

2010 年 11 月 10 日

钢铁

公司深度报告

收盘价(元): 16.57

目标价(元): 19.80

# 大冶特钢(000708)

产品结构优势 后续力量勃发

投资评级: B--买入(首次)

能源材料: 余宝山

执业证书编号: S0890209060012

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

联系人: 王行兵

电话: 021-50122201

邮箱: Wangxingbing@cnhbstock.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	44940.85
流通 A 股/B 股(万股)	44712.64/0.00
资产负债率(%)	42.45
每股净资产(元)	5.32
市净率(倍)	3.11
净资产收益率(加权)	18.74%
12 个月内最高/最低价	17.85/9.73

## 股价走势图



## 相关研究报告

## ◎独到见解:

通过近期对大冶特钢的实地调研,我们认为:公司将继续得益于下游汽车、铁路建设及重型机械在今后的高速发展,新管理层经验理念,公司对市场形势调整产品结构的能力突出,在成本管理及资源结构的改善。设计年产能 8 万吨的特冶锻造厂模具钢项目已逐步投产,成为新的增长点。

## ◎投资要点:

◆**特钢下游需求将扩大。**按照目前发达国家的钢材需求结构,特钢总量占钢材需求总量的 20%左右,我国只有 10%不到。特钢作为机械、汽车、铁路等装备制造业重要材料,未来需求潜力将远超目前渐进饱和的普碳钢,公司在此三大行业产品占总收入 80%左右。

◆**产品结构优势凸显。**公司产品品种中 80%以上是优特钢类产品,弹簧结合工钢、轴承钢、碳结碳工钢构成公司的主要产品,毛利率 12%以上。公司产品 80%直供,价格波动远小于普钢类产品。公司根据市场调整产品比重的弹性很强。公司设计年产能 8 万吨的特冶锻造厂模具钢项目已逐步投产,成为新的增长点。项目完成后可替代进口中的工模具钢、叶片用钢,市场前景广阔,为未来公司业绩新的增长点。

◆**成本控制力走强,资源受益可期。**中信泰富在特钢领域积累丰富经验,04 年入主上市公司后,企业在成本管理方面取得明显进步。公司今年前三季度铁水成本在 2300-2700 元/吨,平均约为 2500 元/吨,尽管在行业中处于中游,但大股东在西澳大利亚的铁矿石项目或将为公司摆脱依赖外部高价矿的局面,成本有降低的空间。公司结合铁水和废钢的成本来调整铁钢比。

◆**资产注入预期。**公司铁矿石、焦炭皆从关联公司采购,不排除将来新冶钢、新化等公司进行资产重组的可能。未来对所持特钢资产的整合,值得期待。

◆**盈利预测。**我们预计 10、11、12 年公司实现 EPS 1.23、1.36、1.41 元/股,目前股价对应 PE 为 13.47、12.19、11.77 倍,给予“买入”评级。

## ◎风险提示:

短期内铁矿石仍将依赖进口矿,矿价波动大,公司运输成本较高。

钢铁行业节能减排、淘汰落后政策仍存在较大的变数,公司的设备陈旧。

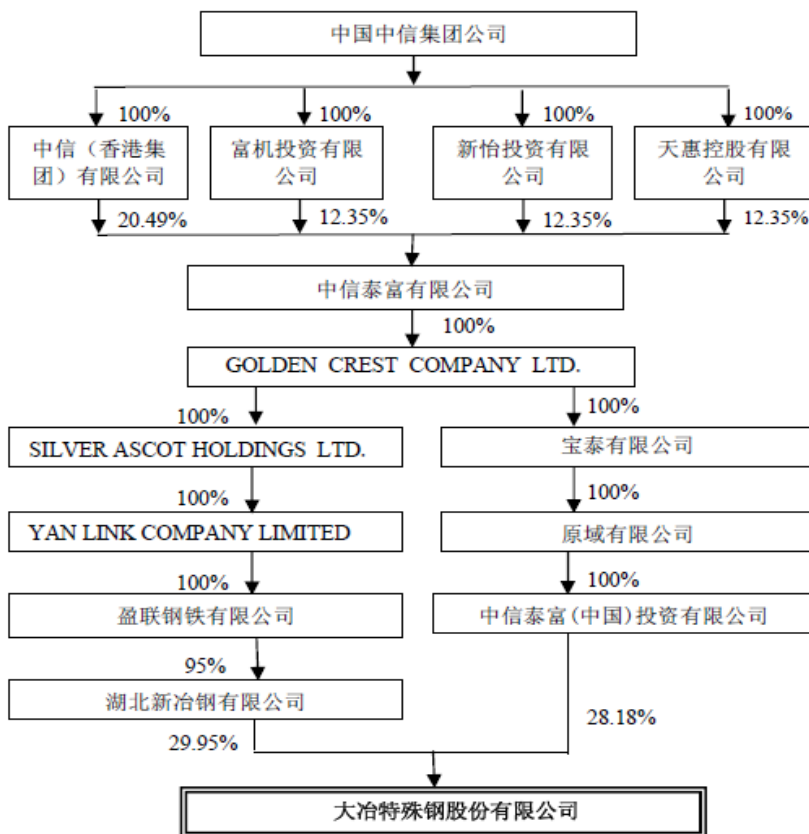
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	5561.18	7974.74	8931.71	9735.56
同比增速(%)	-25.87%	43.40%	12.00%	9.00%
净利润(百万)	332.79	553.02	610.72	632.47
同比增速(%)	65.67%	66.18%	10.43%	3.56%
每股盈利(元)	0.74	1.23	1.36	1.41
市盈率(倍)	19.55	13.47	12.19	11.77

## 1.公司概况及产能状况

### 1.1.股权关系和控制人及关联产业

公司是 1993 年 4 月由大冶钢厂(现新冶钢集团有限公司)作为主要发起人,联合东风汽车公司、襄阳轴承厂设立的股份有限公司。2004 年底中信泰富通过股权拍卖的方式入主大冶特钢,是目前的实际控制人。

公司与实际控制人之间的产权和控制关系方框图:



(资料来源:公司公告,华宝证券研究所)

实际控制人中信泰富中信泰富为在香港上市公司,业务涉及特钢、铁矿开采、地产、物业、发电等业务,特钢是公司核心业务之一,控股公司主要包括新冶钢、江阴兴澄特钢(300万吨产能)。

新冶钢目前钢材能力(主要为钢管)70多万吨产能,铁水40万吨。铁水的缺口部分由大冶特钢富余的铁水弥补。目前有两个钢管厂投产试生产,在建高炉(2000立方米)和转炉(120立方米),明年全部达产可达200万吨。新冶钢主业为钢管(也属于特钢),也有部分棒材,目前公司效益一般。主要是由于钢管出口受到打压所致。

江阴兴澄特种钢铁有限公司由香港中信泰富有限公司于一九九三年投资成立,是国内优特钢棒材和板材的生产基地,主要有高标准轴承钢、高级齿轮钢、合金弹簧钢、合金钢管、油田用钢、高级系泊链钢、帘线钢、易切削非调质钢以及船舶、管线、钢构用钢等。全公司6500多名员工,具有年产铁水500万吨、特殊钢冶炼600万吨、轧材600万吨的生产能力,2009年总资产191亿元,实现销售收入214亿元。

## 1.2. 现有设备、生产线

表 1 公司现有核心生产线装备情况

工序	设备	设计产能	品种
炼铁厂	2×450M3 高炉	100 万吨	铁水
炼钢厂	二炼钢 3×20 吨电炉	20 万吨	钢坯
	四炼钢 2×70 吨电炉	100 万吨	钢坯
轧钢厂	一轧钢厂 850 轧机、750 轧机	40 万吨	棒材（大规格 190mm 以上）
	二轧钢 500 轧机	20 万吨	弹簧扁钢
	连轧 650 轧机	40 万吨	棒材（小规格 190mm 以下）
	特冶锻造项目	3.5+10+1.3	模具钢、锻材、环件等

资料来源：公司调研，华宝证券研究所

为达淘汰落后产能的指标要求，公司已将两座高炉由原来的 380 M3 改造为 450 M3，为应对淘汰，铁水产能 90 万吨增加到 100 万吨。上市公司炼钢由二炼钢和四炼钢组成，产能共 120 万吨。四炼钢 2 座 60 吨电炉皆改造为 70 万吨，产能达 100 万吨。二炼钢 20 万吨。一、三炼钢在母公司新冶钢，不在上市公司。公司富裕铁水可供应一、三炼钢约 5 万吨（按市场价），新冶钢炼铁小高炉仅为两座 200 M3，铁水产能 40 万吨，炼钢产能 70 万吨，电炉也较小，总体为原来的陈旧设备，其主要产品为钢管，还有少量棒材。

一轧钢厂 850 轧机（58 年德国引进），750 轧机（2000 年-2004 年国产）。

二轧钢厂 500 轧机（从原来的一轧搬迁过去）+430 半连轧（轧扁钢，同时做少量高合金钢）（两台国产改造）。

连轧 650 轧机（德国引进）连轧一期（55-195 规格）（20 万吨）、二期（一期的后续精加工，实际为一条线，55 以下规格），增加到 40 万吨。

公司产品主要为棒材，提供给下游零部件加工，应用于汽车（齿轮）、火车轴承、飞机、机械（机床拖拉机、磨具、连杆、弹簧等）、锅炉管的管坯、锚链等。

## 1.3. 特冶锻造项目进度

该项目于 2009 年 12 月开始兴建，总投资 8000 万元，主要产品为高温合金、超纯净钢、高端轴承钢、航空航天用钢等，计划年产量 3.5 万吨。投资 5.84 亿元，主要生产高品质、高等级、高精度锻造大棒材、大模块和大饼盘、环锻件等产品，年产 10 万吨锻材、1.3 万吨环件，整个项目原预计在 2011 年 3 月全部投产。

特冶锻造厂最新进度：2000 吨快锻造锤子（即：20MN 快锻机组，用于打压钢件，过去用蒸汽锤，1600 精制锤、4500 吨弹锤明年投入生产）已可以用于生产，目前已经生产了 2 个月的模具钢（试生产），并生产出 1000 多吨合格产品。生产的模具钢价格 10000-20000 元/吨不等，其中 521 系列产品售价可达 20000 元，AP13 约 10000 多元。成本主要以合金占比高。国内目前主要有抚顺特钢（该厂比东北特钢其他两家有优势、是公司产品的潜在竞争方）、西宁特钢也有生产。抚顺特钢的产品品种较全、军工产品优势。宝钢的特钢，即上钢五厂和大冶、抚顺为最为优势的老特钢厂，产品同质性相对较强，而西宁的锻材较好，公司目前锻材每月生产 3000 吨，以后模具钢上来后将增长。

表 2 特冶锻造项目投资、投产原定计划

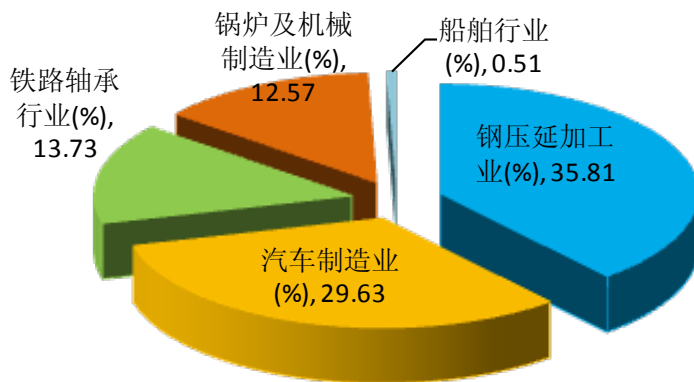
设备	产品	规格	投产时间	年产量
6t 真空感应炉 1 台(进口)	超高强度钢、高温合金钢、特种不锈钢	钢锭 Φ 500 Φ 640 长度 2300-2560mm	2010.09	3.5 吨
6t 真空自耗炉 1 台(进口)			2010.11	
16MN 精锻机组 1 套(进口)	模具钢、超高强度钢、高温合金钢、	圆棒材 Φ 200-800mm、方	2011.03	10 万吨
45MN 快锻机组 1 套	不锈钢、合工钢、	扁材 80-600 ×	2010.11	
20MN 快锻机组 1 套	轧辊用钢、轴承钢	200-1200mm	2010.08	
2.5 碾环机组 1 套		锻件(环、饼)	2010.03	1.3 万吨
5m 碾环机组 1 套	环件、轮毂、齿圈、SKF 轴承圈套	外径 600-5000 壁厚 50-300、高度 80-600	2010.12	

资料来源：公司调研，华宝证券研究所

## 2. 产品下游需求形势看好

特钢下游需求将扩大。按照目前发达国家的钢材需求结构，特钢总量占钢材需求总量的 20% 左右，我国只有 10% 不到。特钢作为机械、汽车、铁路等装备制造业重要材料，未来需求潜力将远超目前渐进饱和的普碳钢，公司在此三大行业产品占总收入 80% 左右。

图 1 公司 2010 年上半年产品应用下游行业比重



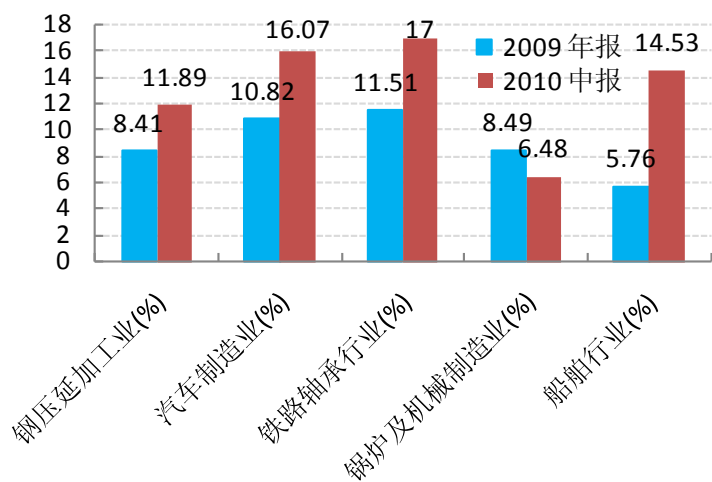
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

从上图可以看出，公司的产品主要用于下游的汽车、铁路和机械行业。

汽车行业方面，今年以来我国汽车销售持续旺盛，9 月份产销更均超 150 万辆，汽车行业去年扩建的产能也在今年集中释放，有效推动了汽车用特钢的需求，汽车产量今年有望突破 1750 万辆，为公司汽车类用钢带来巨大的盈利增长点。我们认为，公司近期汽车产销量的强劲数据表明，汽车用钢需求继续保持改善趋势，特别是重卡产量的大幅回升带动特钢需求明显增强。实际上，把间接应用考虑进去，大冶特钢约 40% 产品与汽车相关，其定价和盈利能力将明显受益于汽车行业的强劲订单。

机械行业方面，经过多年的积累与市场竞争，机械行业已成为我国最具国际竞争力的行业之一，在满足国内需求的同时，也在积极走向世界。

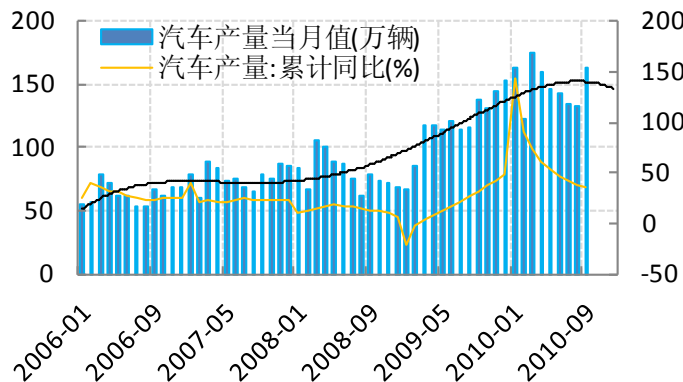
图2 按下下游应用分类公司产品毛利率情况



资料来源: wind 资讯, 华宝证券研究所

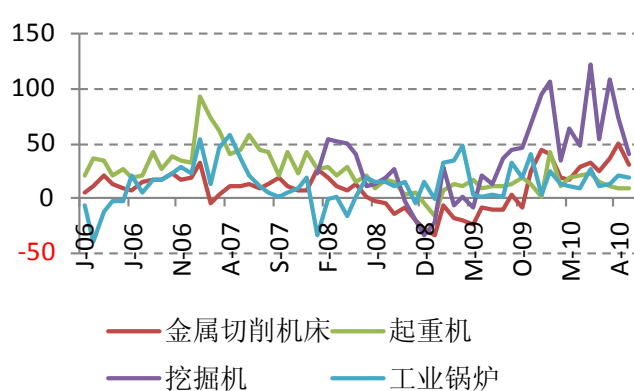
从上图可以看出, 从 09 以来, 除用于锅炉制造业的产品毛利率下降外, 公司主要产品的盈利能力增强, 这主要受益于钢价的上涨。并且以汽车、铁路类用钢的毛利空间最大。

图3 汽车产量呈增长态势



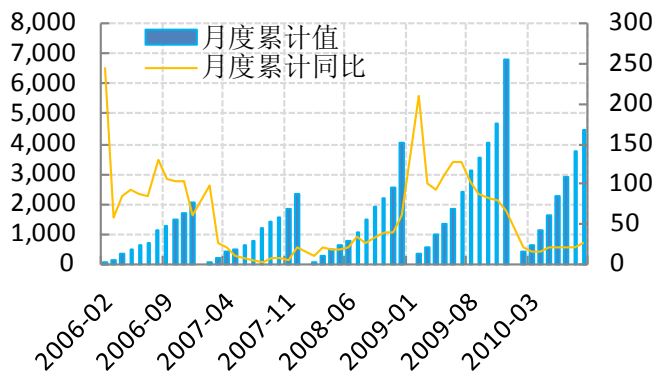
资料来源: wind, 华宝证券研究所

图4 机械设备步入复苏轨道



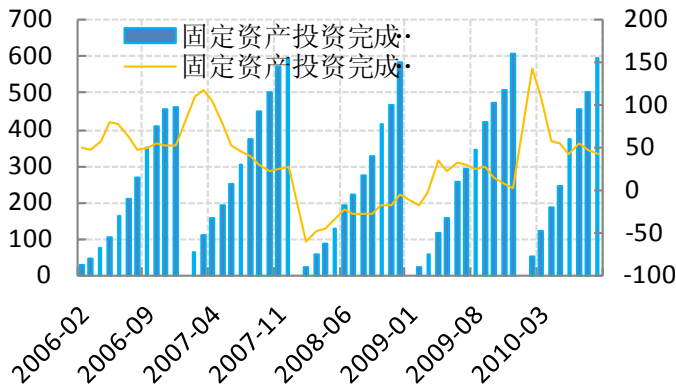
资料来源: wind, 华宝证券研究所

图5 铁路运输业固定资产投资完成额（亿元）



资料来源: wind, 华宝证券研究所

图6 机械设备步入复苏轨道



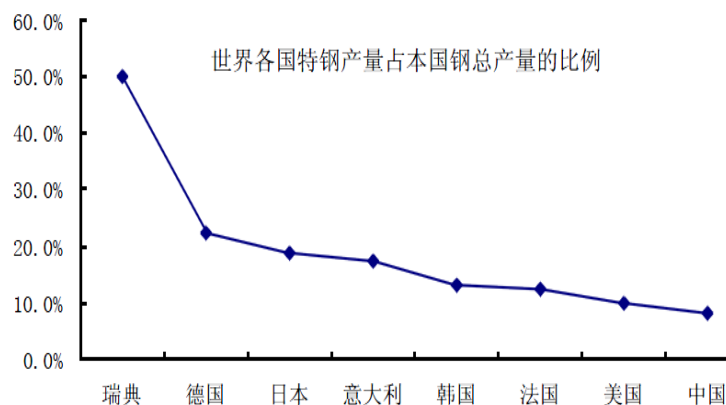
资料来源: wind, 华宝证券研究所

我国特殊钢行业与国际先进水平相比, 仍存在一定的差距。主要表现在: 一是高端产品比例偏低, 仍依赖进口; 金融危机前我国每年从国外进口特钢 300 万吨左右; 二是部分国产化的中高端产品在实物质量上与国际先进水平还有一定差距。汽车、机械是特钢行业



最主要的下游行业，近几年，两者合计约占我国特钢消费的 60%左右，这两个行业的复苏将直接利于公司的主营业务。未来我国特钢产量占钢铁总产量的比重将由目前的不足 10% 向世界平均水平 20% 靠拢，特钢行业还有巨大的发展空间。在中国经济转型格局下，以建筑为主的普碳钢需求面临很大的不确定性，钢铁是经济发展的衡量指向标，而特钢成为经济由数量向质量发展的重要指标。作为我国走向世界的机械、汽车等装备制造业重要原材料，未来需求潜力将远超普碳钢。因此，国内特殊钢企业还有很大的空间可以挖掘。

图 7 世界各国特钢占本国钢产量比重

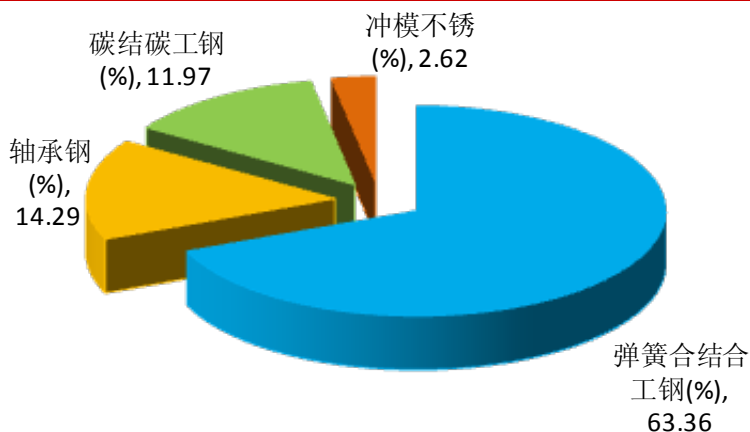


资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

### 3. 产品结构优势凸显

公司产品品种中 80% 以上是优特钢类产品，弹簧合结合工钢、轴承钢、碳结碳工钢构成公司的主要产品，分别占 60%、15%、12% 左右，今年上半年毛利率达 12.61%、17.73% 和 12.54%。公司产品 80% 直供，贸易量小，因此价格波动远小于普钢类产品。公司根据市场调整产品比重的弹性很强。公司设计年产能 8 万吨的特冶锻造厂模具钢项目已逐步投产，成为新的增长点。项目完成后可替代进口中的工模具钢、叶片用钢，市场前景广阔，为未来公司业绩新的增长点。

图 8 公司 2010 年上半年个产品收入占比

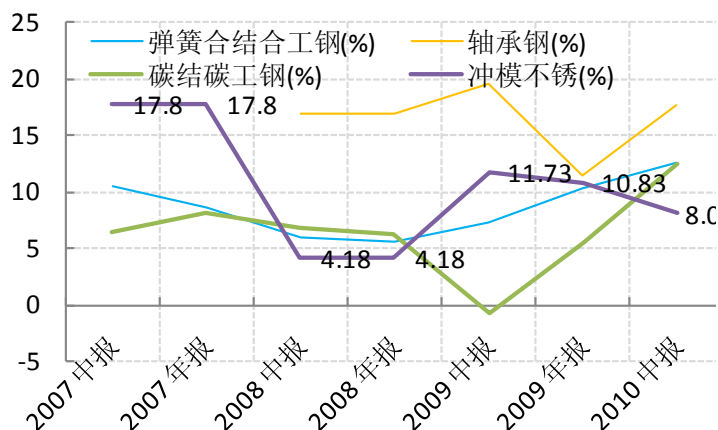


资料来源：公司公告，华宝证券研究所

具体而言，轴承钢 18 万吨左右，齿轮钢 25 万吨，弹簧钢 16 万吨，碳结钢 12 万吨，合结钢 14 万吨，高炉锅炉管坯今年约生产 5 万吨左右（以前曾干过年 15 万吨），工程机

械类 4 万吨，如三一重工为公司重要客户之一，磨具、军工、锚链等其他 20 多万吨，此三种之间的生产比例根据市场各部分调节。

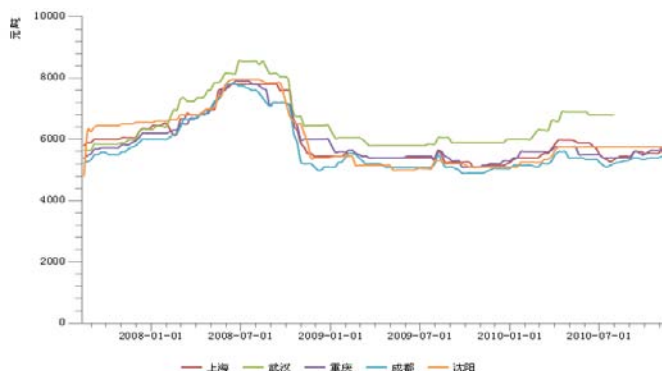
图 9 公司近年个产品毛利率变动



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

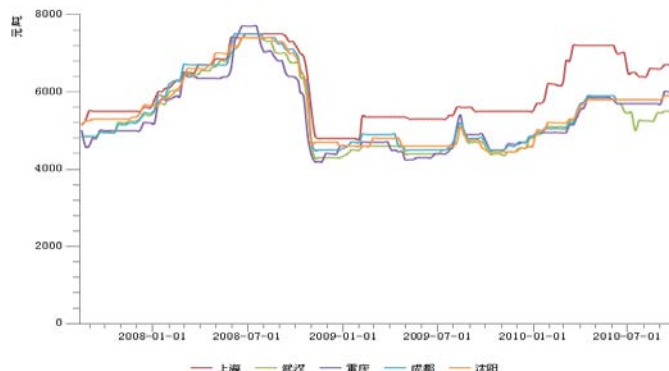
公司的轴承钢和弹簧合结合钢等主打产品毛利近年逐渐攀升，成为公司盈利空间扩大的主力军，并有望今后持续巩固。

图 10 主要城市齿轮钢(20CrMoΦ50)价格



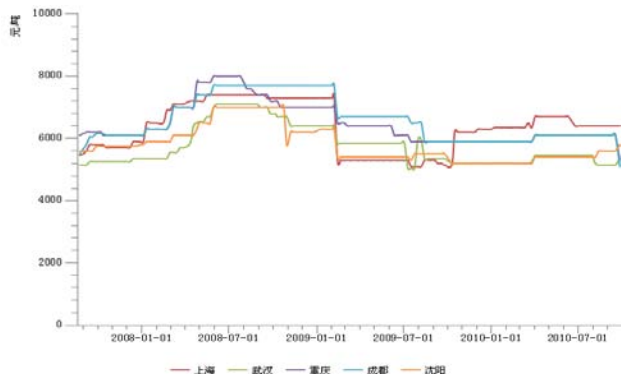
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 11 主要城市轴承钢(50mm,热)价格



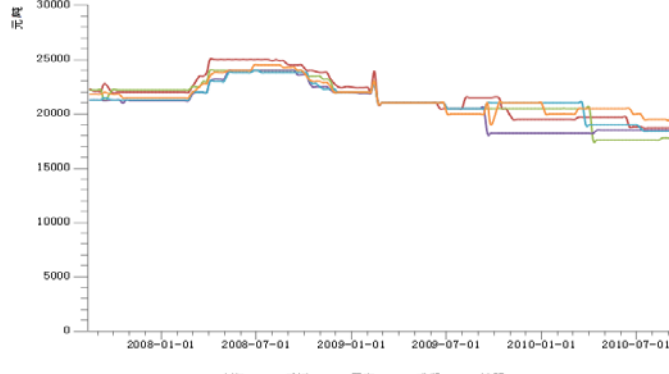
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 12 主要城市弹簧钢(65Mn)价格



资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

图 13 主要城市模具钢(H13,电炉)价格



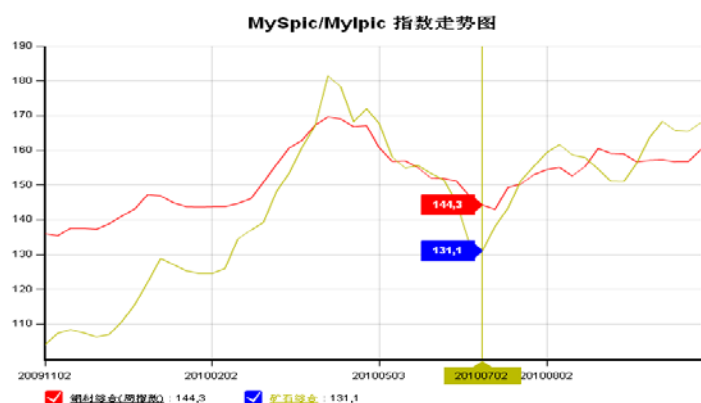
资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

我们预计，随着大宗商品价格的上涨预期和下游需求向好发展，公司产品价格仍然有一定的上涨空间，而特钢较普钢产品具有较强的成本推动优势，公司的利润在矿价上涨的期间仍有较大的提升。

#### 4.成本控制力走强，资源受益可期

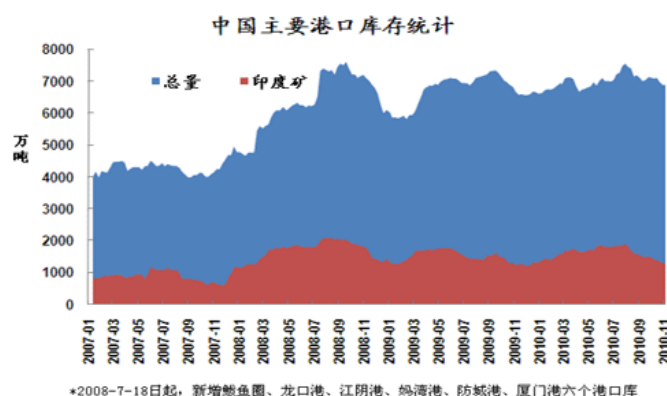
铁矿石方面，四季度协议矿的价格比三季度低 10-12% 左右，但现货矿的价格跟随钢价上升走势时表现为高敏感度波动，在钢价回落时下降滞后，步入四季度后特别在近期，现货矿涨势逼人，目前印度矿 FOB (63.5%) 达 140 美元/吨，和三季度协议矿价格几乎相当，四季度协议矿则比三季度下调 13% 左右。

图 14 公司全年钢产量，材产量、销售及出口量情况



资料来源: wind, 华宝证券研究所

图 15 公司上半年同期钢产量，材产量、销售及出口量情况



资料来源: wind, 华宝证券研究所

公司所需铁矿石目前主要以进口矿为主，由新冶钢采购，有 60 万吨协议矿，现货矿以国外印度矿为主。70% 矿进口，金融危机时期达 90%。其余 30% 在湖北周边地区采购。公司地处中部，长江沿岸，较 100 元/吨的河内运输成本，较沿海钢企运输成本略高。每年大约需用 150 万吨用量的标准品位铁矿石。公司在中信泰富入驻大股东之前，铁水成本处于同行较高的水平，也是业绩一直处于亏损另一大内因。

中信泰富在特钢领域积累丰富经验，04 年入主上市公司后，企业在成本管理方面取得明显进步。铁矿石等原料存货控制和生产工序降耗均位于国内前列。公司今年前三季度铁水成本在 2300-2700 元/吨，平均约为 2500 元/吨，尽管在行业中处于中游，但大股东在西澳大利亚的铁矿石项目或将为公司摆脱依赖外部高价矿的局面，成本有降低的空间。公司结合铁水和废钢的成本来调整钢铁比。

值得期待的是，大股东中信泰富目前持有 20 亿吨磁铁矿资源的开采权，年均最高可生产 2760 万吨铁精矿，第一条生产线预计最早将于 2010 年第四季度投产，其余五条均将于 2011 年投产。项目一期设计产能 1200 万吨，正常状态下能够完全满足旗下特钢公司的矿石需求，届时公司将会获得相对稳定的铁矿石货源。虽然与上市公司目前并没有开始涉及有关具体的铁矿石供给协议，如定价策略都尚未确定，而公司方面也没有透露详细的情况，但我们认为不管以什么方式，将来资源倾斜于子公司是既定的事实。

#### 5.资产注入何重组预期



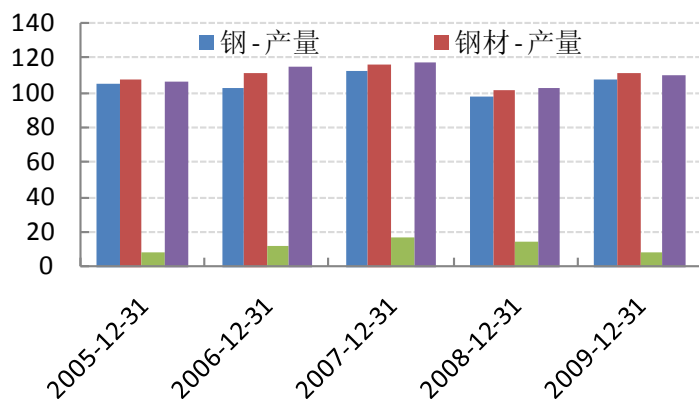
公司铁矿石统一由新冶钢采购，再以市场价转卖给上市公司。公司没有焦炉，焦炭全部从新化（关联公司）采购。所需废钢从市场采购。

我们认为，将来不排除将来新冶钢、新化等公司进行资产重组的可能。在特钢资产整合方面，中信泰富旗下的新冶钢产能将达 300 万吨，兴澄特钢产能 600 万吨，而大冶特钢产能只有 120 万吨。未来中信泰富对其所持特钢资产的整合，或将成为控制人中信泰富的战略选项。

我国特钢行业逐步形成了中信泰富特钢集团、东北特钢集团、宝钢特钢集团等三大特钢企业集团和专业化特钢企业，太钢不锈钢企业、舞阳合金钢中厚板专业化企业、天津、衡管等合金钢管企业。中信泰富在特钢领域积累丰富经验，大冶特钢的盈利状况目前在特钢行业中遥遥领先。由于历史的原因，有的企业盈利状况不佳，长期处于盈亏平衡边缘，甚至长期处于亏损的状态，但具有多年积累的特钢技术何工艺优势，或将步当初收购亏损中的大冶一样的模式而进行收购整合，这不失为企业迅速做大做强、摆脱与国际竞争差距的一大值得思考的战略。

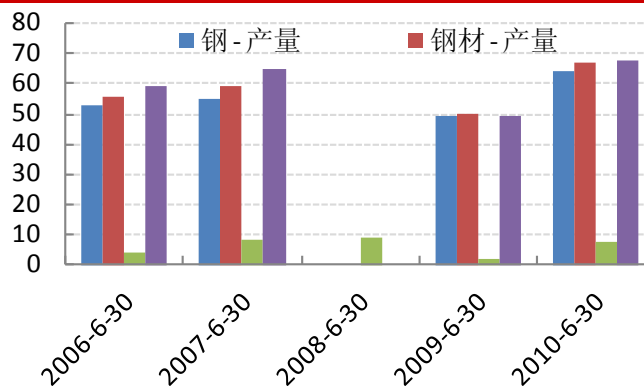
## 6.盈利预测及评级

图 16 公司全年钢产量，材产量、销售及出口量情况



资料来源：wind，华宝证券研究所

图 17 公司上半年同期钢产量，材产量、销售及出口量情况



资料来源：wind，华宝证券研究所

公司 2007 年钢产量，钢材产量、销售量及出口量为历史峰值，钢产量达 112.61 万吨，钢材产量为 116.44 万吨，钢材销售量 117.22 万吨，出口钢材 17.06 万吨。今年上半年情况则超过了历史同期的峰值水平，钢产量、钢材产量、销售量分别为 63.9、66.75、67.47 万吨皆纷纷超出 2007 年上半年的水平（54.99、58.92、64.59 万吨），仅出口钢材为 8 万吨，略低于 2007 年上半年 8.5 万吨以及 2008 年上半年 8.97 万吨的水平，但公司下半年出口或将补足这一差距。

公司在 09 年年报提出 2010 年经营计划：钢产量 125 万吨，钢材产量 110 万吨，钢材销售量 110 万吨，实现营业收入 60 亿元。并提出 2010 年品种开发的目标是：效益产品较上年增长 40%以上，新品开发实现 8 万吨。公司目前披露的三季报显示，营业收入已达 58.7 亿元，同比增长 44.8%，已接近全年目标，并实现净利 4.15 亿元。钢产量今年上半年实现 63.9 万吨、材产量 66.75 万吨、钢材销量 67.47 万吨，出口今年开始恢复，上半年实现钢材出口 8 万吨，比去年同期增长 280%，全年有望实现 16 万吨，逐渐恢复到 2007 年 17 万吨的水平。尽管钢铁行业在今年三季度出现整体下滑的态势，但公司三季度

形势基本保持二季度的良好势头。公司四季度订单饱满,我们估计今年全年将超目标完成,营业收入将接近实现 80 亿元。

公司业绩稳健。内部潜力挖掘,产品盈利能力走向稳定,产品结构调整有成效,高档次、新产品,效益产品比例在提升。

公司随着锻造项目的逐步投产,盈利进一步增强,我们通过调研做出判断,认为明年该项目或将有 8 万吨钢材产品,12 年可达 10 万吨产量,总体毛利率可接近轴承钢的水平,即 17%。目前公司前三季度综合平均毛利率约 13%,经大致计算,可以 2011 年锻造项目产品将为公司业绩增厚约 8.7%。按今年可比业绩计算,约增厚 EPS0.11 元/股。

成本方面,四季度协议矿的价格比三季度低 10-12%左右,但现货矿的价格跟随钢价上升走势时表现为高敏感度波动,在钢价回落时下降滞后,步入四季度后特别在近期,现货矿涨势逼人。我们根据公司矿石采购的结构,预计公司四季度综合矿价和三季度持平,公司产品价格上涨带来的业绩回升是主要的。

基于以上对公司成长的分析,结合本次调研,我们对公司未来几年的产品销售作了较为合理的预测,相应地,我们测算出 10、11、12 年公司实现 EPS 1.23、1.36、1.41 元/股,目前股价对应 PE 为 13.47、12.19、11.77 倍,给予“买入”评级。

## 7.风险提示:

短期内铁矿石仍将依赖进口矿,矿价波动大,公司运输成本较高。

钢铁行业节能减排、淘汰落后政策仍存在较大的变数,公司的设备有相当数量较为陈旧,尤其是冶炼设备。在建高炉(2000 立方米)和转炉方米)资产在新冶钢,不在上市公司。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1865.39	2033.17	2425.91	3436.93
现金	142.62	581.93	333.39	1420.30
应收账款	139.23	245.66	180.00	292.67
其它应收款	3.48	11.14	3.67	11.76
预付账款	199.42	54.30	226.53	120.66
存货	836.35	1117.25	958.76	1413.66
其他	544.29	22.88	723.56	177.89
<b>非流动资产</b>	1918.12	2454.39	2544.77	2578.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1825.19	2338.04	2425.09	2463.08
无形资产	28.56	38.76	41.80	44.20
其他	64.38	77.59	77.89	70.89
<b>资产总计</b>	3783.51	4487.56	4970.69	6015.10
<b>流动负债</b>	1699.35	1861.18	1869.74	2429.73
短期借款	135.00	48.33	242.79	82.04
应付账款	750.28	1338.02	984.28	1646.53
其他	814.07	474.83	642.68	701.17
<b>非流动负债</b>	39.65	96.26	89.89	76.40
长期借款	0.00	60.10	53.18	38.89
其他	39.65	36.16	36.70	37.51
<b>负债合计</b>	1739.00	1957.44	1959.63	2506.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2044.51	2530.12	3011.06	3508.98
<b>负债和股东权益</b>	3783.51	4487.56	4970.69	6015.10

### 现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	175.58	1306.76	-3.43	1659.56
净利润	332.79	553.02	610.72	632.47
折旧摊销	143.08	177.55	197.54	215.32
财务费用	12.24	16.32	21.50	13.83
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-320.56	557.91	-829.21	795.94
其它	8.03	1.96	-3.99	2.00
<b>投资活动现金流</b>	-163.16	-715.78	-283.94	-250.72
资本支出	14.72	541.72	85.86	34.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-148.44	-174.06	-198.08	-216.12
<b>筹资活动现金流</b>	-251.82	-151.67	-141.18	-141.92
短期借款	130.00	-86.67	14.44	19.26
长期借款	-250.00	60.10	-6.91	-14.29
其他	-131.82	-125.10	-148.71	-146.89
<b>现金净增加额</b>	-239.40	439.31	-428.55	1266.92

### 利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	5561.18	7974.74	8931.71	9735.56
营业成本	5038.27	7237.08	8109.99	8844.76
营业税金及附加	0.94	5.18	3.24	3.83
营业费用	27.00	60.27	64.14	63.59
管理费用	97.12	95.20	112.71	136.36
财务费用	12.24	16.32	21.50	13.83
资产减值损失	7.07	36.53	40.93	33.86
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	378.54	524.17	579.21	639.34
营业外收入	7.98	39.15	38.01	28.38
营业外支出	6.09	9.84	5.82	7.25
<b>利润总额</b>	380.44	553.48	611.40	660.47
所得税	47.64	0.46	0.68	28.00
<b>净利润</b>	332.79	553.02	610.72	632.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	332.79	553.02	610.72	632.47
EBITDA	528.25	731.48	812.21	872.16
EPS (元)	0.74	1.23	1.36	1.41

### 主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-25.87%	43.40%	12.00%	9.00%
营业利润	233.39%	38.47%	10.50%	10.38%
归属母公司净利润	65.67%	66.18%	10.43%	3.56%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.40%	9.25%	9.20%	9.15%
净利率	5.98%	6.93%	6.84%	6.50%
ROE	16.28%	21.86%	20.28%	18.02%
ROIC	14.83%	20.58%	18.27%	17.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.96%	43.62%	39.42%	41.66%
净负债比率	10.81%	6.31%	15.97%	5.53%
流动比率	1.10	1.09	1.30	1.41
速动比率	0.61	0.49	0.78	0.83
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.55	1.93	1.89	1.77
应收帐款周转率	40.18	41.44	41.97	41.19
应付帐款周转率	6.26	6.93	6.98	6.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.74	1.23	1.36	1.41
每股经营现金	0.39	2.91	-0.01	3.69
每股净资产	4.55	5.63	6.70	7.81
<b>估值比率</b>				
P/E	19.55	13.47	12.19	11.77
P/B	3.18	2.94	2.47	2.12
EV/EBITDA	12.48	9.60	9.19	7.11

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

强于大市 A--: 相对沪深300指数涨幅10%以上;

中性 B--: 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%;

弱于大市 C--: 相对沪深300指数跌幅10%以上;

未评级 N--: 暂未行业评级;

### - 公司评级标准

买入: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在15%以上;

持有: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在5%-15%;

中性: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的涨幅在-5%-5%;

卖出: 报告发布日后的3个月内, 相对于行业指数的跌幅在-5%以上;

未评级: 研究员基于某种原因, 不能对该公司做出股票评级; 或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

## 机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

**免责声明:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权, 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“华宝证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。