

**深度报告**
**电力设备**
**输变电设备**
**汉缆股份(002498)**

合理价位: 35 元 发行价: 36.00 元

2010年11月9日

**股票数据**

总股本/流通 A 股(百万股)	470.0/0.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
上证综指/深圳成指	3,129.50/13,733.36
发行价格(元)	36.00
发行股本(百万股)	50.00

**财务数据**

净资产值(百万元)	1,351.23
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	43.25%

**相关研究报告:**
**分析师: 皮家银**

电话: 021-60933160

E-mail: pijy@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210070003

**联系人: 余辉**

电话: 0755-82130741

E-mail: yuhui@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**新股分析**

## 高压电缆领域的领先企业

**● 中高压电缆逐渐成为公司收入和盈利的主要来源**

110KV、220KV 电力电缆是公司发展的主导产品及公司最重要的利润来源。从主营业务毛利上看,近三年及一期该等产品实现毛利占主营利润的 34.2%、37.2%、62.2%和 43.5%。报告期内,公司近三年及一期的主营业务毛利率分别为 15.0%、21.0%、21.8%和 22.3%,公司的综合毛利率高于行业内其他可比线缆企业,显示了公司强劲的竞争实力。

**● 电缆行业需求平稳,中高压电缆需求有望超出行业平均**

我们预计电线电缆行业 2011-2015 年仍将保持 10-15%左右的增长。同时,未来电网的升级建设将加大对高压及超高压电压等级电缆的需求量;超高压电缆附件和绝缘料领域有望迎来进口替代。

**● 公司在中高压电缆领域处于领先地位**

根据国网公司对其集中规模采购中标情况的统计,公司 220KV 电缆的市场占有率 2007 年-2010 年上半年累计排名第一。线路在线监测智能技术以及超导材料的应用,能够进一步提升公司电缆产品的内在价值,提高行业进入的门槛。

**● 募投项目及未来 3 年盈利预测**

拟募集资金 10.1 亿左右,实际募集资金约 18 亿,拟投资于“超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目”、“年产 1500km 海洋系列电缆建设项目”、“年产 22500 吨特种导线建设项目”、“高压及超高压电缆工程技术中心建设项目”,以及“补充流动资金项目”

**● 首次给予公司“谨慎推荐”评级**

我们测算公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97、1.15 和 1.32 元,公司合理价值区间在 35 元,对应 2010 年 PE 为 36 倍,2011 年 PE 为 30 倍。首次给予公司“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,149	2,841	3,267	4,149	5,187
(+/-%)	22.1%	-9.8%	15.0%	27.0%	25.0%
净利润(百万元)	231	469	454	541	620
(+/-%)	89.9%	103.5%	-3%	19%	15%
每股收益(元)	0.55	1.12	0.97	1.15	1.32
EBIT Margin	-	-	15.1%	15.5%	16.0%
净资产收益率(ROE)	31.92%	39.44%	13.0%	15.1%	16.9%
市盈率(PE)	65.51	32.19	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	3.2	3.1	2.9
市净率(PB)	20.91	12.69	0.0	0.0	0.0

## 内容目录

内容目录	2
图表目录	3
公司简介	4
高压及超高压电缆领域国内龙头企业	4
发行前后股权结构变化	4
公司收入盈利分析	5
行业分析	6
电线电缆：规模增长迅速、产业集中度低、电缆需求趋向高压	6
超高压电缆附件及绝缘料：高附加值推动未来进口替代	7
公司竞争优势分析	8
高压及超高压电缆市场占有率优势明显	8
线路在线监测与超导材料领域优势提升企业未来实力	8
公司技术领先优势	8
财务指标表现优良	9
资产负债率逐年下降，财务结构稳健	9
募投项目分析	10
盈利预测与估值	11
附表 1：财务预测与估值	12
国信证券投资评级	13
免责声明	13

## 图表目录

图 1: 股权结构 (发行后) .....	4
图 2: 主营业务收入构成 (万元) .....	5
图 3: 分类产品毛利率水平 .....	5
表 1: 各线缆企业毛利率比较 .....	5
图 4: 全国电线电缆销售收入 (亿元) .....	6
图 5: 不同国家电缆入地比率 .....	6
表 2: 电力电缆分类 .....	6
图 6: 110KV 电压等级交联电缆需求 (km) .....	7
图 7: 220KV 电压等级交联电缆需求 (km) .....	7
表 3: 我国超高压电缆附件目前用量及未来需求量预测 (套) .....	7
表 4: 国网 220KV 交联电缆集中招标数据统计 .....	8
图 8: 2007-2010Q2 资产负债率 .....	10
图 9: 2007-2010Q2 应收账款周转率比较 .....	10
图 10: 2007-2010Q2 经营性现金流与净利润 (百万元) .....	10
图 11: 2007-2010Q2 存货周转率比较 .....	10
表 5: 募投项目情况 .....	10

## 公司简介

### 高压及超高压电缆领域国内龙头企业

青岛汉缆股份有限公司（以下简称“汉缆股份”）是一家专业从事电线电缆及电缆附件的研发、生产、销售与安装服务，致力于为客户提供电缆及附件的全面解决方案的国家高新技术企业。

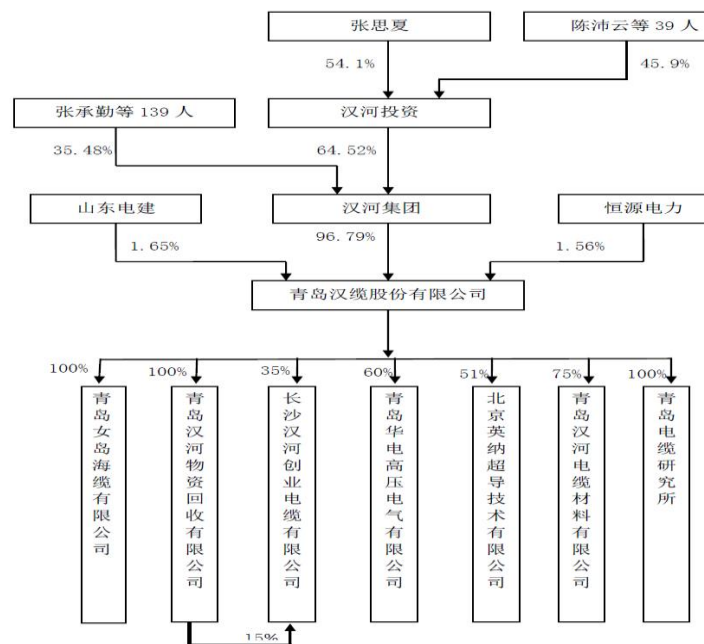
公司产品涉及电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆与光缆、裸电线及其他等五大门类、两百多个系列、近万余种规格的电线电缆产品。其中，公司在高压、超高压电缆市场拥有突出的行业地位，累计市场占有率排名第一。公司未来将重点发展 220KV 及以上超高压电缆及附件成套产品、110KV 及以上海洋系列电缆、特种导线和超导电缆等具有国内领先技术、甚至达到国际先进水平的新产品。公司主要客户包括国家电网、南方电网公司以及电力、石油、化工、交通、等大型厂矿企业。

### 发行前后股权结构变化

公司的控股股东为汉河集团，汉河集团持有本公司 96.79% 的股份，汉河集团的控股股东汉河投资持有汉河集团 64.52% 的股份，张思夏先生持有汉河投资 54.1% 的股权，张思夏先生为汉缆股份的实际控制人。本次发行后，汉河集团持有的公司股份比例仍将达到 86.49%，张思夏先生仍然是公司的实际控制人。

发行前股本 42000 万股，本次拟发行 5000 万股，发行后总股本为 47000 万股。本次发行股份占发行后总股本的 10.64%。

图 1：股权结构（发行后）



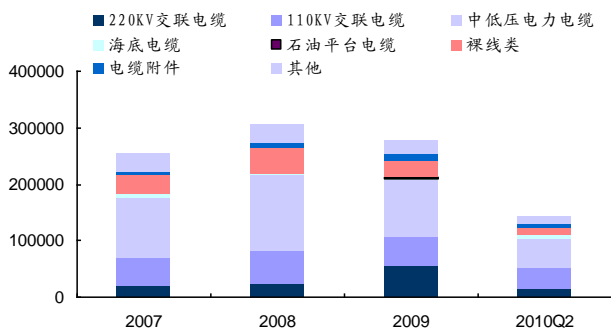
资料来源：招股说明书,国信证券研究所

## 公司收入盈利分析

公司 2007 年-2009 年主营业务收入分别达：25.2、30.4 和 27.6 亿元；2010 年上半年，主营收入为 14.3 亿元。报告期内，公司主营业务收入主要来源于各类电压等级的电力电缆。电力电缆收入占主业收入比在 70%左右。受益于大规模城市电网建设、改造及行业发展趋势逐步转向于高压、超高压电缆。公司 2007 年度、2008 年度主营业务收入呈快速增长趋势，分别同比增长 19.8%、20.8%。2009 年度主营收入并未同比增长系铜铝等大宗原材料价格大幅回落，公司相应调减了产品的单位销售价格所致。2010 年上半年，虽然电力行业总投资额有所下调，但公司订单仍然饱满，主营收入同比亦略有增长。

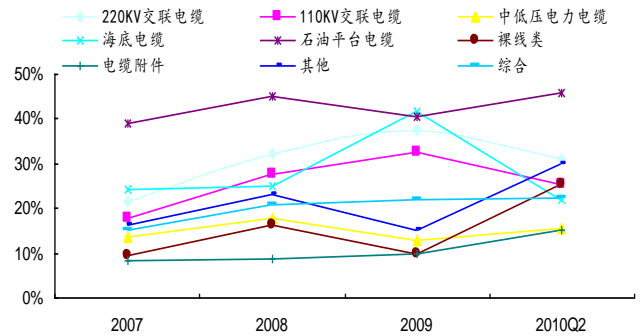
110KV、220KV 电力电缆是公司发展的主导产品及公司最重要的利润来源。从主营业务毛利上看，近三年及一期该产品实现毛利占主营利润的 34.2%、37.2%、62.2%和 43.5%。

图 2：主营业务收入构成（万元）



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：分类产品毛利率水平



资料来源：国信证券经纪研究所

报告期内，公司近三年及一期的主营业务毛利率分别为 15.0%、21.0%、21.8% 和 22.3%，呈逐期上升趋势。主要原因为，公司不断加强技术生产水平，确保了产品的持续竞争优势。同时，随着公司客户需求逐步转向高压、超高压等高端电缆产品，公司逐步淘汰了低毛利产品的生产，加大了各大系列中相对高端产品的市场的拓展力度。高毛利率产品的销售比重不断增长、公司产品结构的持续优化是公司毛利率持续上升的重要原因。得益于此，我们发现公司的综合毛利率高于行业内其他可比线缆企业，显示了公司强劲的竞争实力。

表 1：各线缆企业毛利率比较

	2007A	2008A	2009A	2010H
汉缆股份	15.3%	20.99%	21.83%	22.32%
中超电缆	14.91%	16.00%	16.84%	16.83%
万马电缆	13.85%	13.14%	16.33%	14.37%
太阳电缆	11.18%	10.86%	18.04%	12.98%
南洋股份	13.94%	15.81%	17.31%	17.23%
中利科技	18.54%	18.38%	20.47%	16.90%
宝胜股份	14.17%	9.16%	11.87%	8.7%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

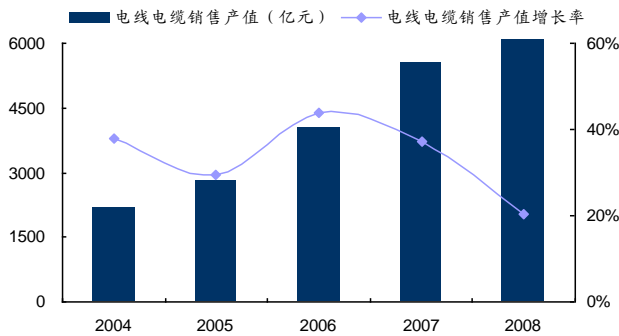
## 行业分析

### 电线电缆：规模增长迅速、产业集中度低、电缆需求趋向高压

电线电缆是输送电（磁）能、传递信息和实现电磁转换的线材产品，是机械行业中仅次于汽车行业的第二产业，其肩负着电力和通信两大国民经济支柱行业的配套职能，在国民经济中占有极其重要的地位。

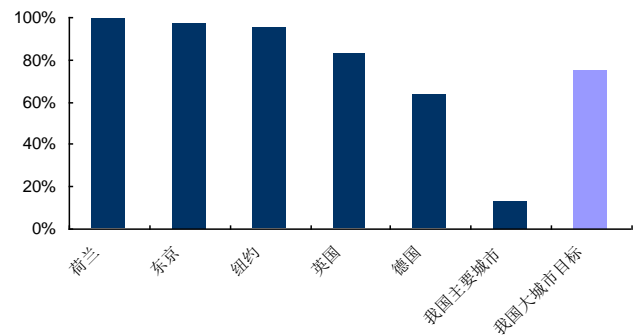
随着中国电力、通信、城市轨道交通、汽车以及造船等行业快速发展和规模的不断扩大，特别是电网设备改造加快、城市电缆入地化率的提高以及特高压工程相继投入建设，电线电缆行业规模增长迅速。我们预计电线电缆行业 2011-2015 年仍将保持 10-15% 左右的增长。

图 4：全国电线电缆销售收入（亿元）



资料来源：国信证券经纪研究所

图 5：不同国家电缆入地比率



资料来源：国信证券经纪研究所

目前我国电线电缆行业内的大小企业达 9800 家之多，形成规模生产的也有 2300 家左右，更小规模的企业更是数不胜数。相比较美国六大电缆企业占全国销售额的 65%，日本六大企业占全国销售额的 60%—70%。国内最大的企业所占市场份额也不过在 1%-2%，前十大电线电缆企业的产值合计仅占全行业的 15% 左右。我国电线电缆产业这种高度分散化的格局，不仅很难取得规模经济效益，而且也加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况。从产品结构来看，中低压电线电缆等低端产品由于技术含量低，生产者众多竞争激烈而利润微薄；高压及超高压电缆（110KV 及以上）、特种导线、海洋系列电缆等高端产品由于技术壁垒高，参与竞争的企业少而利润丰厚。

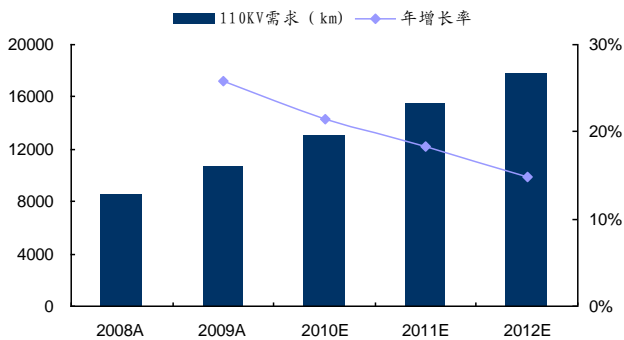
表 2：电力电缆分类

	电压等级	应用领域
低压电力电缆	1KV 及以下	用于电力、冶金、机械、建筑等行业
中压电力电缆	3-35KV	约 50% 用于电力系统的配电网，将电力从高压变电站送到城市和偏远地区；其余用于建筑行业，机械、冶金、化工以及石化企业等
高压电力电缆	66-110KV	绝大部分应用于城市高压配电网；部分用于大型企业内部供电，如大型钢铁、石化企业等
超高压电力电缆	220-500KV	主要运用于大型电站的引出线路。欧美等经济发达国家还将其用于超大城市等用电高负荷中心的输配电网；上海、北京等国内超大型城市也拟将超高压电缆用于城市输配电网

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

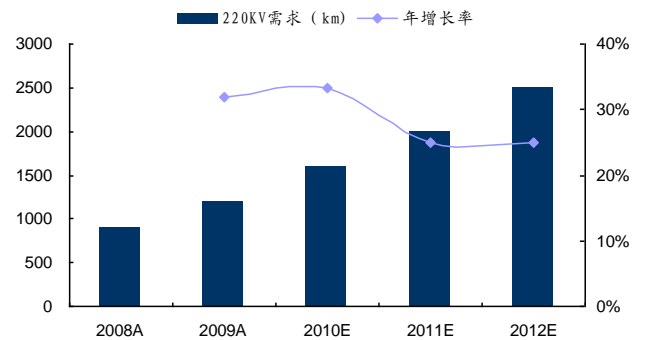
一般来说，10kV 供电范围为 10km、35kV 为 20~50km、66kV 为 30~100km、110kV 为 50~150km、220kV 为 100~300km、330kV 为 200~600km、500kV 为 150~850km。电压等级的提高能够明显优化资源配置，提高输电经济性，节省土地资源，所以未来我国电网建设的重心是发展以特高压输电为核心的“坚强智能电网”。特高压输电的发展必然要求提高相应配电系统的电压等级。电能供给端对高压、超高压电缆（110KV 及以上电压等级）有大量需求。根据上海电缆研究所对 110KV 及以上电压等级电力电缆的需求分析，预计到 2012 年，我国 110KV、220KV 交联电缆的需求量将达到 2.03 万公里。其中，110KV、220KV 交联电缆年复合增长率分别为 20%和 29%。

图 6: 110KV 电压等级交联电缆需求 (km)



资料来源: 上海电缆研究所

图 7: 220KV 电压等级交联电缆需求 (km)



资料来源: 上海电缆研究所

### 超高压电缆附件及绝缘料: 高附加值推动未来进口替代

电缆附件主要是指用于高压、超高压交联电缆的各类电缆终端接头盒及电缆连接接头盒，高压、超高压交联电缆附件是高压、超高压交联电缆不可缺少和替代的重要配套产品，是高压、超高压输电线路的重要组成部分。

我国中低压电缆（35KV）附件早已实现国产化，竞争者众多。而 110KV 及以上电缆附件的国产化程度很低。一般而言，外购高压电缆附件的毛利率仅为 5%，而自制的毛利率则超过 40%。电缆附件国产化后的丰厚利润使得国内企业大力推进高压及超高压电缆附件的研发，加快市场进口替代的过程。同时，国家出于战略角度的考虑，也一直鼓励电缆附件的国产化，并给予一些政策上的支持。

根据对超高压电缆未来需求量的预测，我国超高压电缆附件的目前用量及未来需求量预测如下：

表 3: 我国超高压电缆附件目前用量及未来需求量预测 (套)

年度	110KV	220KV	500KV	合计
2008	18978	2167	533	21678
2009	23889	2857	703	27449
2010	29000	3810	938	33748
2011	34333	4762	1173	40268
2012	39444	5952	1465	46861

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

电缆绝缘料与附件类似，也属于交联电缆必须的重要材料，但是绝缘料的国产化水平更低。目前，国内交联电缆绝缘专用料只能用于 35KV 及以下电缆，而 66KV 以上绝缘料还全部依赖进口。（主要为陶氏化学和北欧化工）

据预计，2015 年我国 110KV、220KV 绝缘料的年需求量将达到 7.5 万吨。如果全部国产化，交联电缆的毛利率能提高 3 个百分点。（假设目前绝缘料的毛利率为 30%，占交联电缆成本比重约为 10%）

## 公司竞争优势分析

### 高压及超高压电缆市场占有率优势明显

公司在中低压电线电缆领域并不具有竞争优势，但是在 110KV 及以上交联电缆领域竞争优势明显。根据国网公司对其集中规模采购中标情况的统计，公司 220KV 电缆的市场占有率 2007 年-2010 年上半年累计排名第一。市场份额稳定在 30%-35%之间。

表 4：国网 220KV 交联电缆集中招标数据统计

公司名称	2007 年度		2008 年度		2009 年度		2010 年 1-6 月		报告期	
	占有率	排名	占有率	排名	占有率	排名	占有率	排名	占有率	排名
汉缆股份	40%	1	38%	1	24%	2	39%	2	36%	1
沈阳古河	17%	3	28%	2	31%	1	9%	3	23%	2
上海藤仓	-	-	13%	3	3%	7	-	-	5%	6
特变电工	5%	5	12%	4	22%	3	2%	5	11%	4
杭州华新	13%	4	10%	5	6%	5	7%	4	10%	5
宝胜普睿斯曼	25%	2	-	-	9%	4	43%	1	14%	3
重庆愈能	-	-	-	-	4%	6	-	-	1%	7

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

凭借优异的产品和完善的服务，公司不仅是国网公司超高压电缆最大的供应商，还是神华集团矿用电缆目前最大的供应商，中海油海底电缆国产化的合作伙伴。公司在电力、石油、化工、铁路、冶金等众多领域树立了自己的品牌形象，赢得了市场客户的认可。

### 线路在线监测与超导材料领域优势提升企业未来实力

公司于 06 年和 07 年，分别取得了“感温光缆”和“带内置测温光缆的高压电力电缆”等智能节能电缆方面的实用新型专利。研发了电缆在线监测和实验装置等多种智能电网线路在线监测产品。通过该项智能技术，能够进一步提升公司电缆产品的内在价值，提高行业进入的门槛。

公司控股 51%的英纳超导是全球仅有 3 家可以大批量生产高温超导材料的企业。英纳超导及其下属子公司云电英纳分别负责提供高温超导材料以及超导的应用开发。其所掌握的多项高温超导材料的发明专利，能令公司在高温超导领域具有明显竞争优势。未来下游超导市场需求的增长，亦能给公司带来丰厚的利润。

### 公司技术领先

公司早在 2002 年就已完成了 220kV 交联电缆预鉴定试验项目并具备了进入电网运行资格。500kV/2500mm<sup>2</sup> 电缆已经通过了武高院型式试验，是目前国内电



压等级最高、截面积最大的产品，技术水平达到国际领先水平。110kV 电缆附件经 1 年多电网运行检验，结构及性能稳定可靠，具有一定的安全裕度，完全可以满足国内外市场的不同需求。公司自行研制生产的 220kV 超高压电缆附件也已在武高院进行预鉴定试验。公司是目前国内企业中具备生产 220kV 电缆附件技术的少数厂商之一，是国内电线电缆企业中唯一一家能够依靠自有技术自主生产 220kV 电缆附件的厂商。

公司拥有国家认定企业技术中心和市级科研机构——青岛电缆研究所，于 1999 年被国家科委认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、2008 年 12 月被评为“高新技术企业”。公司研发实力雄厚、技术储备丰富，拥有 16 项中国发明专利、1 项美国发明专利，20 项实用新型专利，已获得受理的专利申请共 20 项，是行业内专利技术最多的企业之一。

## 财务指标表现优良

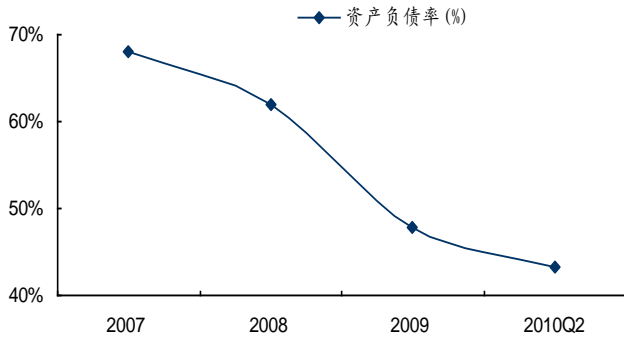
### 资产负债率逐年下降，财务结构稳健

公司近三年及一期末资产负债率逐年下降，分别为 69.40%、64.18%、48.7% 和 43.77%。下降的主要原因是公司盈利能力的不断加强以及短期借款规模的逐期减小。公司资产负债率逐期下降，表明公司偿债能力加强，财务结构稳健。

公司报告期内，应收账款余额占营业收入的比例维持在 25%左右；与行业内可比上市公司万马电缆、中利科技、南洋股份、宝胜股份、太阳电缆对比，应收账款周转率亦处于行业较好水平，说明公司对应收账款的控制较好。同时，与行业内可比上市公司比较发现，公司的存货周转率略低于同行业上市公司。主要原因为公司的主导产品高压、超高压电缆生产速度较中低压电缆慢，导致公司产品生产周期与主要生产的中低压电缆的公司相比相对较长。使得公司期末在产品 and 库存商品余额较大，从而降低了公司的存货周转率指标。

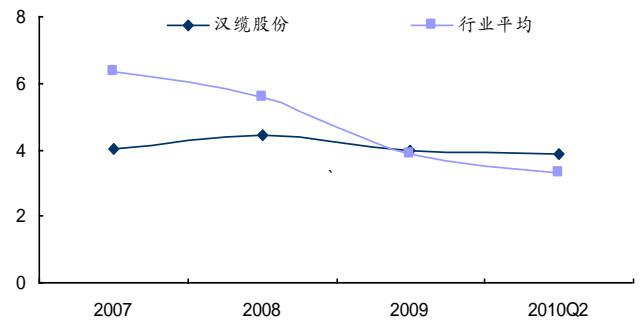
公司报告期内净利润与经营性现金流较为匹配增长。2007 和 2008 年度，公司经营活动现金流量净额均超过净利润，显示公司盈利质量良好。2009 年度经营活动的现金流量远小于净利润系 09 年原材料价格大幅回升导致存货余额增加 13091.79 万元，以及公司为清理占用关联方资金而减少应付关联方款项 10437.53 万元所致。2010 年上半年，公司经营性现金流为负数，且小于净利润系中期贷款回笼较慢。

图 8: 2007-2010Q2 资产负债率



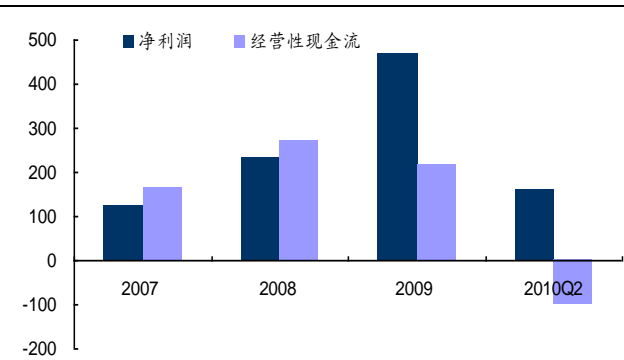
资料来源: 国信证券经纪研究所

图 9: 2007-2010Q2 应收账款周转率比较



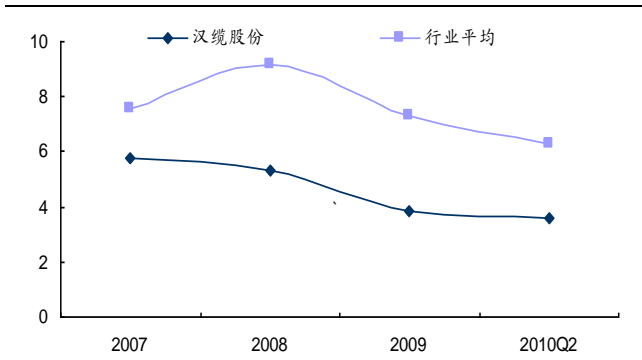
资料来源: 国信证券经纪研究所

图 10: 2007-2010Q2 经营性现金流与净利润 (百万元)



资料来源: 国信证券经纪研究所

图 11: 2007-2010Q2 存货周转率比较



资料来源: 国信证券经纪研究所

## 募投项目分析

公司拟募集资金 10.1 亿左右, 但实际发行价 36 元, 发行规模 5000 万股, 实际募集资金约 18 亿, 拟投资于“超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目”、“年产 1500km 海洋系列电缆建设项目”、“年产 22500 吨特种导线建设项目”、“高压及超高压电缆工程技术中心建设项目”, 以及“补充流动资金项目”。

表 5: 募投项目情况

投资项目	投资总额(万元)	项目建设周期
超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目	43000	28 个月
年产 1500km 海洋系列电缆建设项目	14000	28 个月
年产 22500 吨特种导线建设项目	19000	28 个月
高压及超高压电缆工程技术中心建设项目	5000	28 个月
补充流动资金项目	20000	
<b>合计</b>	<b>101000</b>	

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

**超高压交联聚乙烯绝缘智能节能电缆及附件产品成套生产建设项目:**项目将新增两条超高压生产线,预计2012年达产60%、2013年达产80%,2014年以后完全达产。本次募集资金投资项目建成达产后,公司将有6条高压、超高压电缆生产线。项目达产后,将新增超高压电缆系列产品200~460km/年;高压、超高压电缆附件系列产品600~1350套/年;高压超高压电缆绝缘料4,000t/年的生产能力。本项目建设期为28个月,2009年9月开始项目的前期准备工作,预计2011年12月底竣工投产。

**年产1,500km海洋系列电缆建设项目:**项目旨在将扩大公司在海洋系列电缆领域的生产能力,实现公司产品结构调整、提高经济效益和综合竞争力的发展目标。项目达产后,将形成年产海洋系列电缆1,500km的生产能力,其中海底综合电缆500km/年、石油平台电缆1,000km/年。

**年产22,500t特种导线建设项目:**项目旨在将扩大公司在特种导线领域的生产能力,实现公司产品结构调整、提高效益和综合竞争力的发展目标。项目拟新增22,500吨特种导线产能,增加后公司特种导线总产能将达26,500吨,约占国内市场需求量的15%。

**高压及超高压电缆工程技术中心建设项目:**将建设一座技术中心大楼,主要用于超高压电缆研发实验室、电缆附件研发实验室、电缆绝缘料研发实验室、特种导线研发实验室和超导电缆研发实验室等部门,并配备相关的试验、检测设备。项目建设期为28个月,计划在2011年12月底竣工并投入使用。

## 盈利预测与估值

我们测算公司2010-2012年EPS分别为0.97、1.15和1.32元,公司合理价值区间在35元,对应2010年PE为36倍,2011年PE为30倍。首次给予公司“谨慎推荐”评级。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	194	1918	2698	3368
应收款项	703	824	1137	1208
存货净额	637	774	1025	1138
其他流动资产	82	327	415	519
<b>流动资产合计</b>	<b>1911</b>	<b>4137</b>	<b>5570</b>	<b>6527</b>
固定资产	247	776	1042	1192
无形资产及其他	123	118	113	108
投资性房地产	24	24	24	24
长期股权投资	21	21	21	21
<b>资产总计</b>	<b>2326</b>	<b>5076</b>	<b>6770</b>	<b>7873</b>
短期借款及交易性金融负债	60	100	800	800
应付款项	650	505	726	846
其他流动负债	400	1049	1331	1687
<b>流动负债合计</b>	<b>1110</b>	<b>1654</b>	<b>2857</b>	<b>3333</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	24	54	154
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>24</b>	<b>54</b>	<b>154</b>
<b>负债合计</b>	<b>1114</b>	<b>1677</b>	<b>2911</b>	<b>3487</b>
少数股东权益	21	21	22	22
股东权益	1191	3377	3837	4365
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2326</b>	<b>5076</b>	<b>6770</b>	<b>7873</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.00	0.97	1.15	1.32
每股红利	0.01	0.15	0.17	0.20
每股净资产	2.53	7.19	8.16	9.29
ROIC	41%	34%	28%	26%
ROE	39%	13%	14%	14%
毛利率	22%	24%	24%	23%
EBIT Margin	13%	16%	15%	14%
EBITDA Margin	14%	17%	17%	16%
收入增长	-10%	15%	27%	25%
净利润增长率	104%	-3%	19%	15%
资产负债率	49%	33%	43%	45%
息率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	2.7	3.0	4.1	4.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>2841</b>	<b>3267</b>	<b>4149</b>	<b>5187</b>
营业成本	2225	2480	3166	4020
营业税金及附加	12	16	21	26
销售费用	149	173	220	275
管理费用	76	87	109	135
财务费用	1	(7)	(3)	6
投资收益	172	40	30	25
资产减值及公允价值变动	9	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	559	558	667	751
营业外净收支	14	10	10	25
<b>利润总额</b>	<b>573</b>	<b>568</b>	<b>677</b>	<b>776</b>
所得税费用	103	114	135	155
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>470</b>	<b>454</b>	<b>541</b>	<b>620</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>470</b>	<b>454</b>	<b>541</b>	<b>620</b>
资产减值准备	(0)	31	15	11
折旧摊销	26	45	74	94
公允价值变动损失	(9)	0	0	0
财务费用	1	(7)	(3)	6
营运资本变动	(171)	52	(104)	299
其它	1	(31)	(15)	(11)
<b>经营活动现金流</b>	<b>317</b>	<b>551</b>	<b>512</b>	<b>1013</b>
资本开支	(62)	(600)	(350)	(250)
其它投资现金流	(91)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(157)</b>	<b>(600)</b>	<b>(350)</b>	<b>(250)</b>
权益性融资	0	1800	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(3)	(68)	(81)	(93)
其它融资现金流	(100)	40	700	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(105)</b>	<b>1772</b>	<b>619</b>	<b>(93)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>55</b>	<b>1723</b>	<b>780</b>	<b>670</b>
货币资金的期初余额	140	194	1918	2698
货币资金的期末余额	194	1918	2698	3368
企业自由现金流	105	(94)	127	727
权益自由现金流	5	(49)	830	723

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755-82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755-82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲珍	0755-82130646
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	杨森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
<b>固定收益</b>		<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755-82150533		
<b>量化投资</b>		<b>交易策略</b>			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>严小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>温馨</b> 13612901872 wenxin@guosen.com.cn