

2009 年 05 月 05 日

 市价(人民币): 25.96元
 目标(人民币): 24.10-28.20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) 54.00
 总市值(百万元) 5,555.44
 年内股价最高最低(元) 27.50/8.89
 沪深 300 指数 2727.01
 中小板指数 4124.65

机械行业研究小组
张昊

 (8621)61038223
 zhangh@gjzq.com.cn

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华锐铸钢 (002204.SZ)

——电力结构调整将成为公司发展的机遇

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.098	0.486	0.603	0.806	1.076	1.311
净利润增长率	107.08%	48.67%	66.19%	33.58%	33.55%	21.84%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.966	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.20	31.38	23.50	19.29
行业优化市盈率(倍)	25.05	44.08	19.52	19.52	19.52	19.52
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
股息率	N/A	N/A	0.99%	0.51%	0.51%	0.51%
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.38	0.93	0.70	0.88
净资产收益率	37.39%	27.37%	13.81%	10.60%	12.64%	13.57%
每股净资产(元)	2.94	1.77	4.37	6.07	6.80	7.72
市净率(倍)	N/A	N/A	3.48	4.17	3.72	3.28
每股经营性现金流(元)	0.00	0.00	0.05	0.41	0.99	1.12
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	54.00	54.00	54.00	54.00
总股本(百万股)	47.60	160.00	214.00	214.00	214.00	214.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 电力结构调整将成为公司发展的机遇，其中风电铸锻件已成为公司最重要的增长点。
 - ◆ 中国风机市场未来 2 年仍将保持快速增长；本土制造商的份额及市场集中度仍将获得提高。
 - ◆ 华锐铸钢与华锐风电同属大连重工·起重集团集团，在风电铸锻件领域拥有客户资源及地理位置优势。
 - ◆ 公司瓦房店基地投产后可有效保障华锐风电的需求。
- 公司毛利率基本滞后于原材料价格波动 1~2 个季度，08 年 4 季度后公司原材料成本大幅下降，使得 09 年公司经营压力变小。但 09 年公司综合毛利率有两个不利因素：1) 在 08 年大规模扩产后，新增约 6000 万元折旧压力；2) 公司 09 年才开始大规模生产风电铸锻件，风电铸锻件的毛利率要低于以往公司的老产品水电及火电铸锻件毛利率。
- 长期看，电力需求增速逐步回落导致国内新增发电设备装机容量下滑，由此引起华锐铸钢下游电力设备企业景气度下滑是公司最大的风险点。在电力需求增速放缓的背景下，发电设备结构性调整是公司的重要机遇。我们认为可再生能源(风电、核电、水电)的占发电总量比例将逐步提升。目前公司已经在相关领域有所储备。

- 我们预计公司 09~11 年可分别实现营业收入 1,386、1,744 及 2,019 百万元，同比增长 60.4%、25.8%及 15.8%；实现净利润 172、230 及 281 百万元，同比增长 33.6%、33.6%及 21.8%；实现每股收益 0.806、1.076 及 1.311 元。
- 我们给予华锐铸钢 09 年 30~35 倍市盈率，目标价格区间为 24.1~28.2 元，目前公司估值基本合理，予以“持有”评级。

内容目录

投资要点	4
背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件成为重要增长点	4
成本快速下降有利于公司毛利率提升	4
电力需求下滑成为公司长期发展隐忧	4
盈利预测及估值	4
机遇一：背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件成为新增长点	5
中国风电装机容量仍将保持快速增长	5
背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件是短期重要增长点	6
在风电铸锻件领域具备一定的竞争优势	7
产能扩张恰逢其时保证风电铸锻件及时供货	7
机遇二：成本快速下降，短期毛利率或能提高	7
09 年上半年毛利率将获得提升	7
机遇三：核电、船用铸锻件产品有所储备	8
在研核电常轨岛铸锻件	9
船用曲轴、螺旋桨	9
机遇四：管理层与流通股东利益取向一致	9
股权结构已经形成自然激励	9
风险一：电力新增装机容量或将下滑	9
电力需求增速将逐步回落	9
电力结构调整的趋势为：火电下滑，风、核、水电增长	10
抓住电力设备结构性调整机会是华锐铸钢未来发展的关键	13
风险二：费用控制潜力变小	13
09 年费用控制对净利润增长贡献将变小	13
风险三：行业产能扩张过快	14
短期行业竞争格局稳定	14
风险四：税收调整	15
增值税返还	15
所得税率按 15%假设	15
股票估值及定价	15
相对估值	15

绝对估值	16
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：华锐铸钢收入结构预测(百万元)	4
图表 2：华锐铸钢毛利率预测	4
图表 3：中国风电新增装机容量(MW)	5
图表 4：中国风电新增风电装机机组 (台)	5
图表 5：中国风电累计装机容量(MW)	5
图表 6：中国风电累计风电装机机组 (台)	5
图表 7：	6
图表 8：国内新增风电装机容量市场份额数据	6
图表 9：华锐风电产量预测	7
图表 10：主要原材料、能源占成本比例	8
图表 11：毛利率滞后原材料成本 1~2 个季度	8
图表 12：08 年底公司固定资产大幅增加(百万元)	8
图表 13：华锐铸钢股权结构	9
图表 14：全社会用电量构成(按行业)	10
图表 15：电力消费弹性系数难以长期保持在 1 以上	10
图表 16：2020 年中国电力装机容量预测(万千瓦)	10
图表 17：水电装机规划	10
图表 18：发电设备新增装机容量预测	11
图表 19：发电设备需求量预测	12
图表 20：电力结构预测	13
图表 21：08 年华锐铸钢收入结构	13
图表 22：09 年华锐铸钢收入结构预测	13
图表 23：08 年公司利润表项目增长数据	14
图表 24：公司历年三项费用率	14
图表 25：重机企业主营业务比较	14
图表 26：铸锻件行业产能分布概况	15
图表 27：相对估值	16
图表 28：DCF 估值	16
图表 29：细分收入预测	17

投资要点

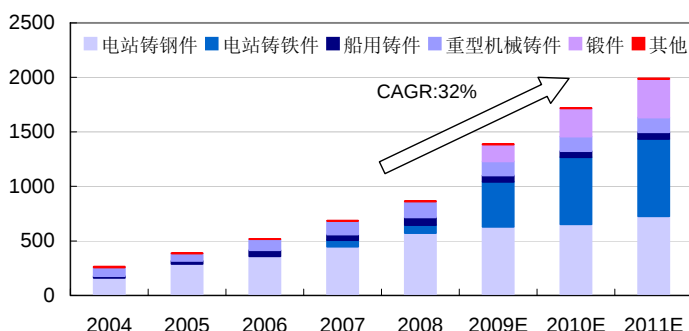
背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件成为重要增长点

- 中国风机市场未来 2 年仍将保持快速增长，本土制造商的份额及市场集中度仍将获得提高。
- 华锐铸钢与华锐风电同属大连重工·起重集团集团，在风电铸锻件领域拥有客户资源及地理位置优势。
- 公司瓦房店基地投产后可有效保障华锐风电的需求。
- 风电铸锻件已成为华锐铸钢最重要的增长点。我们预计公司在 09、10 年分别向华锐风电提供 1000 及 1500 套 1.5MW 的风机铸锻件，09 年可增加 2.5 万吨铸件及 0.7 万吨锻件产量，10 年可增加 3.75 万吨铸件及 1.05 万吨锻件产量，占公司收入 50%以上。

成本快速下降有利于公司毛利率提升

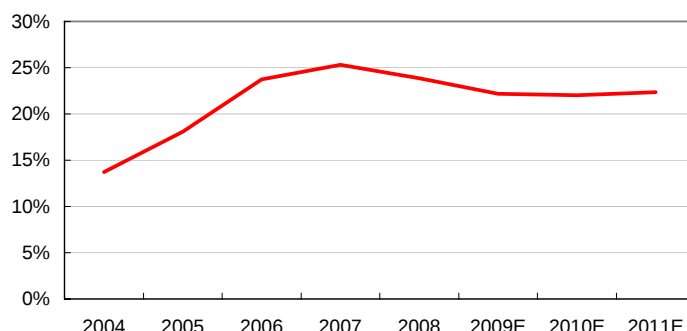
- 公司毛利率基本滞后于原材料价格波动 1~2 个季度，08 年 4 季度后原材料成本大幅下降，使得 09 年公司经营压力变小。
- 但 09 年公司综合毛利率有两个不利因素：1) 在 08 年大规模扩产后，公司固定资产明显增加，新增约 6000 万元的折旧压力；2) 公司 09 年才开始大规模生产风电铸锻件，在尚未完全达产的情况下，毛利率偏低，且风电铸锻件的毛利率要低于以往公司的老产品水电及火电铸锻件毛利率。

图表1：华锐铸钢收入结构预测(百万元)



来源：国金证券研究所

图表2：华锐铸钢毛利率预测



电力需求下滑成为公司长期发展隐忧

- 长期看，电力需求增速逐步回落导致国内新增发电设备装机容量下滑，由此引起华锐铸钢下游电力设备企业景气度下滑是公司最大的风险点。
- 在电力需求增速放缓的背景下，发电设备结构性调整是公司的重要机遇。我们认为可再生能源(风电、核电、水电)的占发电总量比例将逐步提升。目前公司已经在相关领域有所储备。

盈利预测及估值

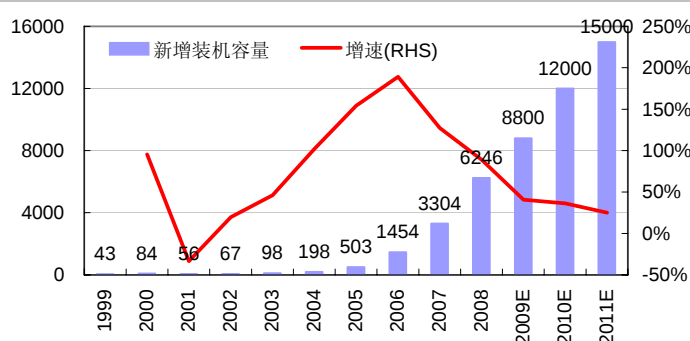
- 我们预计公司 09~11 年可分别实现营业收入 1,386、1,744 及 2,019 百万元，同比增长 60.4%、25.8%及 15.8%；实现净利润 172、230 及 281 百万元，同比增长 33.6%、33.6%及 21.8%；实现每股收益 0.806、1.076 及 1.311 元。
- 我们给予华锐铸钢 09 年 30~35 倍市盈率，目标价格区间为 24.1~28.2 元，目前公司估值基本合理，予以“持有”评级。

机遇一：背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件成为新增长点

中国风电装机容量仍将保持快速增长

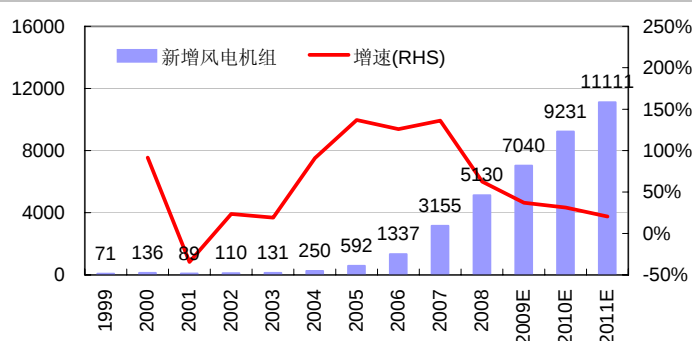
- 受惠于政策扶植、成本下降等双重因素的影响，中国风力发电设备市场未来数年仍会保持快速增长。
- ◆ 中短期受惠于《可再生能源中长期发展规划》等政策，中国风电需求将快速增长。根据《规划》提出的目标：2010 年及 2020 年可再生能源消费量将分别达到能源总消费量的 10% 及 15%。该目标有两点值得关注之处：1) 如果按照《规划》的目标，可再生能源占发电量比例将更高；2) 《规划》提出的目标或超额完成。
- ◆ 中长期受惠于风电成本下降，消费者更易接受风电，这是中国风电发展的最根本的驱动力。根据国金证券新能源分析师张帅的观点，2010~2012 年间，中国风电上网价格将接近火电价格。

图表3：中国风电新增装机容量(MW)

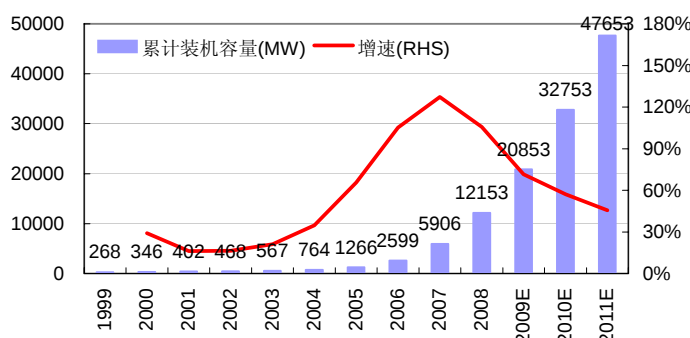


来源：中国风能协会、国金证券研究所

图表4：中国风电新增风电装机机组(台)

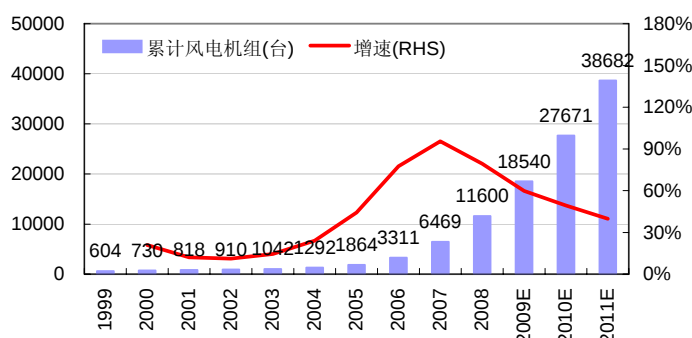


图表5：中国风电累计装机容量(MW)



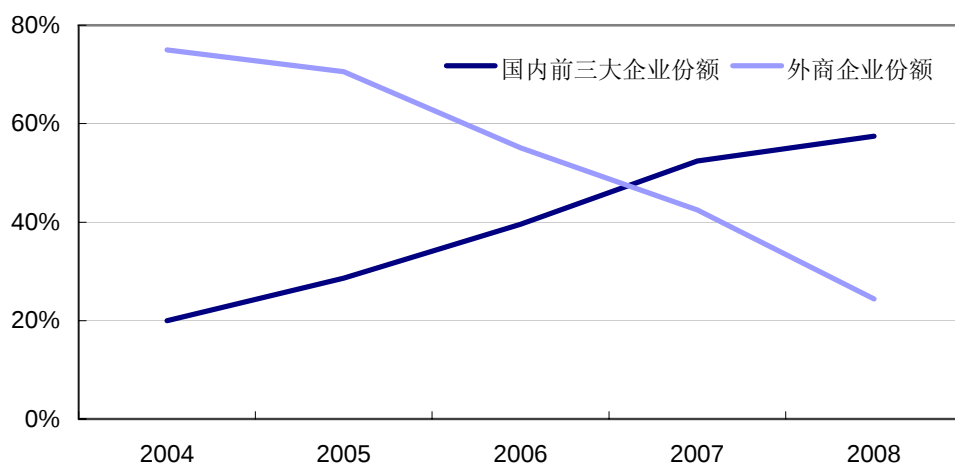
来源：中国风能协会、国金证券研究所

图表6：中国风电累计风电装机机组(台)



- 中国风电市场的发展愈发有利于国内大型风机制造商，理由有二：1) 在风电新增装机容量大幅增长的同时，国内厂商的占比将逐步提高；2) 国内厂商的市场集中度将逐步提高，金风、华锐与东电等三大本土制造商的竞争优势愈发明显。
- ◆ 国内龙头风机制造企业已经获得了风电整机设计技术，并初步具备了一定的研发实力，配之以低成本的生产及对国内市场的深刻理解市场化率进一步提高基本是必然的趋势；
- ◆ 而从诸多国内制造商竞争中脱颖而出的企业，拥有产业链配套、规模化生产及客户信任等优势，竞争优势逐步加强也在情理之中。

图表7：



来源：国金证券研究所

图表8：国内新增风电装机容量市场份额数据

	厂商	容量(MW)			增速		新增装机市场份额		
		2006	2007	2008	2007	2008	2006	2007	2008
内资企业	金风	445.2	829.95	1131.75	86%	36%	33.3%	25.1%	18.1%
	华锐	75	679.5	1402.5	806%	106%	5.6%	20.6%	22.5%
	东电	9	222	1053	2367%	374%	0.7%	6.7%	16.9%
	运达	19.5	65.25	233.25	235%	257%	1.5%	2.0%	3.7%
	上海电气		22.5	178.75		694%		0.7%	2.9%
	明阳		1.5	174		11500%		0.0%	2.8%
	湘电		8	120		1400%		0.2%	1.9%
	新誉		9	73.5		717%		0.3%	1.2%
	内资合计	550.9	1847.05	4510.43	235%	144%	41.2%	55.9%	72.2%
合资企业	航天安迅能	49.5	51	150	3%	194%	3.7%	1.5%	2.4%
	瑞能北方		2	60		2900%		0.1%	1.0%
	合资合计	49.5	53	210	7%	296%	3.7%	1.6%	3.4%
外资企业	Vestas	314.95	368.7	599.7	17%	63%	23.6%	11.2%	9.6%
	Gamesa	212.5	560.15	508.3	164%	-9%	15.9%	17.0%	8.1%
	GE	169.5	213	145.5	26%	-32%	12.7%	6.4%	2.3%
	Nordex	27.3	55.5	144	103%	159%	2.0%	1.7%	2.3%
	Suzlon	12.5	206.25	128.5	1550%	-38%	0.9%	6.2%	2.1%
	外资合计	736.75	1403.6	1526	91%	9%	55.1%	42.5%	24.4%
合计		1337.15	3303.65	6246.43	147%	89%	100.0%	100.0%	100.0%

来源：中国风能协会、国金证券研究所 注：该统计资料来自中国风能协会，统计口径以年底完成风电机组吊装为依据，并不考虑是否并网发电。风能协会统计08年底中国累计风机装机容量为1215.3万千瓦，与中电联统计的并网发电风机装机容量894万千瓦有较大出入。从制造商角度考虑，中国风能协会的统计口径更具意义。

背靠大连重工·起重集团，风电铸锻件是短期重要增长点

- 大连重工·起重集团集团持有华锐风电20%的股权，至08年底华锐风电已是国内第一大风机制造商，占据国内新增装机容量市场份额的22.5%。在前文论述的前提下，我们假设09、10年华锐风电占当年新增装机容量市场份额分别为24%、25%。

图表9：华锐风电产量预测

	07	08	09E	10E
市场份额	20.6%	22.5%	24%	25%
产量(MW)	679.50	1402.5	2112	3000
风电机组数量(套)	453	935	1408	2000
增速	806.0%	106.4%	50.6%	42.0%

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司在 09、10 年分别向华锐风电提供 1000 及 1500 套 1.5MW 的风机铸锻件，09 年可增加 2.5 万吨铸件及 0.7 万吨锻件产量，10 年可增加 3.75 万吨铸件及 1.05 万吨锻件产量。
 - ◆ 风机所用的轮毂、箱体、机座、轴承座等为铸铁件，行星架为铸钢件，主轴为锻件。一般一台 1.5MW 的风机需要 25 吨铸件，6.5~7 吨锻件。
- 同时公司还向三菱、恩德、Vestas 等公司提供风电铸锻件，但目前数量较少，预计 09 年向三家公司交付风电铸锻件总计不足 100 套。

在风电铸锻件领域具备一定的竞争优势

- 虽然风电铸锻件进入壁垒要低于火电及水电，但华锐铸钢开展风电铸锻件业务具备两个优势：1) 华锐铸钢与华锐风电统属大连重工·起重集团集团，华锐铸钢拥有客户资源；2) 华锐铸钢瓦房店生产基地与华锐风电大连生产基地仅一墙之隔，拥有地理优势。
 - ◆ 国内其他从事风电铸锻件领域的企业为江阴吉鑫(为金风配套)、东汽铸造(为东电配套)、无锡一汽(出口为主)。

产能扩张恰逢其时保证风电铸锻件及时供货

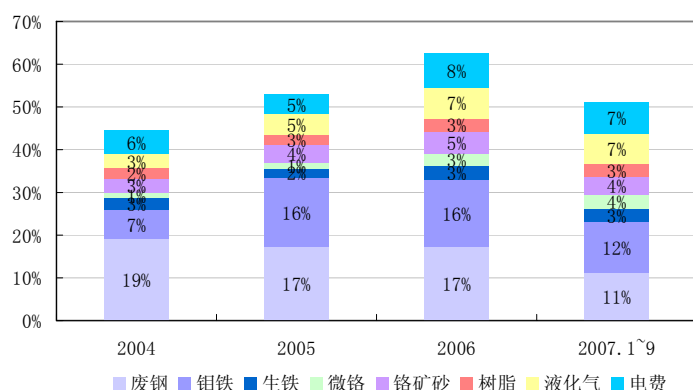
- 公司在于 08 年 4 季度完成了三大扩产项目，即：瓦房店一期工程、大型锻件生产项目以及大型水电铸件扩容项目。其中，瓦房店一期工程已形成 4 万吨铸件生产能力，基本为风电铸件配套；大型锻件生产车间已形成 2.5 万吨自由锻件生产能力，目前主要为风电锻件配套。公司总生产能力已由 07 年底 3.5 万吨铸件，扩展到 7.5 万吨铸件，2.5 万吨锻件。
- 在完成三大扩产项目后，公司未来两年大型资本开支项目基本告一段落。同时公司的产能扩张伴随着华锐风电风机的快速放量，可谓恰逢其时。

机遇二：成本快速下降，短期毛利率或能提高

09 年上半年毛利率将获得提升

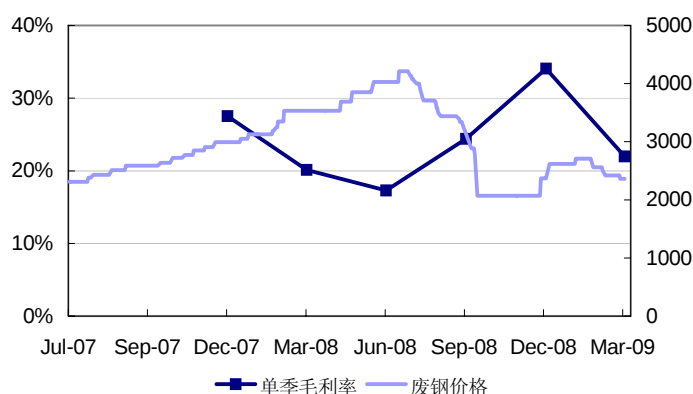
- 公司产品采用“原材料价格+产品加工费”的定价机制，理论上该方式可以避免原材料价格的波动。但在原材料价格向同一方向发生大幅变化时，公司毛利率还是会受到原材料价格波动的影响。
- 一般公司产品的生产周期为 4~6 个月，在此期间的原材料价格波动对毛利率影响较大。公司毛利率基本滞后于原材料价格波动 1~2 个季度，特别是在原材料价格单向大幅波动的时段内。09 年原材料价格的稳定将使公司的经营压力变小。

图表10：主要原材料、能源占成本比例



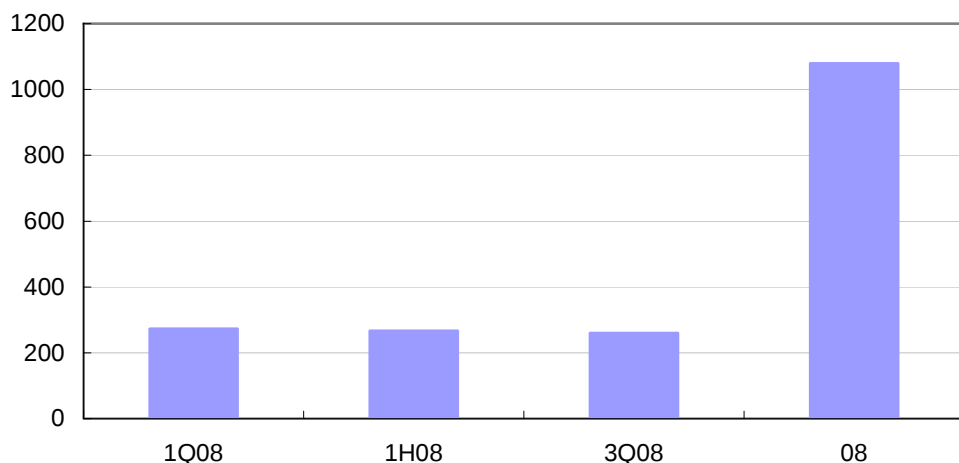
来源：公司公告、国金证券研究所

图表11：毛利率滞后原材料成本1~2个季度



- 但 09 年公司综合毛利率有两个不利因素：1) 在 08 年大规模扩产后，公司固定资产明显增加，新增 6000 万元折旧压力；2) 公司 09 年才开始大规模生产风电铸锻件，在尚未完全达产的情况下，毛利率偏低，且风电铸锻件的毛利率要低于以往公司的老产品水电及火电铸锻件毛利率。
- ◆ 公司的三大扩产项目(大型铸锻件、大型水电扩容改造、瓦房店一期工程)于 08 年年 4 季度完工，公司的固定资产净额于 08 年底激增，由此带来了 09 年的折旧压力。08 年全年公司固定资产折旧为 2625 万元，预计 09 年全年固定资产折旧可达到 9000 万元以上，较 08 年增加约 6000 万元，影响毛利率 4 个百分点左右。
- ◆ 风电铸锻件产品单件重量轻(轮毂 10 吨以上，其余产品低于 10 吨)、生产周期短(1 个月以内)，因此进入壁垒要低于水电及火电，毛利率相应也要低于二者。我们预计达产后华锐铸钢的风电铸锻件产品毛利率在 20% 左右。

图表12：08 年底公司固定资产大幅增加(百万元)



来源：公司公告、国金证券研究所

机遇三：核电、船用铸锻件产品有所储备

华锐铸钢目前确定的未来产业化发展方向为钢、铁、铜、锻。风电铸钢件与铸铁件是公司最大的增长点，除此之外，公司正在开展核电与船用铸锻件的研制。

在研核电铸锻件

- 公司在研的核电铸锻件部件为常规岛汽缸、核岛主泵泵壳。一台百万千瓦级的核电站需要 2 个汽缸、3 个主泵泵壳。按照每个汽缸 70 吨、主泵泵壳 30 吨计算，假设 2010 年后中国年均新增 6 台百万千瓦级核电站，每年可为公司带来 600 吨业务量。

船用曲轴、螺旋桨

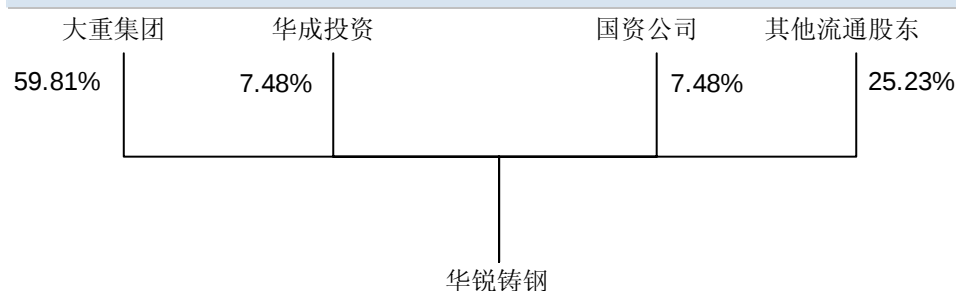
- 公司已具备生产船用曲轴、螺旋桨的生产能力。公司已浇筑成功 25 吨铜质螺旋桨，目前正在申请船级社的许可证。此外，公司日后也可进入曲轴锻件毛坯领域。

机遇四：管理层与流通股东利益取向一致

股权结构已经形成自然激励

- 公司的管理层及核心技术骨干通过设立华成投资间接持有华锐铸钢 7.48% 的股权，管理层与流通股东利益取向一致。

图表13：华锐铸钢股权结构



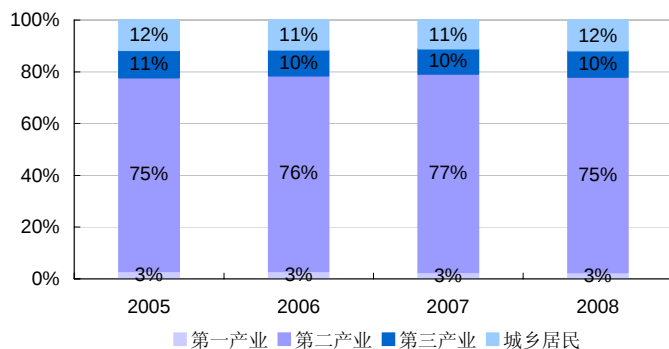
来源：公司公告、国金证券研究所

风险一：电力新增装机容量或将下滑

电力需求增速将逐步回落

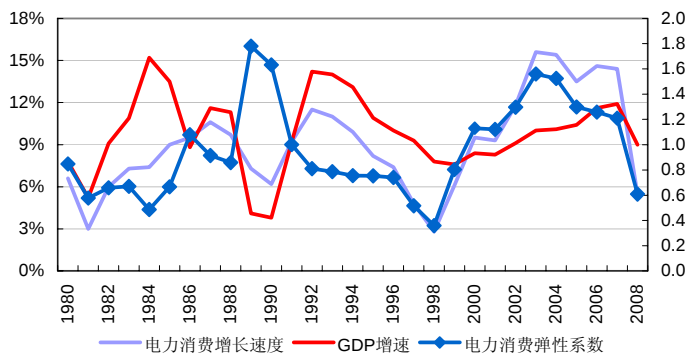
- 长期看，电力需求增速逐步回落导致国内新增发电设备装机容量下滑，由此引起华锐铸钢下游电力设备企业景气度下滑是公司最大的风险点。我们目前较为认同在经历了一轮长时间经济繁荣后，中国制造业产能过剩现象已较为严重，如未来几年工业生产以淘汰落后、消化剩余产能为主线，则电力需求增速将会放缓。
 - ◆ 第二产业占全国工业用电量比例高达 75%以上，如中国改变上轮粗放式的经济增长模式，转向更加集约、高效的方式，第二产业用电量占比将会回落，但将对全社会发电需求量带来不利影响；
 - ◆ 中国经济在 00~07 年经历了一轮强劲的长时间经济增长，电力消费弹性系数在此期间也保持在 1 以上，而自 80 年后的 29 年中，中国电力消费弹性系数的均值为 0.96。随着中国经济增长方式的转变，我们认为 2020 年前中国电力消费弹性系数位于 0.8~0.9 的可能性最大。

图表14：全社会用电量构成(按行业)



来源：中电联、国家统计局、国金证券研究所

图表15：电力消费弹性系数难以长期保持在1以上



电力结构调整的趋势为：火电下滑，风、核、水电增长

- 在电力需求增速放缓的背景下，发电设备结构性调整是其间重要的投资机会。根据能源局最新的规划及我们开发的中国发电需求预测模型，2020年前风电、水电及核电的比例将保持增长。我们的预测模型与能源局规划的差异之处在于我们对可再生能源的前景更为看好。

图表16：2020年中国电力装机容量预测(万千瓦)

	能源局最新规划	我们的预测	预测与规划差异
风电	10000	21294	112.94%
水电	30000	35386	17.95%
核电	7000	7085	1.21%
火电		96831	

来源：国金证券研究所

- 我们认为08年是中国火电新增装机容量的高峰达到7075万千瓦，随后数年将逐步下滑，2011~2020年火电年均装机容量在3000~4000万千瓦左右，较顶峰时可回落50%以上。
- 风电无论是新增装机容量还是在总发电量比例中都将获得快速提高。我们预计2010、2020年中国风电发电量占总发电量比例分别为1.2%及5.8%，而BTM预计2017年风电发电量即可达到全球总发电量的6%。
 - 市场对于风电装机上网容量增长存在的疑问集中于电网的是否能承受如此高比例的风电冲击？但我们认为通过电网的智能控制及能量匹配，长期看可以风电占总发电比例5.8%的比例可以达到。
- 根据中国水电规划，“十二五”期间水电将迎来装机容量的高峰，年均装机容量为1720万千瓦。

图表17：水电装机规划

	2000	2005	2010	2015	2020
常规水电总装机	7382	11430	19400	27100	32800
其中：新建		4048	7970	7700	5700
大中型总装机	4532	7636	14400	20850	25300
其中：新建		3104	6764	6450	4450
小型总装机	2850	3794	5000	6250	7500
其中：新建		944	1206	1250	1250

来源：十一五和2020年水电发展目标，国金证券研究所

- 根据国金电力设备分析师刘江啸预测，2020 年中国核电装机容量可达 7000 万千瓦的规模，在经过目前以市场换技术阶段后，中长期增长潜力巨大。

图表18：发电设备新增装机容量预测

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012~2015 年均	2016~2020 年均
GDP增长率	10.1%	11.1%	10.9%	9.5%	8.0%	8.5%	8.5%	8.0%	7.0%
电力需求弹性系数	1.36	1.27	1.34	0.75	0.9	0.95	0.95	0.90	0.8
消费电量(亿千瓦时)	24940	28588	32712	35043	37566	40599	43878	48393	61480
所需发电量(亿千瓦时)	26561	30446	34838	37321	40008	43238	46730	51539	65476
设备利用小时	5865	5633	5316	4800	4800	4900	5000	4912	4965
需求装机容量(万千瓦)	45287	54050	65535	77751	83349	88241	93459	104854	131856
年底累计装机(万千瓦)	51718	62200	71329	78929	84729	90729	95947	115019	142022
需求新增装机(万千瓦)		8762	11485	12216	5598	4892	5218	6071	6923
当年新增装机(万千瓦)	6326	10117	10009	9000	7000	7000	6218	6671	7423
淘汰机组(万千瓦)				1400	1200	1000	1000	600	500
出口(万千瓦)				1000	1000	1000	1200	1275	1500
总计年生产(万千瓦)				10051	10000	9500	8741	7946	9103
其中：水电(万千瓦)				2010	1625	1625	1720	1720	1400
其中：风电(万千瓦)				434	700	1000	1200	1650	2180
其中：核电(万千瓦)				0	100	100	200	400	840
其中：火电(万千瓦)				6090	7381	5775	4421	2901	3183
其中：出口(万千瓦)				1000	1000	1000	1200	1275	1500
水电占比				20%	16%	17%	20%	22%	15%
风电占比				4%	7%	11%	14%	21%	24%
核电占比				0%	1%	1%	2%	5%	9%
火电占比				61%	74%	61%	51%	37%	35%
出口占比				10%	10%	11%	14%	16%	16%

来源：国金证券研究所

图表19：发电设备需求量预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
GDP增长率	9.0%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
电力需求弹性系数	0.61	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
需求用电量(亿千瓦时)	34502	35551	37826	40550	43469	46599	49954	53551	56550	59716	63061	66592	70321
需求发电量(亿千瓦时)	36745	37862	40285	43185	46295	49628	53201	57032	60225	63598	67159	70920	74892
设备利用小时	4737	4708	4779	4765	4824	4896	4964	4963	4960	4963	4965	4973	4979
需求装机容量(万千瓦)	77563	80417	84287	90629	95966	101362	107174	114913	121429	128137	135257	142603	150430
年底累计装机(万千瓦)	79253	87153	94453	100794	106131	111528	117339	125078	131595	138303	145423	152769	160596
需求新增装机(万千瓦)	12028	2854	3871	6341	5337	5397	5811	7739	6516	6708	7120	7346	7827
当年新增装机(万千瓦)	9051	9000	8500	7541	6137	5997	6311	8239	7016	7208	7620	7846	8327
淘汰机组(万千瓦)	1400	1100	1200	1200	800	600	500	500	500	500	500	500	500
出口(万千瓦)	1000	1000	1000	1200	1200	1200	1200	1500	1500	1500	1500	1500	1500
年生产(万千瓦)	10051	10000	9500	8741	7337	7197	7511	9739	8516	8708	9120	9346	9827
水电装机容量(万千瓦)	16536	18161	19786	21506	23226	24946	26666	28386	29786	31186	32586	33986	35386
水电新增容量(万千瓦)	2010	1625	1625	1720	1720	1720	1720	1720	1400	1400	1400	1400	1400
风电装机容量(万千瓦)	894	1594	2594	3794	5294	6794	8594	10394	12394	14394	16594	18794	21294
风电新增容量(万千瓦)	434	700	1000	1200	1500	1500	1800	1800	2000	2000	2200	2200	2500
核电装机容量(万千瓦)	885	985	1085	1285	1485	1885	2285	2885	3485	4285	5085	6085	7085
核电新增容量(万千瓦)	0	100	100	200	200	400	400	600	600	800	800	1000	1000
火电装机容量(万千瓦)	60132	66413	70988	74209	76126	77903	79794	83413	85930	88438	91158	93904	96831
火电新增容量(万千瓦)	6090	7381	5775	4421	2717	2377	2391	4119	3016	3008	3220	3246	3427
水电发电量(亿千瓦时)	5988	6356	6925	7527	8013	8606	9200	9793	10276	10759	11242	11725	12208
水电利用小时	3621	3500	3500	3500	3450	3450	3450	3450	3450	3450	3450	3450	3450
风电发电量(亿千瓦时)	179	319	519	759	1059	1359	1719	2079	2479	2879	3319	3759	4259
风电利用小时	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
核电发电量(亿千瓦时)	684	761	839	989	1143	1451	1759	2221	2683	3299	3915	4685	5455
核电利用小时	7731	7730	7730	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700
火电发电量(亿千瓦时)	29531	32542	35494	37105	38824	40509	42291	44209	45543	46872	48314	49769	51320
火电利用小时	4911	4900	5000	5000	5100	5200	5300	5300	5300	5300	5300	5300	5300
按假设利用小时推算总发电量(亿千瓦时)	36382	39979	43777	46380	49040	51926	54969	58302	60981	63809	66790	69938	73243
平均利用小时	4737	4708	4779	4765	4824	4896	4964	4963	4960	4963	4965	4973	4979

来源：国金证券研究所

图表20：电力结构预测

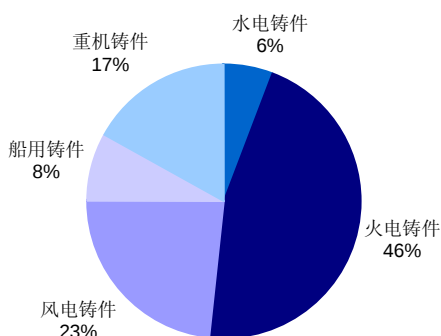
	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
装机容量占比													
火电装机容量占比	75.9%	76.2%	75.2%	73.6%	71.7%	69.9%	68.0%	66.7%	65.3%	63.9%	62.7%	61.5%	60.3%
水电装机容量占比	20.9%	20.8%	20.9%	21.3%	21.9%	22.4%	22.7%	22.7%	22.6%	22.5%	22.4%	22.2%	22.0%
风电装机容量占比	1.1%	1.8%	2.7%	3.8%	5.0%	6.1%	7.3%	8.3%	9.4%	10.4%	11.4%	12.3%	13.3%
核电装机容量占比	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%	3.1%	3.5%	4.0%	4.4%
发电量占比													
火电发电量占比	81.2%	81.4%	81.1%	80.0%	79.2%	78.0%	76.9%	75.8%	74.7%	73.5%	72.3%	71.2%	70.1%
水电发电量占比	16.5%	15.9%	15.8%	16.2%	16.3%	16.6%	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%	16.8%	16.8%	16.7%
风电发电量占比	0.5%	0.8%	1.2%	1.6%	2.2%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%	4.5%	5.0%	5.4%	5.8%
核电发电量占比	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%	2.3%	2.8%	3.2%	3.8%	4.4%	5.2%	5.9%	6.7%	7.4%

来源：国金证券研究所

抓住电力设备结构性调整机会是华锐铸钢未来发展的关键

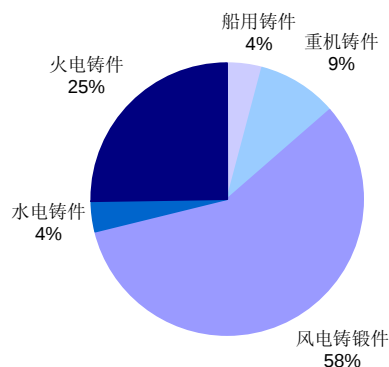
- 公司 09 年产品收入结构已较 08 年有显著变化，其中风电铸锻件占比接近 60%。

图表21：08 年华锐铸钢收入结构



来源：国金证券研究所

图表22：09 年华锐铸钢收入结构预测

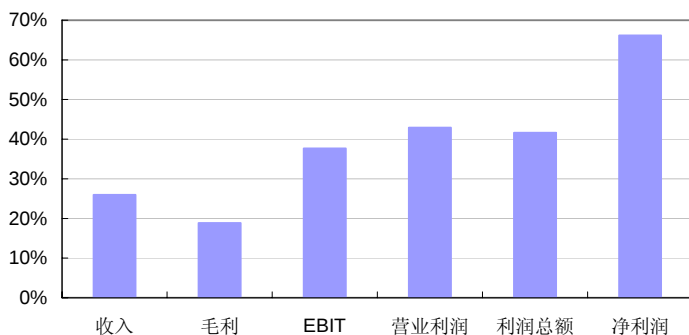


风险二：费用控制潜力变小

09 年费用控制对净利润增长贡献将变小

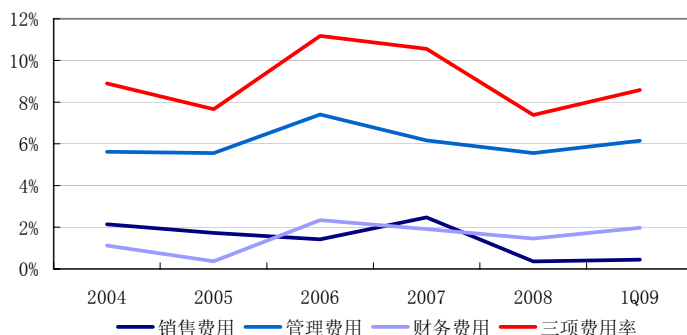
- 公司 08 年三项费用率较 07 年下降 3.18 个百分点，费用控制对公司 08 年净利润增长贡献明显，但 09 年难以再次降低相同幅度的费用率

图表23：08年公司利润表项目增长数据



来源：公司公告、国金证券研究所

图表24：公司历年三项费用率



风险三：行业产能扩张过快

短期行业竞争格局稳定

- 大型铸锻件企业拥有极高的设备进入壁垒(双真空冶炼炉、大型液压机等)，更为重要的是需具备长期的技术经验积累与客户口碑的积累。目前国内在大型铸锻件领域实力较强的企业基本为“八大重机厂”。
- ◆ 一重、二重、上重是国内拥有仅有的三家拥有万吨以上液压机的厂商，可向外部客户供应 200 吨以上的锻件，处于国内铸锻件行业的第一梯队。面向的下游行业为：大型发电设备、大型石化容器、大型冶金设备、大型船舶部件等。
- ◆ 重型机械行业通常生产典型的“小批量、多品种、大吨位”产品，对于原材料的要求特殊，因此大型重型机械厂本身就是特钢制造者，拥有冶炼、铸锻、加工成型的能力。除一重、二重、上重外的其他重机厂的铸锻件多满足自身生产的需要，较少向外部客户供应。华锐铸钢的新竞争对手也来自于上述企业。
- ◆ 华锐铸钢隶属于“八大重机厂”之一的大连重工·起重集团集团，在铸件拥有长期的技术经验的积累，已拥有 5000 吨液压机，拥有大型锻件生产能力。华锐铸钢生产的铸锻件定位于 100 吨左右的规模，而一重、二重、上重主流产品为 100 吨以上的铸锻件，尤其在锻件的规模上要远大于华锐铸钢。在华锐铸钢除风电铸锻件以外的产品中，非“八大重机厂”短期难以进入，因此短期竞争并不激烈。

图表25：重机企业主营业务比较

公司名称	主营业务范围
大起·大重	港口机械、起重机、散料装卸机械、冶金机械、风电设备
北方重工	轧制设备、矿山设备、减速机、水泥输送机械
一重	轧制设备、压力容器、锥压设备、矿用挖掘机、冶炼设备、重机配件
中信重机	采掘机械、提升机械、破碎粉磨机械、水泥机械、冶金轧钢机械、环保机械、发电设备、大功率减速器、大型铸锻件等
二重	冶金轧钢设备、齿轮加工、减速器、起重设备、矿用机械
上重	冶金设备、水泥机械、压力机、断面掘进机
太重	起重设备、轧锻设备、矿山机械、重机配件

来源：公司网站，国金证券研究所

- 铸锻件行业产能过剩的风险来自除一重、二重、上重、大重外，其余“八大重机厂”未来的扩产冲动。目前国内大型铸锻件市场仍处于供不应求的状态，我们了解到中信重型、太重等公司都有建设万吨液压机的计划，一旦新进入者形成产能，而整个大型铸锻件市场需求下滑，则行业的供不应

求的局面将被打破。但万吨液压机的建设、调试、生产需要较长的周期，我们预计中国大型铸锻件行业 2 年内将不会出现新参与者。

图表26：铸锻件行业产能分布概况

	钢水产量(万吨)	最大浇注能力(吨)	最大钢锭(吨)	最大锻件(吨)	最大铸件(吨)	自由锻造液压机(MN)
一重	25(50)	700	600	400	500	150、120
二重	30	780	450	230	500	140、120
上重	8	240	220		160	125、165
太重	10(25)		50			45(有万吨水压机计划)
大起大重	13	340			210	45
中信重型		180		100		84(有185MN计划)
北方重工	13	170	50	60	120	
克鲁索(法国)						113
斗山重工(韩国)			510			130
日本制钢所室兰工厂(JSW)			600			100

来源：国金证券研究所

风险四：税收调整

增值税返还

- 根据《财政部、国家税务总局关于铸件产品增值税先征后退政策的通知》，公司享受 35%增值税返还的优惠政策。但该项政策有效时间为：2006 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日。09 年公司将收到 08 年增值税退税返还，但 09 年后该政策能否持续目前未定。我们在盈利预测中假设该政策 09 年后继续执行。

所得税率按 15%假设

- 08 年公司按 25%所得税率缴纳所得税。目前公司正在进行高新技术企业资格认定，如申请获批将按 15%缴纳所得税。我们在 09 年后的盈利预测中假设公司的所得税率为 15%。

股票估值及定价

相对估值

- 我们给予华锐铸钢 09 年 30~35 倍市盈率，目标价格区间为 24.1~28.2 元，目前公司估值基本合理，予以“持有”评级。
- ◆ 国内重型机械企业 09 年平均市盈率为 22 倍，日韩重机企业 09 年平均市盈率为 28 倍，国内电力设备生产企业 09 年平均市盈率为 31 倍。我们认为华锐铸钢合理市盈率区间为 09 年 30~35 倍

图表27：相对估值

	市值(10亿 货币单位)	货币单位	PB				PE				ROE(%)
			07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	08
重型机械公司											
太原重工	11.21	CNY	11.09	2.51	3.88	3.21	47.67	14.02	19.79	17.43	26.32
中材国际	12.30	CNY	10.24	5.12	4.53	3.68	39.52	17.25	18.57	14.59	28.23
江钻股份	2.98	CNY	8.61	1.96	3.05	2.78	84.65	17.17	28.41	23.66	10.01
天地科技	13.06	CNY	12.74	4.95	8.48	6.81	42.82	17.97	21.60	18.38	34.94
平均			10.67	3.64	4.99	4.12	53.66	16.60	22.09	18.51	24.87
电力设备公司											
东方电气	37.49	CNY	24.18	11.71	8.55	5.75	36.54	149.39	21.73	17.65	47.25
上海电气	108.69	CNY		3.39				27.57	40.51	37.22	16.17
金风科技	41.58	CNY	24.36	6.77	6.11	4.70	111.54	27.61	31.61	24.09	36.15
平均			24.27	7.29	7.33	5.22	74.04	68.19	31.28	26.32	33.19
国外重机公司											
石川岛播磨	136.44	JPY	1.55	0.48	0.56	0.52	13.56	6.55	N.A.	17.12	8.08
三菱重工	1025.59	JPY	1.14	0.69	0.73	0.72	26.31	15.93	35.64	46.38	4.35
川崎重工	310.55	JPY	1.76	0.98	0.96	0.93	15.70	8.66	22.22	40.50	11.45
斗山重工	2430.60	KRW	4.21	2.30	1.90	1.63	25.93	28.82	27.03	11.14	5.90
平均			2.17	1.11	1.04	0.95	20.38	14.99	28.30	28.78	7.44
华锐铸钢	5.41	CNY	N/A	3.48	4.15	3.72	N/A	25.20	30.30	24.06	13.81

来源：Bloomberg、wind、国金证券研究所

绝对估值

■ 前提假设：

- ◆ 无风险利率为 3.06%，风险溢价 6.75%；
- ◆ 股票 Beta 值为 1.1；
- ◆ WACC 值为 9.86%；
- ◆ 永续增长率为 4%。

■ DCF 估值所得股价为 22.53 元。

图表28：DCF 估值

每股价值	22.53	TV增长率				4.0%						
企业值	5,136.60	WACC				9.86%						
股票价值	4,821.60	债务				315.00						
		投资				0.00						
		少数股东权益				0.00						
会计年度截止日：12/31		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV
FCF	16.17	127.31	123.10	307.12	347.93	340.85	380.92	426.17	496.47	504.39	8,948.52	12,018.96
PV(FCF)	14.72	105.48	92.84	210.82	217.40	193.86	197.20	200.82	212.94	196.92	3,493.61	5,136.60

来源：国金证券研究所

图表29：细分收入预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
电站铸件						
平均售价 (元/吨)	27758	27679	30749	25706	23477	23851
增长率 (YOY)	-6.34%	-0.28%	11.09%	-16.40%	-8.67%	1.59%
销售数量 (吨)	12996	18325	20960	40511	54045	60164
增长率 (YOY)	33.36%	41.00%	14.38%	93.28%	33.41%	11.32%
销售收入 (百万元)	360.74	507.21	644.48	1,041.35	1,268.79	1,434.96
增长率 (YOY)	24.90%	40.60%	27.06%	61.58%	21.84%	13.10%
毛利率	29.96%	31.29%	28.53%	25.06%	24.39%	24.56%
销售成本 (百万元)	252.66	348.51	460.59	780.43	959.37	1,082.59
增长率 (YOY)	11.38%	37.93%	32.16%	69.44%	N.A.	38.72%
毛利 (百万元)	108.08	158.70	183.89	260.92	309.42	352.37
增长率 (YOY)	74.37%	46.84%	15.87%	41.89%	N.A.	35.05%
占总销售额比重	69.62%	73.88%	74.56%	75.04%	73.81%	72.09%
占主营业务利润比重	87.90%	91.38%	89.10%	84.79%	81.78%	79.19%
电站铸钢件(属于电站铸件)						
平均售价 (元/吨)	27758	30865	34569	32840	29556	31034
增长率 (YOY)	-6.34%	11.19%	12.00%	-5.00%	-10.00%	5.00%
销售数量 (吨)	12996	14520	16698	19203	22083	23408
增长率 (YOY)	33.36%	11.73%	15.00%	15.00%	15.00%	6.00%
销售收入 (百万元)	360.74	448.16	572.65	630.62	652.69	726.45
增长率 (YOY)	24.90%	24.23%	27.78%	10.12%	3.50%	11.30%
毛利率	29.96%	31.86%	28.80%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本 (百万元)	252.66	305.37	407.74	447.74	463.41	515.78
增长率 (YOY)	11.38%	20.86%	33.52%	9.81%	3.50%	11.30%
毛利 (百万元)	108.08	142.78	164.92	182.88	189.28	210.67
增长率 (YOY)	74.37%	32.11%	15.50%	10.89%	N.A.	15.20%
占总销售额比重	69.62%	65.28%	66.25%	45.44%	37.97%	36.50%
占主营业务利润比重	87.90%	82.22%	79.91%	59.43%	50.03%	47.34%
电站铸铁件(属于电站铸件)						
平均售价 (元/吨)		15520	16762	19276	19276	19276
增长率 (YOY)			8.00%	15.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)		3805	4262	21308	31962	36756
增长率 (YOY)			12.00%	400.00%	50.00%	15.00%
销售收入 (百万元)		59.05	71.83	410.73	616.10	708.51
增长率 (YOY)			21.63%	471.84%	50.00%	15.00%
毛利率		26.95%	26.41%	19.00%	19.50%	20.00%
销售成本 (百万元)		43.14	52.86	332.69	495.96	566.81
增长率 (YOY)			22.53%	529.43%	49.07%	14.29%
毛利 (百万元)		15.92	18.97	78.04	120.14	141.70
增长率 (YOY)			19.19%	311.37%	53.95%	17.95%
占总销售额比重		8.60%	8.31%	29.60%	35.84%	35.60%
占主营业务利润比重		9.16%	9.19%	25.36%	31.75%	31.84%
船用铸件						
平均售价 (元/吨)	13398	13580	14938	13743	12644	12644
增长率 (YOY)	4.22%	1.36%	10.00%	-8.00%	-8.00%	0.00%
销售数量 (吨)	4044	3829	4786	4308	4308	4954
增长率 (YOY)	80.94%	-5.32%	25.00%	-10.00%	0.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	54.18	52.00	70.46	59.20	54.47	62.64
增长率 (YOY)	88.58%	-4.03%	35.51%	-15.98%	-8.00%	15.00%
毛利率	12.47%	10.91%	18.70%	16.00%	17.00%	18.00%
销售成本 (百万元)	47.43	46.33	57.29	49.73	45.21	51.36
增长率 (YOY)	82.74%	-2.32%	23.66%	-13.19%	-9.10%	13.61%
毛利 (百万元)	6.76	5.67	13.18	9.47	9.26	11.27
增长率 (YOY)	143.19%	-16.03%	132.28%	-28.12%	-2.25%	21.76%
占总销售额比重	10.46%	7.57%	8.15%	4.27%	3.17%	3.15%
占主营业务利润比重	5.50%	3.27%	6.39%	3.08%	2.45%	2.53%
重型机械铸件						
平均售价 (元/吨)	9575	10724	11796	11207	11543	11774
增长率 (YOY)	13.88%	12.00%	10.00%	-5.00%	3.00%	2.00%
销售数量 (吨)	10594	11636	12800	11520	11520	11520
增长率 (YOY)	32.51%	9.84%	10.00%	-10.00%	0.00%	0.00%

销售收入（百万元）	101.44	124.78	145.43	129.09	132.97	135.63
增长率（YOY）	50.90%	23.02%	16.54%	-11.23%	3.00%	2.00%
毛利率	7.08%	6.73%	5.50%	6.50%	7.00%	7.00%
销售成本（百万元）	94.26	116.94	137.42	120.70	123.66	126.13
增长率（YOY）	50.33%	24.07%	17.52%	-12.17%	2.45%	2.00%
毛利（百万元）	7.18	7.84	8.00	8.39	9.31	9.49
增长率（YOY）	58.75%	9.21%	2.04%	4.85%	10.92%	2.00%
占总销售额比重	19.58%	18.18%	16.82%	9.30%	7.74%	6.81%
占主营业务利润比重	5.84%	4.52%	3.88%	2.73%	2.46%	2.13%
锻件						
平均售价（元/吨）				22000	23100	24255
增长率（YOY）				N.A.	5.00%	5.00%
销售数量（吨）				7000	11200	14560
增长率（YOY）				N.A.	60.00%	30.00%
销售收入（百万元）				154.00	258.72	353.15
增长率（YOY）				N.A.	N.A.	36.50%
毛利率				18.00%	19.00%	20.00%
销售成本（百万元）				126.28	209.56	282.52
增长率（YOY）				N.A.	N.A.	34.81%
毛利（百万元）				27.72	49.16	70.63
增长率（YOY）				N.A.	N.A.	43.68%
占总销售额比重				11.10%	15.05%	17.74%
占主营业务利润比重				9.01%	12.99%	15.87%
其他						
销售收入（百万元）	1.79	2.53	4.06	4.06	4.06	4.06
增长率（YOY）	-44.79%	41.14%	243.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	52.29%	57.43%	32.33%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	0.86	1.08	2.74	2.84	2.84	2.84
增长率（YOY）	-63.42%	25.93%	274.63%	3.44%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	0.94	1.45	1.31	1.22	1.22	1.22
增长率（YOY）	3.15%	55.01%	191.96%	-7.19%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.35%	0.37%	0.47%	0.29%	0.24%	0.20%
占主营业务利润比重	0.76%	0.84%	0.64%	0.40%	0.32%	0.27%
销售总收入（百万元）	518.15	686.52	864.43	1387.70	1719.00	1990.43
销售总成本（百万元）	395.20	512.85	658.05	1079.99	1340.64	1545.44
毛利（百万元）	122.95	173.67	206.38	307.72	378.36	444.99
平均毛利率	23.73%	25.30%	23.87%	22.17%	22.01%	22.36%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	518	687	864	1,388	1,719	1,990
增长率		32.5%	25.9%	60.5%	23.9%	15.8%
主营业务成本	-395	-513	-658	-1,080	-1,341	-1,545
% 销售收入	76.3%	74.7%	76.1%	77.8%	78.0%	77.6%
毛利	123	174	206	308	378	445
% 销售收入	23.7%	25.3%	23.9%	22.2%	22.0%	22.4%
营业税金及附加	-2	-3	-2	-4	-5	-6
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7	-17	-3	-6	-7	-8
% 销售收入	1.4%	2.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-38	-42	-48	-83	-100	-113
% 销售收入	7.4%	6.2%	5.6%	6.0%	5.8%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	75	111	153	215	267	318
% 销售收入	14.5%	16.2%	17.7%	15.5%	15.5%	16.0%
财务费用	-12	-13	-13	-21	-23	-14
% 销售收入	2.3%	1.9%	1.5%	1.5%	1.3%	0.7%
资产减值损失	-1	-1	-2	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	97	139	192	244	303
营业利润率	12.0%	14.1%	16.0%	13.8%	14.2%	15.2%
营业外收支	7	9	11	16	18	20
税前利润	69	106	149	208	262	323
利润率	13.3%	15.4%	17.3%	15.0%	15.2%	16.2%
所得税	-16	-28	-20	-29	-37	-45
所得税率	23.9%	26.4%	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	52	78	129	179	225	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	52	78	129	179	225	277
净利率	10.1%	11.3%	14.9%	12.9%	13.1%	13.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	0	0	129	179	225	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	29	105	110	118
非经营收益	0	0	18	16	19	10
营运资金变动	0	0	-165	-185	-92	-108
经营活动现金净流	0	0	11	115	262	297
资本开支	-23	-116	-504	-76	-101	-141
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	60	0	0	0
投资活动现金净流	-23	-116	-444	-77	-101	-141
股权募资	0	66	565	554	0	0
债权募资	-8	-32	135	-208	-30	-50
其他	0	-19	-56	-31	-72	-64
筹资活动现金净流	-8	15	643	315	-102	-114
现金净流量	-31	-100	210	352	59	42

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	50	93	303	654	713	756
应收款项	89	83	179	228	282	326
存货	105	172	318	399	500	584
其他流动资产	2	0	24	18	22	25
流动资产	245	347	824	1,299	1,517	1,692
% 总资产	46.8%	48.0%	40.8%	52.3%	56.0%	57.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	278	314	1,112	1,103	1,116	1,161
% 总资产	53.1%	43.4%	55.1%	44.4%	41.2%	39.7%
无形资产	0	61	81	78	74	72
非流动资产	279	375	1,195	1,183	1,193	1,235
% 总资产	53.2%	52.0%	59.2%	47.7%	44.0%	42.2%
资产总计	524	723	2,018	2,483	2,709	2,927
短期借款	32	0	148	0	0	0
应付款项	189	258	754	639	708	732
其他流动负债	-17	0	-45	43	42	43
流动负债	204	259	856	683	749	774
长期贷款	180	180	167	167	137	87
其他长期负债	0	0	60	0	0	0
负债	384	439	1,083	850	886	861
普通股股东权益	140	284	935	1,633	1,823	2,065
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	523	723	2,018	2,483	2,709	2,927

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	1.098	0.486	0.603	0.835	1.051	1.296
每股净资产	2.936	1.774	4.369	6.093	6.802	7.707
每股经营现金净流	0.000	0.000	0.052	0.427	0.977	1.109
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.39%	27.37%	13.81%	10.94%	12.34%	13.43%
总资产收益率	9.98%	10.75%	6.40%	7.20%	8.30%	9.48%
投入资本收益率	16.20%	17.61%	10.56%	10.26%	11.70%	12.69%
增长率						
主营业务收入增长率	33.54%	32.49%	25.91%	60.53%	23.87%	15.79%
EBIT增长率	86.52%	48.22%	37.63%	40.53%	24.16%	19.12%
净利润增长率	107.08%	48.67%	66.19%	38.36%	25.92%	23.31%
总资产增长率	86.32%	38.05%	179.33%	23.00%	9.14%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.0	37.9	41.3	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	84.2	98.5	135.9	135.0	136.0	138.0
应付账款周转天数	90.9	102.7	182.6	130.0	115.0	100.0
固定资产周转天数	174.9	148.1	455.9	284.0	230.0	206.9
偿债能力						
净负债/股东权益	116.22%	30.79%	1.33%	-29.84%	-31.62%	-32.38%
EBIT利息保障倍数	6.2	8.4	12.1	10.0	11.7	22.2
资产负债率	73.30%	60.72%	53.68%	34.23%	32.72%	29.43%

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	1	2	6	8	12
买入	0	4	7	7	9
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.57	1.55	1.51	1.51

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 2007-12-25	减持		13.50 ~ 14.09

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。