	<b>-481</b>	<b>-686</b>	<b>-829</b>
%销售收入	86.5%	72.8%	65.9%	72.7%	76.4%	77.5%
<b>毛利</b>	<b>24</b>	<b>85</b>	<b>142</b>	<b>181</b>	<b>212</b>	<b>241</b>
%销售收入	13.5%	27.2%	34.1%	27.3%	23.6%	22.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业费用</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>
%销售收入	1.0%	1.8%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>管理费用</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>
%销售收入	2.7%	2.2%	3.7%	2.7%	2.7%	2.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>17</b>	<b>72</b>	<b>116</b>	<b>150</b>	<b>170</b>	<b>191</b>
%销售收入	9.8%	23.2%	28.0%	22.6%	18.9%	17.8%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
%销售收入	1.8%	1.7%	1.3%	-1.3%	-2.6%	-2.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>15</b>	<b>66</b>	<b>107</b>	<b>158</b>	<b>193</b>	<b>217</b>
营业利润率	8.2%	21.1%	25.7%	23.8%	21.5%	20.3%
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>17</b>	<b>69</b>	<b>111</b>	<b>163</b>	<b>198</b>	<b>222</b>
利润率	9.7%	22.1%	26.6%	24.6%	22.1%	20.8%
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-33</b>
所得税率	15.3%	12.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>15</b>	<b>60</b>	<b>94</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>189</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15</b>	<b>60</b>	<b>94</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>189</b>
净利率	8.3%	19.3%	22.7%	20.9%	18.8%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>60</b>	<b>94</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>189</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
非经营收益	3	5	5	3	4	5
<b>营运资金变动</b>	<b>-24</b>	<b>-45</b>	<b>-40</b>	<b>152</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>27</b>	<b>72</b>	<b>299</b>	<b>175</b>	<b>199</b>
<b>资本开支</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-54</b>	<b>-28</b>	<b>-44</b>	<b>-25</b>
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-54</b>	<b>-29</b>	<b>-44</b>	<b>-25</b>
股权募资	0	0	0	1,135	0	0
债权募资	18	10	65	48	0	1
其他	-3	-5	-5	-8	-9	-10
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>14</b>	<b>4</b>	<b>60</b>	<b>1,175</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>78</b>	<b>1,445</b>	<b>122</b>	<b>165</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>101</b>	<b>1,546</b>	<b>1,668</b>	<b>1,833</b>
<b>应收款项</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>94</b>	<b>130</b>	<b>176</b>	<b>210</b>
<b>存货</b>	<b>36</b>	<b>105</b>	<b>129</b>	<b>86</b>	<b>122</b>	<b>148</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>72</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>176</b>
<b>流动资产</b>	<b>110</b>	<b>188</b>	<b>395</b>	<b>1,864</b>	<b>2,112</b>	<b>2,366</b>
%总资产	69.6%	74.2%	83.4%	94.6%	93.4%	93.3%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>45</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>100</b>	<b>144</b>	<b>165</b>
%总资产	28.6%	24.7%	15.8%	5.1%	6.4%	6.5%
<b>无形资产</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>非流动资产</b>	<b>48</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>148</b>	<b>170</b>
%总资产	30.4%	25.8%	16.6%	5.4%	6.6%	6.7%
<b>资产总计</b>	<b>158</b>	<b>254</b>	<b>474</b>	<b>1,970</b>	<b>2,260</b>	<b>2,536</b>
<b>短期借款</b>	<b>28</b>	<b>57</b>	<b>122</b>	<b>170</b>	<b>170</b>	<b>170</b>
<b>应付款项</b>	<b>35</b>	<b>61</b>	<b>127</b>	<b>292</b>	<b>408</b>	<b>490</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>22</b>
<b>流动负债</b>	<b>70</b>	<b>126</b>	<b>252</b>	<b>475</b>	<b>596</b>	<b>682</b>
<b>长期贷款</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>90</b>	<b>126</b>	<b>252</b>	<b>475</b>	<b>596</b>	<b>683</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>68</b>	<b>128</b>	<b>222</b>	<b>1,496</b>	<b>1,664</b>	<b>1,853</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>158</b>	<b>254</b>	<b>474</b>	<b>1,970</b>	<b>2,260</b>	<b>2,536</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益		3.491	1.050	1.153	1.405	1.573
每股净资产	3.922	7.396	2.466	12.464	13.869	15.443
每股经营现金净流	-0.062	1.572	0.803	2.492	1.460	1.655
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21%	47%	43%	9%	10%	10%
总资产收益率	9%	24%	20%	7%	7%	7%
投入资本收益率	13%	34%	29%	8%	8%	8%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	77%	33%	59%	36%	19%
EBIT增长率	N/A	320%	61%	28%	14%	12%
净利润增长率	N/A	314%	56%	46%	22%	12%
总资产增长率	N/A	61%	87%	316%	15%	12%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	38	39	50	40	40	40
存货周转天数	43	114	156	65	65	65
应付账款周转天数	20	25	26	20	20	20
固定资产周转天数	78	73	63	42	40	38
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	54%	27%	10%	-92%	-90%	-90%
EBIT利息保障倍数	5.4	13.6	20.8	-16.8	-7.1	-7.1
资产负债率	57%	50%	53%	24%	26%	27%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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。

**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