

凌钢股份 (600231)
增持/首次评级

股价: RMB 8.76 元

分析师

黄静

SAC 执业证书编号: S1000208120164

Tel: +755-82492060

Email: huangjing@lhqz.com

联系人

陈雳

Tel: +755-82125092

Email: chenliys@lhqz.com

资源优势突出 专精长材产品

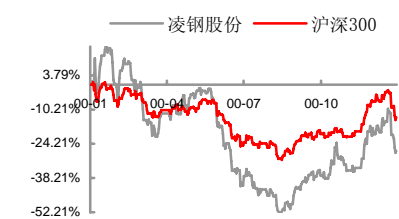
- 凌源钢铁集团有限责任公司始建于 1966 年,是集采矿、选矿、冶炼、轧材为一体的钢铁联合企业,现有钢铁产能 350 万吨,我们认为公司将受以下三大因素的驱动,未来具备稳定的成长空间:
- **铁矿石资源优势明显。**公司持有北票保国铁矿有限公司 100% 股权,生产铁精粉保持在 100 万吨左右,当前自给率在 20%,在具备钢铁冶炼的上市公司中处于领先水平;随着 2011 年底边家沟铁矿开始试生产,未来公司的自供数量将进一步扩大,预计 2012 年将达到 25% 以上。在未来铁矿石依旧供不应求、易涨难跌的形势下,凌钢产品极具成本优势,盈利弹性大。
- **符合国家产业政策,区位优势明显。**凌钢是辽西最大的钢铁生产企业,其中,建筑用钢产能占到了辽宁地区总产能的 20% 左右。钢铁行业正从产能高增长期转为内部产能结构调整优化期,结合北方产能供给收缩的大背景下,凌钢这类存留的符合标准的企业未来将有更大市场空间。
- **精专长材产品,盈利能力较强。**公司以品种钢为主的生产特征明显,棒材和中宽热带主营业务占比达到了 95% 以上,是公司主要业绩源泉。从公司主营产品毛利率变动情况来看,棒材和中宽热带产品长期保持在 11% 以上的水平,2010 年受铁矿石资源优势的进一步推动,毛利率将提高到 15% 左右,盈利能力较强。
- **预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.8 元、0.93 元,对应 PE 倍数分别为 12.23、10.93、9.38。**今年公司业绩释放明显,是业内为数不多的“政策+区域+资源+产品”均受益企业,成长稳定。
- **首次给予“增持”投资评级。**我们采取资源估值+PB 的方法给出公司合理价值区间为 10.6-13.23 元/股。其中,我们采用贴现现金流法估算公司矿山的资源价值(权益),资源价值估算为 5.56-8.19 元/股;冶炼业务价值 5.04 元/股。
- **风险提示:**(1) 铁矿石价格变动风险;(2) 钢铁行业周期性及政策风险;(3) 市场系统性风险。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	804
流通 A 股(百万股)	804
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	7,043

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9508	13555	14869	16822
(+/-%)	4	43	10	13
归属母公司净利润(百万元)	298	576	644	751
(+/-%)	-16	93	12	16
EPS(元)	0.37	0.72	0.80	0.93
P/E(倍)	23.61	12.23	10.93	9.38

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

钢铁行业将由数量增长向产品结构调整转变	4
钢铁企业面临“大者恒强”或“小而精专”两个方向选择.....	4
凌钢股份——极具特色的品种钢生产企业.....	5
三大动力促进公司稳定成长	7
铁矿石资源成本优势凸显.....	7
符合国家产业政策，区位优势明显.....	9
精专长材产品，盈利能力较强.....	10
估值与投资评级	12
风险提示	13
铁矿石价格变动风险.....	13
钢铁行业周期性及政策风险.....	14
市场系统性风险.....	14

图表目录

图 1:	2010 年中国粗钢产能已超过 7 亿吨	4
图 2:	我国建筑用钢产量占钢材总产量 45%左右	4
图 3:	中国钢铁产能集中度情况	4
图 4:	集团公司基本构架情况	5
图 5:	股份公司股权结构情况	5
图 6:	凌钢股份产能统计	6
图 7:	77 家重点钢铁企业平均利润率变动情况	6
图 8:	2007~2010 年凌钢股份盈利情况	6
图 9:	2005~2010 年国产/进口铁矿石价格走势	7
图 10:	2010 年国产铁精粉价格走势	7
图 11:	中国铁矿石供需缺口情况	7
图 12:	凌钢股份自产铁矿石成本及市场价比较	8
图 13:	中国各区域建筑用钢产能分布情况	10
图 14:	2010 年公司主要收入构成区域分布	10
图 15:	2010 年公司各区域毛利率情况	10
图 16:	2010H1 公司主营业务产品占比	11
图 17:	2005~2010 年棒材、中宽热带收入与成本	12
图 18:	2005~2010 年焊管、中宽冷带收入与成本	12
表格 1:	主要钢铁上市公司铁矿石储量情况	8
表格 2:	东北地区长材产能统计	9
表格 3:	凌钢股份主营产品毛利率变动情况	11
表格 4:	可比公司铁矿石资源情况	13
表格 5:	凌钢股份主营产品毛利率变动情况	13

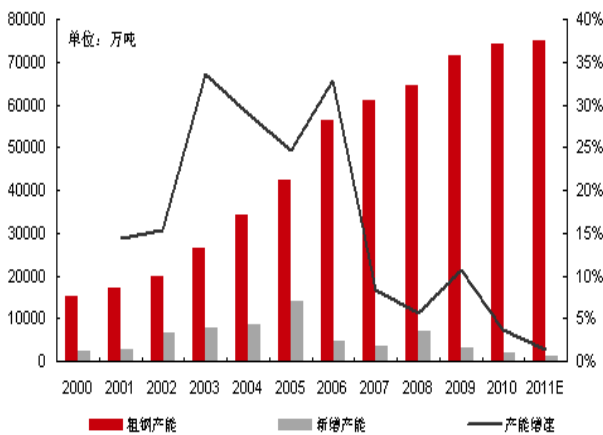
钢铁行业将由数量增长向产品结构调整转变

钢铁企业面临“大者恒强”或“小而精专”两个方向选择

2004~2009年，处于我国钢铁产能和产量高速增长期，年增幅均保持在5%以上，2010年粗钢产能已突破7亿吨大关，在数量高速增长的同时，相当比重的落后产能亟待淘汰。

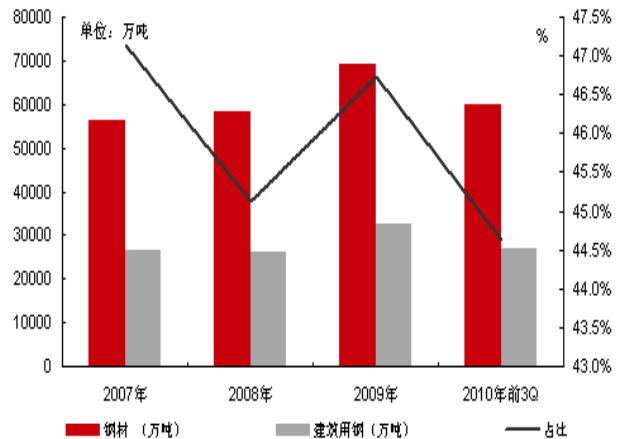
2010年6月17日国务院办公厅发文，对除国家已批准开展前期工作的项目外，2011年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目，使得钢铁新建产能增速首次回落到5%以下。

图 1：2010 年中国粗钢产能已超过 7 亿吨



资料来源：华泰联合证券研究所

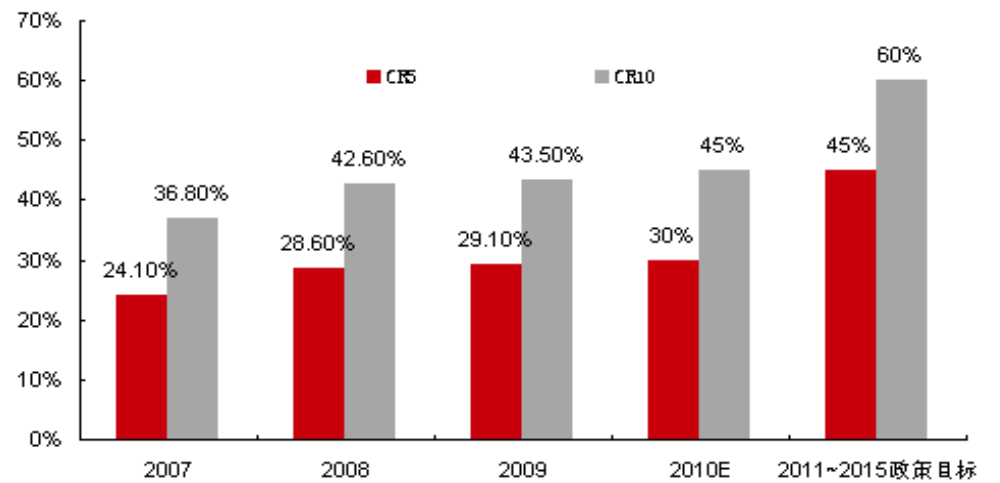
图 2：我国建筑用钢产量占钢材总产量 45% 左右



资料来源：华泰联合证券研究所

由于建筑用钢设备技术及投资门槛低，使得近年民营钢铁投资很大程度的向长材集中，一度造成这部分产品供应的过度饱和，产量占比达到钢材总量的 45% 以上，约为 3 亿吨左右，成为国家淘汰钢铁落后产能的重点方向。

图 3：中国钢铁产能集中度情况



资料来源：华泰联合证券研究所整理

国家政策层面对钢铁行业要求明确,《钢铁产业发展政策》、《国务院办公厅关于进一步加大对节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》相继指出,“十二五”期间产量前5的钢铁生产企业要求集中度达到45%以上,前10的企业粗钢集中度要达到60%以上,鉴于此类企业基本都是国有大中型钢厂,所以钢铁企业“大者恒强”的趋势不可避免,如河北钢铁、宝钢、鞍钢等占龙头地位的优势大型钢铁生产企业将加大对中小钢铁企业的整合。

对于中小型钢铁企业而言,将面临两个方向的选择,要么被优势大型钢铁企业兼并,要么通过提高节能环保水平、突出产品优势,找到一条适合自身发展的道路。我们同时注意到,国家钢铁政策目标主要淘汰中小企业的落后产能部分,对于符合节能减排标准、具备一定产品特色的国营中型钢厂并非完全持打压态度,经历本轮调整风暴后的存留达标企业发展空间广阔。

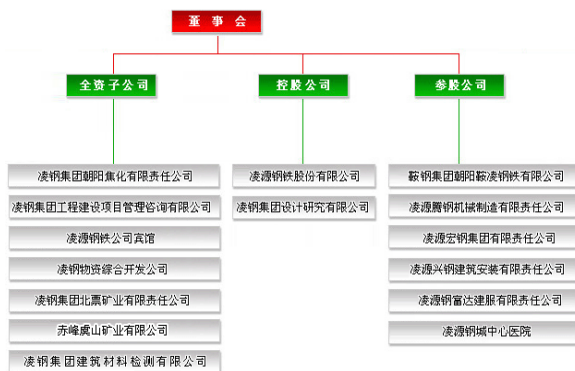
以凌钢股份为例,现经营的主要产品有热轧中宽带钢、冷轧中宽带钢、螺纹钢、圆钢和焊接钢管,各项生产手续都符合国家相关标准,热轧中宽带钢和螺纹钢获得了国家质量金杯奖,螺纹钢为国家免检产品,产品结构已由普钢为主向品种钢为主转变,具备“小而精专”的企业特色。

凌钢股份——极具特色的品种钢生产企业

凌源钢铁集团始建于1966年,形成了采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢比较完善精干的钢铁联合企业架构和转炉全连铸——热送热装——连轧先进合理的工艺流程。2009年度全球钢铁企业粗钢产量排名中,凌钢集团以307万吨的产量位列第77位,在中国钢厂中列第38位。

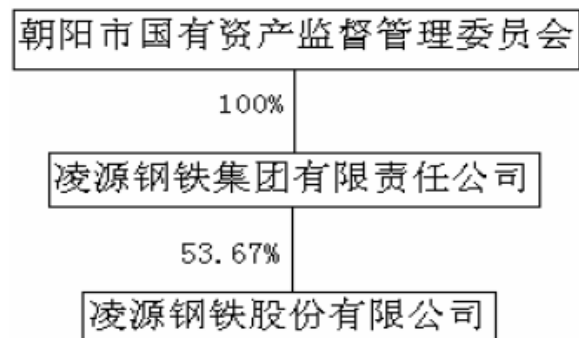
凌钢股份是朝阳市唯一一家上市公司,于1994年5月4日由凌钢集团独家发起,以定向募集方式设立的股份有限公司。自2000年上市以来,在国内钢铁行业上市公司中,凌钢股份净资产收益率、销售利润率、每股收益一直保持在较高水平,曾多次入选上证180、沪深300指数,是沪深上市公司100强之一,上证红利和中证500指数样本股。2010年公司总股本为80400.22万股,其中国家股43147.3万股,占股本总额的53.67%,无限售条件的流通股37252.9万股,占股本总额的46.33%。

图4: 集团公司基本构架情况



资料来源: 华泰联合证券研究所

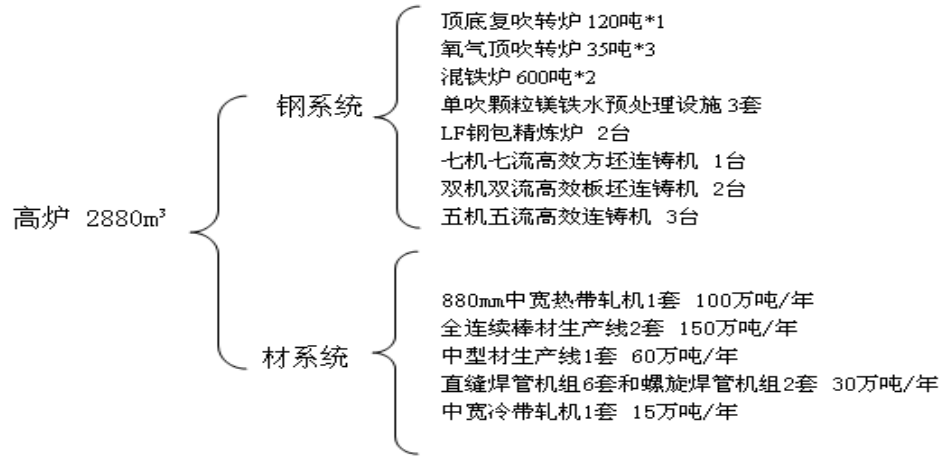
图5: 股份公司股权结构情况



资料来源: 华泰联合证券研究所

2010年公司钢铁产能已提高至350万吨,其中长材产能约250万吨,占比70%,是一家典型的以长材为主的市属国有中型钢铁企业。2010年计划产量330万吨,其中长材220万吨,板材110万吨,长材占比67%,大部分产品均直供北方地区的建设工程。

图6: 凌钢股份产能统计

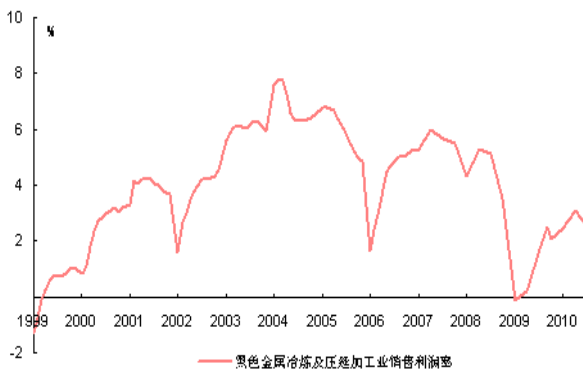


资料来源: 华泰联合证券研究所整理

2010年前三季度运行数据显示,在国内市场钢材价格低位运行和钢铁生产成本不断上升的双重压力下,纳入统计的77户大中型钢铁企业1至9月份的平均销售利润率不足3%,低于工业行业的平均盈利水平,一些月份甚至下降到1%左右,前三季度实现利润仅640亿元。

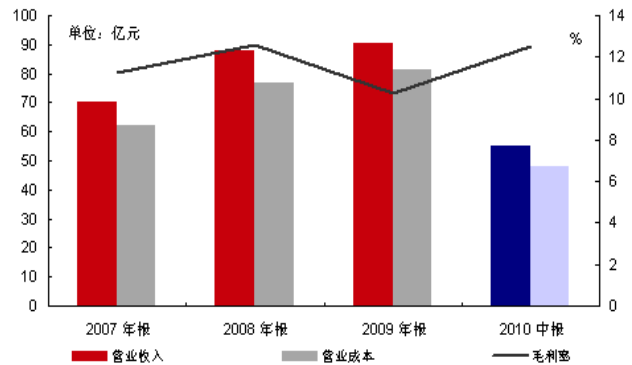
相比而言,凌钢股份2010年前三季度累计实现营业收入94.94亿元,同比上升38.4%;营业利润6.14亿元,同比上涨135.22%;净利润4.56亿元,同比上涨116.54%;公司年前3季度毛利率分别为9.95%,14.09%,9.84%。从公司盈利情况来看,受铁矿石资源优势支撑,以及长材产品竞争力强,未来品种钢的主营业务毛利率能够稳定在12%左右,远高于行业平均水平。

图7: 77家重点钢铁企业平均利润率变动情况



资料来源: 中国钢铁工业协会, 华泰联合证券研究所

图8: 2007-2010年凌钢股份盈利情况



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

三大动力促进公司稳定成长

铁矿石资源成本优势凸显

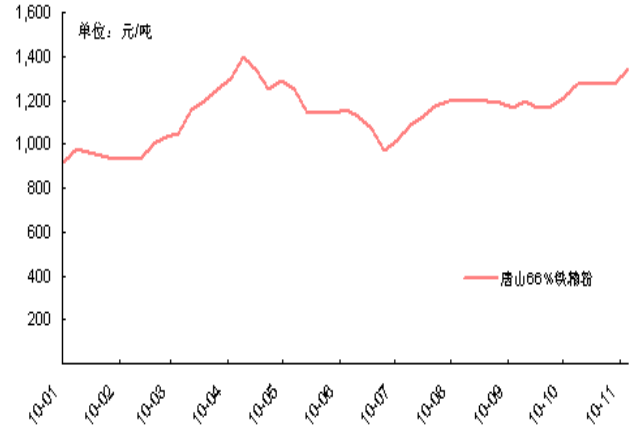
2010 年由于铁矿石为核心的炼钢原料价格大幅上扬，众多钢铁企业营业利润被上游侵蚀，而有自备矿的企业成本优势凸显。

图 9：2005~2010 年国产/进口铁矿石价格走势



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

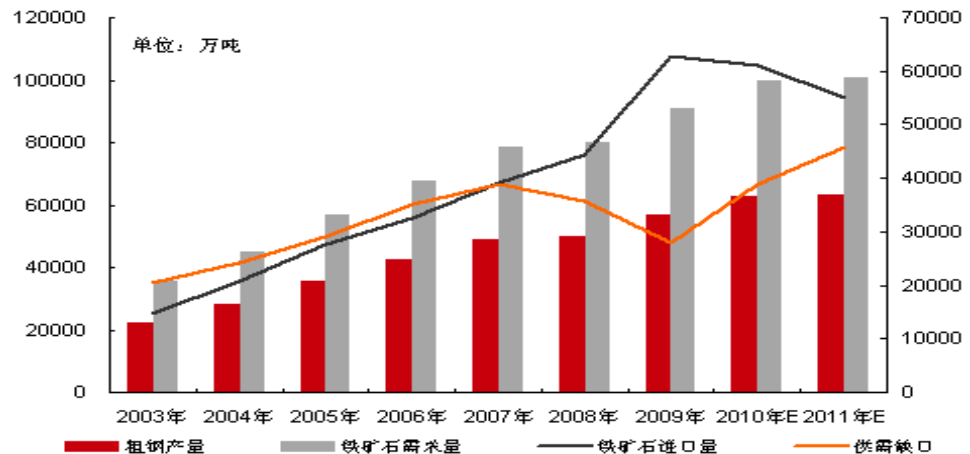
图 10：2010 年国产铁精粉价格走势



资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所

2010 年国内开采的铁矿石原矿产量前三季累计生产 7.8 亿吨，累计同比增长 25.89%；在国内矿增多的同时，进口矿需求出现下降趋势，2010 年前三季度进口铁矿石约 4.58 亿吨，比上年同期减少 1153 万吨，但进口总金额 556.89 亿美元，比上年同期增加 191.62 亿美元，折合人民币约 1303 亿元。

图 11：中国铁矿石供需缺口情况



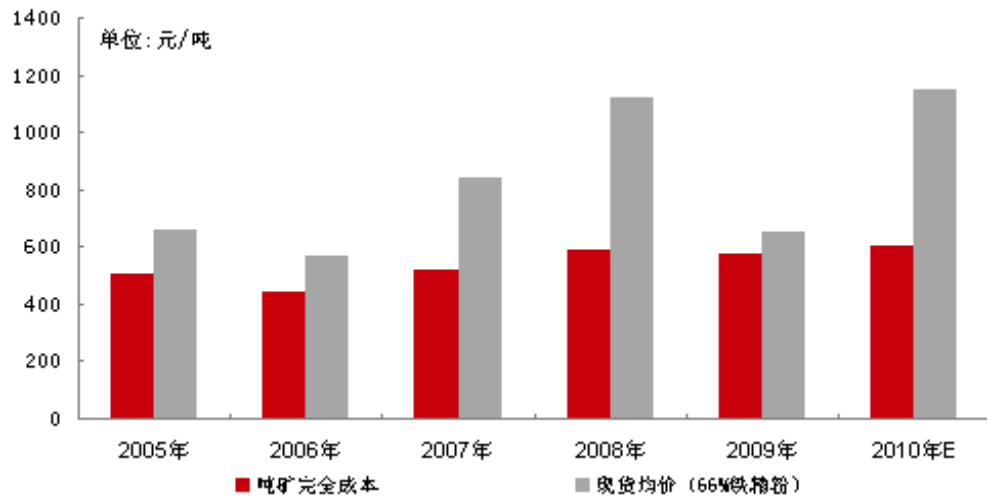
资料来源：华泰联合证券研究所整理

以 2010 年中国粗钢产量 6.25 亿吨推算，大概需要铁矿石约 10 亿吨左右，其中，进口铁矿石约 6.1 亿吨，进口占比达到了 60%，说明中国对进口铁矿石的依存度仍较高，2011 年中国钢铁行业铁矿石供需形势依然不容乐观，虽然国产矿比例有所上升，

对进口矿的高依赖性短期无法解决，再加上新的指数定价模式使得矿石价格更是易涨难跌，预计 2011 年铁矿石价格仍将维持高位波动，对凌钢这类占据铁矿石优势的资源类企业将受益明显。

朝阳地区铁矿石资源丰富，铁矿储量达 10 亿吨，是辽宁省第二大铁矿石基地。公司是国内铁矿石自给率最高的钢厂之一，现自给率在 20%左右，此外采购澳洲长协矿 180 万吨，外购现货矿约 250 万吨左右。随着 2010 年铁矿石价格的高位运行，2010 年 66%铁精粉均价为 1160 元/吨左右，假设公司年产铁精粉 100 万吨，每吨铁精粉生产成本 600 元测算，将给公司减少成本 5~6 亿元。

图 12： 凌钢股份自产铁矿石成本及市场价比较



资料来源：华泰联合证券研究所整理

凌钢股份的铁矿石成本优势明显，在钢铁冶炼的上市公司中仅次于酒钢宏兴。公司持有北票保国铁矿有限公司 100%股权，黑色金属矿石开采经营期限至 2025 年 6 月 17 日。目前主要开采的仍是 2007 年 10 月投产的铁蛋山铁矿和 2010 年投产的黑山铁矿，预计该公司 2010 年生产铁精粉保持在 100 万吨左右；随着 2011 年底边家沟铁矿开始试生产，2012 年后公司的自给数量将进一步扩大到 25%以上。

表格 1：主要钢铁上市公司铁矿石储量情况

公司	矿山	股权	品位	保有储量 (万吨)	原矿年产量 (万吨)	铁精粉年产量 (万吨)
金岭矿业	铁山辛庄矿区	100%		200		
	候家庄矿区	100%		700	200	125
	召口矿区	100%	40-51%	2500		
凌钢股份	保国铁矿边家沟矿	100%				
	保国铁矿黑山分区	100%			250	100
西宁特钢	保国铁矿铁蛋山区	100%	32%	6600		
	肃北七角井	70%		10000		
酒钢宏兴	哈密白山泉	80%	30%	5000	360	120
酒钢宏兴	镜铁山矿	100%	36%	27000	600	300

黑沟矿区

100%

15000

资料来源：华泰联合证券研究所整理

2008年11月，公司通过重大资产重组收购了控股股东凌源钢铁集团有限责任公司，2010年上半年，保国铁矿完成铁精矿50万吨，同比增长15.78%；实现营业收入43989万元，同比增长66.28%；实现利润总额12439万元，同比增长11.2倍；实现净利润9320万元，同比增长11.3倍。

符合国家产业政策，区位优势明显

2010年5月，10部委发布抑制部分行业产能过剩和重复建设、引导产业健康发展的若干意见，工信部下达2010年钢铁淘汰落后产能目标名单中，有175家炼铁企业，落后产能共3524.6万吨。其中北方地区最多，达到了1181万吨，从淘汰产能明细来看，大部分为地方民营企业的建筑材产线，鲜有国营钢铁企业的身影。

凌钢是辽西最大的钢铁生产企业，其中，建筑用钢产能占到了辽宁地区总产能的20%左右。

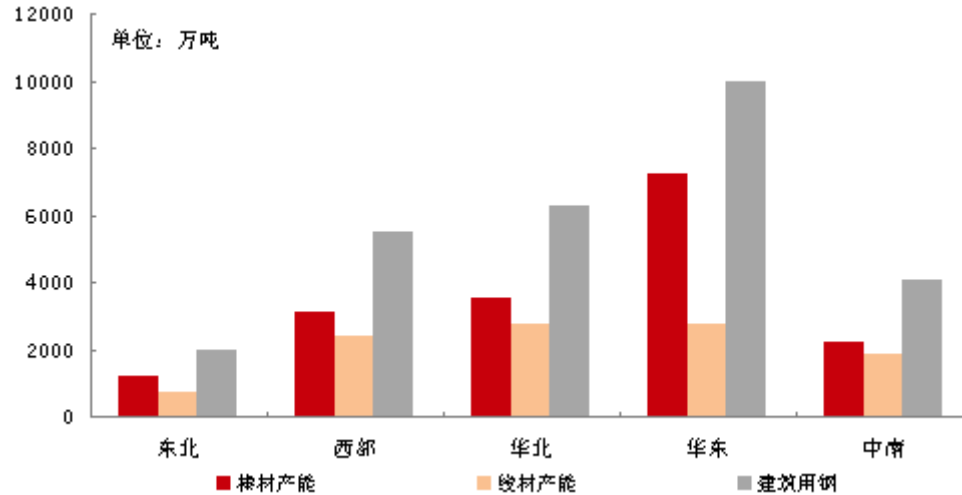
表格 2：东北地区长材产能统计

企业	地区	棒线产能（万吨）	企业	地区	棒线产能（万吨）
西林钢铁	黑龙江	140	北台钢铁	辽宁	500
大丰钢厂	黑龙江	5	鞍山钢铁	辽宁	125
宁安益昕	黑龙江	5	新抚钢	辽宁	210
中庆特钢	黑龙江	10	辽特钢	辽宁	30
黑龙江建龙	黑龙江	120	凌源钢铁	辽宁	250
通化钢铁	吉林	110	本溪钢铁	辽宁	20
通钢辉南	吉林	120	辽阳轧钢	辽宁	30
四平红嘴	吉林	160	辽阳新钢	辽宁	30
经纬钢铁	吉林	20	天鸿线材	辽宁	10
吉林钢铁	吉林	20	沈阳西洋	辽宁	30
东北地区合计		1945万吨	辽宁小计		1235万吨

资料来源：Custeel，华泰联合证券研究所整理

此外，从中国主要棒线产能的区域分布来看，华东和华北地区最多，小计产能超过1.6亿吨，存在一定的供大于求现状；而东北地区产能最少，仅1945万吨，部分建筑钢材还需从邻近的河北等地调集，消费旺季还呈现供不应求的态势，不存在类似华东地区产能过度集中的压力。

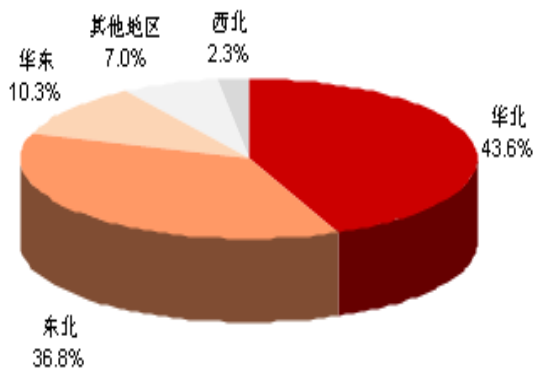
图 13: 中国各区域建筑用钢产能分布情况



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

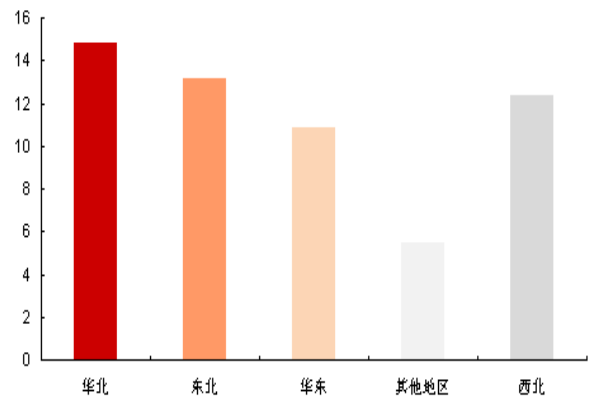
从公司的主要业务构成来看, 2009 年华北及东北占比为 80.5%, 与 2010 年上半年 80.4% 基本持平, 说明公司以北方市场为主要目标销售区域; 从业务构成来看, 在华北与东北的毛利率水平也是最高的, 2010 年上半年分别为 14.84%、13.11%, 明显高于其他地区。

图 14: 2010 年公司主要收入构成区域分布



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 15: 2010 年公司各区域毛利率情况

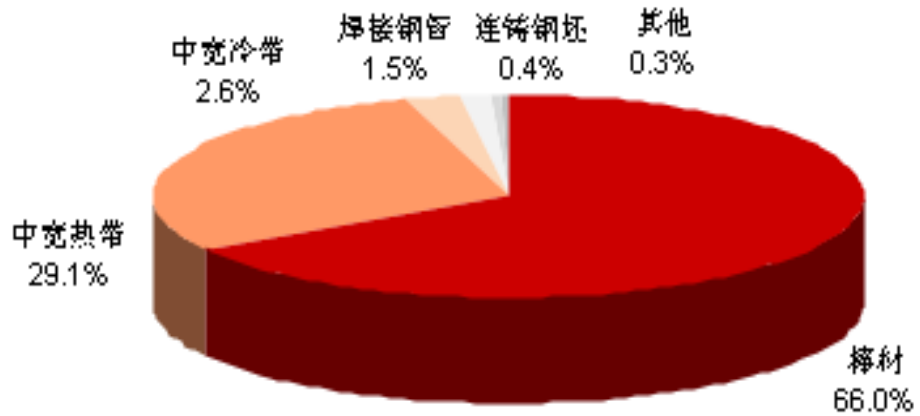


资料来源: 华泰联合证券研究所

精专长材产品, 盈利能力较强

公司目前主要以生产长材为主。2009 年公司棒材占公司主营业务的 68.4%, 中宽热带占比为 28.3%, 合计占比 96.7%; 从 2010 年上半年主营业务收入构成来看, 棒材占比达到了 66%, 中宽热带占比为 29.1%, 两项合计占比 95.1%, 可见, 棒材及中宽热带是公司主要业绩源泉, 公司长材营业收入占比由 2007 年的 46% 提升至 2010 年的 70% 左右。

图 16: 2010H1 公司主营业务产品占比



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

从公司主营产品毛利率变动情况来看, 棒材毛利率情况最优且相对比较稳定, 长期保持在 11% 以上的水平, 2010 年受铁矿石资源成本的进一步驱动, 毛利率达到了 15% 以上; 相比而言, 中宽热带产品盈利能力也较强, 随着市场形势的好转, 2010 年上半年毛利率也回升到了 10% 以上的正常水平; 公司中宽冷带产能仅 15 万吨, 焊管产能越 30 万吨, 产量占比较小, 虽然 2010 年上半年略有亏损, 但对整体业绩影响有限。

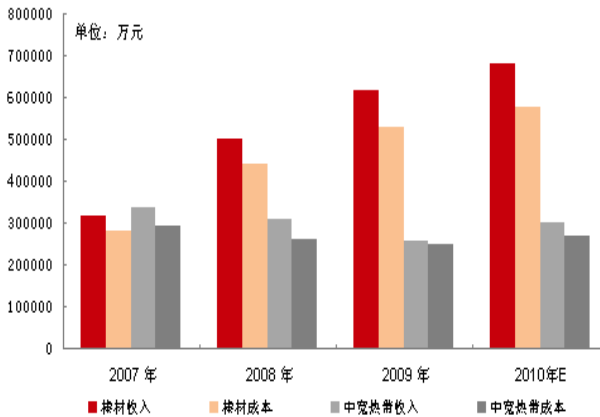
表格 3: 凌钢股份主营产品毛利率变动情况

毛利率 (%)	2010 年 H1	2009 年	2008 年	2007 年
棒材	15.07	14.11	11.69	11.07
中宽热带	11.21	2.51	15.09	13.03
中宽冷带	-3.92	-7.57	9.45	-12.68
焊接钢管	-3.82	0.19	6.73	7.34
连铸钢坯	2.65	—	—	—
其他	4.68	—	—	—

资料来源: 上市公司公告, 华泰联合证券研究所整理

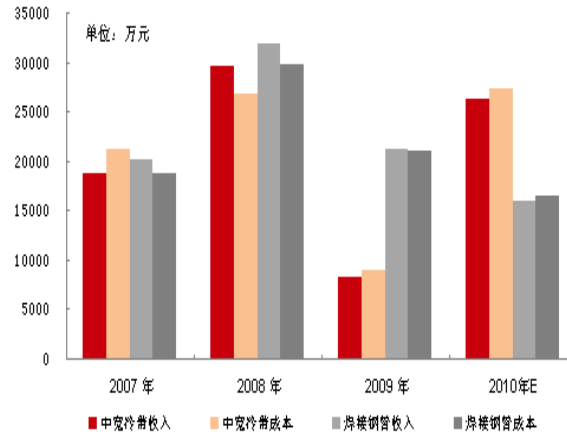
2010 年上半年, 公司生产钢 160.9 万吨, 同比增长 14.25%; 铁 146.6 万吨, 同比增长 7.32%; 钢材 159.4 万吨, 同比增长 13.11%; 实现主营业务收入 51.50 亿元, 同比增长 22.29%; 实现净利润 27392 万元, 同比增长 11.72 倍

图 17: 2005-2010 年棒材、中宽热带收入与成本



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 18: 2005-2010 年焊管、中宽冷带收入与成本



资料来源: 华泰联合证券研究所

估值与投资评级

相对估值 —10.8 元/股

基于对公司未来钢材产品销量、价格及毛利率的分析与预测, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.80 元、0.93 元, 对应 PE 倍数分别为 12.23、10.93、9.38。参照 2011 年行业一致预期 PE 13.5 倍左右, 以公司 13.5 倍的 PE 计算, 对应 2011 年公司股价 10.8 元左右。

随着 2011、2012 年中国铁矿石供需情况难以实质性改观, 价格有可能进一步上扬, 公司每股收益将进一步上涨, 因此我们认为基于 2010 年每股盈利水平做出的相对估值倾向于低估公司真实价值, 需选用资源估值方法做出更合理评估。

资源估值+PB —10.6-13.23 元/股

资源价值: 5.56-8.19 元/股

我们采用贴现现金流法估算公司矿山的资源价值(权益), 资源价值估算为: 5.56-8.19 元/股。基于如下假设:

1、保国铁矿精粉产量保持在 100 万吨/年, 2012 年提高到 150 万吨/年, 2010 年计剩余开采年限 26 年, 矿山建设完备, 期间无重大资本支出。

2、长期价格假设为: 在 2007~2009 年长协价格执行期, 66%铁精粉现货年度均价分别为 1029 元/吨、1337 元/吨、781 元/吨, 三年平均价格均值在 1049 元/吨上下波动; 2010 年采取新的季度定价模式后, 66%铁精粉现货年度均价达到了 1160 元/吨左右, 故我们选取 1000~1200 元/吨作为铁矿石长期价格假设, 依据可比公司的市场价格, 倒推出股价中所隐含的铁精粉市场预期价格, 发现其相较当前市场现货价格有很高的溢价, 这一溢价一方面反映了市场业已形成的铁矿石涨价预期, 另一方面反映出国产铁矿石供不应求而产生的估值溢价。

3、公司三项费用率 5%, 所得税率 25%, WACC8%。

表格 4：可比公司铁矿石资源情况

	凌钢股份	金岭矿业
股价 (2010.11.18 收盘价)	8.76 元	22.34 元
冶炼价值 (元/股)	7.12	0
资源价值 (元/股)	3.61	20.81
可采储量 (万吨)	6600	3400
原矿年产量 (万吨)	250	200
铁精粉年产量 (万吨)	100	125
单位成本 (元/吨)	513	350
三项费用率	5%	5%
所得税	25%	25%
WACC	8%	8%
总股本 (百万股)	804	595

注：金岭矿业储量、采量统计包含金鼎矿业 40% 股权所含矿山资源

资料来源：华泰联合证券研究所整理

冶炼业务价值：5.04 元/股

根据 2010 年 3 季报，公司每股净资产为 3.25 元（剔除矿山资产部分，最新摊薄），结合 Wind 统计 2010 年 3Q 钢铁行业平均 1.44 倍 PB 水平，公司冶炼部分价值约为 5.04 元/股。

表格 5：凌钢股份主营产品毛利率变动情况

简称 (2010-11-18)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB
			10E	11E	10E	11E	
行业均值（整体法）	154.21	92.98	0.3128	0.4349	18.86	13.67	1.44
行业中值	85.84	51.64	0.2708	0.4145	23.22	16.27	2.01
凌钢股份	70.43	32.63	0.6996	0.8561	12.52	10.23	1.97

资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

综合上述，采用资源+PB 的估值方法，预测公司对应合理价值区间为 10.6~13.23 元，首次予以增持评级。

风险提示

铁矿石价格变动风险

由于公司保国铁矿的资源注入，上市公司成为少数含铁矿资源概念投资标的，公司所价值随铁矿石价格预期的更改而明显波动。若铁矿石价格未来出现大起大落的波动，公司业绩将明显受到影响

钢铁行业周期性及政策风险

钢铁行业景气的周期性波动，钢材价格的波动仍是影响公司盈利的最大不确定性因素。同时，钢铁作为与宏观经济紧密相关的行业，国内产业政策内容及执行力度将影响我们对行业趋势判断的主要风险，如兼并重组、节能减排未能达到预期效果等。

市场系统性风险

如果未来市场整体的估值水平存在下降的压力，将直接影响钢铁板块的估值水平。

盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	
流动资产	3298	4867	5562	6917	
现金	464	904	1284	2125	
应收账款	62	70	84	92	
其他应收款	15	17	20	22	
预付账款	496	721	782	889	
存货	1413	2008	2195	2490	
其他流动资产	848	1147	1197	1299	
非流动资产	3550	3129	2697	2262	
长期投资	32	38	38	37	
固定资产	3047	2718	2342	1942	
无形资产	242	226	209	192	
其他非流动	229	146	109	92	
资产总计	6848	7996	8259	9179	
流动负债	3405	4134	3833	4098	
短期借款	1522	1976	1439	1425	
应付账款	764	765	886	1047	
其他流动负	1119	1393	1508	1625	
非流动负债	337	236	250	266	
长期借款	211	111	126	141	
其他非流动	126	125	124	125	
负债合计	3742	4370	4083	4363	
少数股东权	0	0	0	0	
股本	804	804	804	804	
资本公积	3	3	3	3	
留存收益	2213	2819	3369	4009	
归属母公司	3106	3626	4176	4816	
负债和股东	6848	7996	8259	9179	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	
经营活动现	23	222	1060	988	
净利润	298	576	644	751	
折旧摊销	339	419	427	431	
财务费用	77	87	73	45	
投资损失	-1	-2	-1	-2	
营运资金变	-791	-859	-79	-236	
其他经营现	100	2	-3	-2	
投资活动现	-930	-0	11	8	
资本支出	439	0	0	0	
长期投资	0	8	-3	-0	
其他投资现	-491	8	8	8	
筹资活动现	417	218	-691	-154	
短期借款	372	454	-537	-14	
长期借款	210	-100	15	15	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增	4	0	0	0	
其他筹资现	-168	-136	-169	-155	
现金净增加	-490	440	380	841	

数据来源: 华泰联合证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	9508	13555	14869	16822	
营业成本	8576	12046	13220	14974	
营业税金及附	28	68	74	81	
营业费用	85	142	156	174	
管理费用	311	380	428	490	
财务费用	77	87	73	45	
资产减值损失	52	87	75	79	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资净收益	1	2	1	2	
营业利润	381	748	844	980	
营业外收入	22	17	19	18	
营业外支出	4	11	13	11	
利润总额	399	753	850	987	
所得税	101	178	205	237	
净利润	298	576	644	751	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净	298	576	644	751	
EBITDA	798	1253	1343	1456	
EPS (元)	0.37	0.72	0.80	0.93	

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.6%	42.6%	9.7%	13.1%
营业利润	-17.2%	95.9%	12.9%	16.1%
归属母公司净	-16.3%	93.0%	11.9%	16.5%
获利能力				
毛利率(%)	9.8%	11.1%	11.1%	11.0%
净利率(%)				3.1%
ROE(%)	9.6%	15.9%	15.4%	15.6%
ROIC(%)	8.0%	13.5%	15.9%	18.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6%	54.7%	49.4%	47.5%
净负债比率(%)	46.30%	47.91%	38.43	36.01
流动比率	0.97	1.18	1.45	1.69
速动比率	0.55	0.69	0.88	1.08
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.83	1.83	1.93
应收账款周转	211	192	181	179
应付账款周转	12.25	15.76	16.02	15.50
每股指标(元)				
每股收益(最新)	0.37	0.72	0.80	0.93
每股经营现金	0.03	0.28	1.32	1.23
每股净资产(最)	3.86	4.51	5.19	5.99
估值比率				
P/E	23.61	12.23	10.93	9.38
P/B	2.27	1.94	1.69	1.46
EV/EBITDA	10	7	6	6



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn