

短期估值合理，未来两年煤炭产品量升价涨

国投新集（601918） 评级：增持（维持）

股价：18.98 元

2009 年 11 月 30 日 星期一

采掘

谷三剑

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

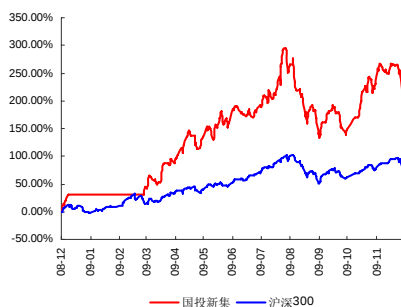
重要数据

总股本(亿股)	18.50
流通股本(亿股)	10.48
总市值(亿元)	335.78
流通市值(亿元)	190.21
一年内最低价(元)	22.35
一年内最高价(元)	5.74
上证 A 股指数	3,247.76

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.02	-0.02
3 个月	13.37	6.20
6 个月	24.06	1.49

个股相对沪深 300 走势图



相关报告：

投资要点

□ 二期项目投产，刘庄矿获批核定产能 800 万吨，公司产能扩大至 1555 万吨，预计今年产煤 1380 万吨。由于刘庄矿在今年 10 月初才获得 800 万吨核定产能批复，全年只有 4Q 产量贡献高于去年，预计今年生产原煤 550-600 万吨(约增加 100-150 万吨)，明年可达产。另外板集矿 4 月的副井突水事故使工期延误，并使该矿原先预计的今年几十万吨产量无法实现。预计公司 09 年生产原煤 1380 万吨。

□ 4Q 业绩将好于前三季，全年预计实现业绩 0.57 元。公司三季度安排设备检修，及地质条件变化造成原煤产量下降，三季度公司仅实现业绩 0.05 元。四季度原煤生产将恢复正常，加上刘庄矿产量增加，在产量回升和价格提高的带动下，四季度业绩将明显好转并好于一季度。此外，公司与客户商定 09 年重点电煤合同价为 500 元/吨，每吨高于之前的执行价 80 元，考虑重点电煤结算价的追溯调整，预计全年可实现 EPS0.57 元。

□ 2010 年板集矿投产暂不确定，刘庄矿贡献增量 200 万吨(+14.5%)。2011 年加速放量，增产超过 550 万吨。板集矿 4 月副井筒发生突水事故，现正治理，后可恢复基建和设备安装，投产时间可能延至明年下半年晚些时候或年底。刘庄矿明年达产将贡献增量 200 万吨，2011 年板集矿达产和口孜东矿投产将使产量大幅增长，预计增加 550 万吨以上，增幅 35%。

口孜东矿拟融资 27 亿后续建设，2011 年建成投产。口孜东矿设计产能 500 万吨，现已投资 22 亿，预计总投入可能到 42 亿。公司拟通过公开增发融资 27 亿后续建设，如果按近期股价测算，增发约需发行 1.35-1.42 亿股，股本增厚 7.3%-7.7%。预计融资工作在明年实际进行。

□ 09 年重点电煤合同价确定为 500 元/吨(车板含税价)，10 年有望提高 8-10% 至 540-550 元/吨。09 年电煤合同价税后每吨较 08 年增长 55.7 元，增幅 15%。在经济复苏和现货煤价自 9 月初持续上涨 80-90 元的背景下，我们看好明年合同煤价格，预计明年电煤合同价有望提高 8-10% 至 540-550 元/吨。

□ 股权划转从孙公司变身子公司，新集矿区规划产能 3590 万吨/吨，后续发展趋势强劲。公司经股权划转由国投公司的孙公司变为子公司，有望成为国投公司旗下煤炭资产的整合平台。新集矿区规划建设产能 3590 万吨，是现有 1555 万吨的 2.3 倍。后续矿井逐次投产，杨村矿(400 万吨)预计 2012 年投产，罗园矿(120 万吨)预计 2013 年投产，口孜西(240 万吨)、连塘李(150 万吨)、展沟(240 万吨)预计 2013-2014 年投产。

公司资源价值后续开采中逐步提高，煤种上：从气煤到 1/3 焦煤；煤质和销售

市场上：矿井从矿区边缘向中心推进，煤质提高。苏浙沪煤价高于安徽，省外销售加大，提高利润率。

□ **盈利预测与评级：**预计 09-11 年实现每股收益 0.57、0.74、1.06 元，市盈率 31.7x、24.6x、17.0x。短期估值高于行业平均 28%，股价已一定程度反映市场对公司未来增长和大股东潜在资产注入的认识，短期给予“增持”评级。中长期里，公司区域优势明显和产能增长强劲，后续资源价值逐步提高，看好长期发展，建议中长期给予积极关注。

正文目录

1. 从孙公司跃升为子公司，有望成为国投公司旗下煤炭整合平台	4
2. 在建矿井渐次投产，2011 年增长 35% 以上，进入快速增长期	4
2.1 刘庄矿获 800 万吨核定产能批复，2010 年将可达产	4
2.2 板集矿副井突水事故延缓工期，投产时间可能延至 10 年下半年晚或年底	4
2.3 口孜东矿融资后续建设，2011 年建成投产	5
2.4 09 年预计原煤产量 1380 万吨，10 年刘庄矿增产 200 万吨，11 年加速放量，增产超过 550 万吨	5
3. 后续发展基础雄厚，规划矿井产能翻倍增长	5
3.1 公司资源储备丰富，占华东地区 7%，新集矿区总产能将达 3590 万吨/吨	5
3.2 规划矿井	5
4. 经济复苏，看好明年华东地区煤价	6
4.1 09 年重点电煤合同价格确定为 500 元/吨	6
4.2 4Q 业绩好于前三季度，全年业绩预计可实现每股收益 0.57 元	6
4.3 经济复苏使电力需求增长，预计明年政策保持连贯和适度宽松	6
4.4 通胀预期为煤价上涨创造空间	7
4.5 预计明年重点合同煤价有望上涨至 540-550 元	7
5. 背靠华东，看好长期发展	7
5.1 区位优势明显，承担向华东华南发达地区供电供煤	7
5.2 华东地区煤炭缺口已达 6 亿吨	8
5.3 煤电并举，拓展煤炭产业链，减少单一业务风险	9
6. 盈利预测与评级	10
7. 风险提示	10

图形目录

图 1. 工业耗电量与重工业耗电量累计同比增速年内首次实现转正	6
图 2. 公司地处华东腹地，紧邻苏浙沪，运距较北方煤企短 1000km	8
图 3. 安徽煤炭生产在华东地区日益重要，成为华东华南重要的能源供给基地	9

表格目录

表 1. 华东地区煤炭缺口逐年扩大，07 年接近 6 亿吨。单位：百万吨	8
表 2. 盈利预测主要假设	10
表 3. 三张报表	11

1. 从孙公司跃升为子公司，有望成为国投公司旗下煤炭整合平台

公司从孙公司变为子公司

国家开发投资公司（国投公司）现为公司大股东和实际控制人，目前持有公司 42.36% 的股份。公司成为继中国神华、中煤能源后第三家具有央企背景的煤炭上市企业。

09 年 7 月，公司股份经国有股权无偿划转的方式由“国投煤炭”划入国家开发投资公司，即公司由国投公司的孙公司变为子公司，成为国投公司旗下与国投煤炭并列的实体。公司是国投公司旗下唯一的煤炭上市企业，由此将可能成为国投公司煤炭资产整合的平台。

公司市场化运作传统强

公司初始是上世纪八、九十年代时期，安徽为解决本省煤炭由于外供华东地区而造成省内煤炭供应紧张设立的。1989 年，淮南市政府出资 210 万元启动资金，筹备成立淮南新集公司，到 1997 年股份公司成立。由于启动资金少，且适逢 90 年代煤炭行业和煤炭价格逐步放开、煤炭企业下放到省的时代背景，公司从成立伊始就具备强烈的市场化运作意识和传统。在全国行业内首创项目法人责任制的建设模式，创造了全国煤炭行业闻名的“新集发展模式”和“新集经验”，并写入国家 1997 年的《中国的能源政策》。

公司以煤炭开采和洗选业务为主，煤种主要为气煤和 1/3 焦煤，产品低硫、特低磷、中高发热为主，适用于发电和动力煤使用。值得注意的是，公司煤炭资源由于赋存条件，1/3 焦煤层位于下方，现主要开采气煤层，未来 1/3 焦煤洗选后可用于炼焦配煤，资源价值和吨煤盈利将获得提升。

2. 在建矿井渐次投产，2011 年增长 35% 以上，进入快速增长期

公司现有投产矿井新集一矿、二矿、三矿和刘庄矿，在建矿井板集矿和口孜东矿。刘庄矿二期今年已投产，并在 10 月获得国家相关部门 800 万吨产能核定批复。至此，公司合计拥有年产能 1555 万吨，今年产煤可达 1380 万吨。

2.1 刘庄矿获 800 万吨核定产能批复，2010 年将可达产

刘庄矿二期目前已投产，并在今年 10 月初公告获得国家发改委等相关部门 800 万吨年产能核定批复。由于刘庄矿今年获得核准批复时间较晚，全年将只有 40 产量贡献高于去年，预计该矿今年生产原煤 600 万吨左右（同比增加 150 万吨），明年将可达产。

2.2 板集矿副井突水事故延缓工期，投产时间可能延至 10 年下半年晚或年底

板集矿是公司在建的两个矿之一，核定产能 300 万吨，原预计 09 年下半年建成投产。由于板集矿地质赋存条件较复杂，今年 4 月发生副井井筒突水事故，

致使工期有所延误,也使得该矿原先预计的 09 年几十万吨原煤产量无法实现。目前公司正在对该矿进行治水工作,待井筒修复后将继续巷道挖掘和设备安装。

从了解到的情况看,目前该矿完成进度已近 80%,工程进度因治水而存在一定不确定性,治水工作完成后的设备安装将会比较快。考虑治水加基建所需时间,我们初步预计该矿投产将延至明年下半年稍晚或年底,由此在 10 年板集矿产量贡献存在不确定性。

2.3 口孜东矿融资后续建设,2011 年建成投产

口孜东矿是公司另外一个主要在建矿井,设计产能 500 万吨,目前已投资近 22 亿,预计实际总投入可能到 42 亿。口孜东矿井田地质储量 7.71 亿吨、可采储量 3.93 亿吨,可采年限 60 年,该矿预计在 2011 年可投产。

公司在 11 月发布公开增发 A 股募集资金计划投资项目可行分析报告,拟以公开增发不超过 2 亿股、融资不超过 27 亿元的方式融资进行口孜东矿及选煤厂的后续建设,实际增发工作可能将在明年进行。如果以增发价 19-20 元、融资 27 亿元简单计算,本次增发约需发行 1.35-1.42 亿股,股本增加 7.3%-7.7%。从口孜东矿资源储量和品质来看,该矿投产后将获得良好的效益。

2.4 09 年预计原煤产量 1380 万吨,10 年刘庄矿增产 200 万吨,11 年加速放量,增产超过 550 万吨

从目前情况来看,我们预计 09 年公司原煤产量 1380 万吨;2010 年产量增长近 200 万吨,主要来源于刘庄矿,同比增幅 15%;2011 年板集矿达产和口孜东矿投产将使产量出现大幅增长,保守预计增加 550 万吨以上,增幅 35%。

3. 后续发展基础雄厚,规划矿井产能翻倍增长

3.1 公司资源储备丰富,占华东地区 7%,新集矿区总产能将达 3590 万吨/吨

根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》,公司矿区总面积约 1092 平方公里,含煤面积 684 平方公里,划分为 11 个井田和 4 个后备区,资源储量 101.6 亿吨,生产建设总规模达 3590 万吨/年,是现有 1555 万吨产能的 2.3 倍。

公司拥有作为全国 13 个亿吨煤炭基地的大型煤炭企业之一的战略地位,后备煤炭资源储备丰富,储量约占华东地区总储量的 7%。同时,公司成立时间较晚,历史负担少,并有着国家对新集矿区的整体批复,且资源储备都在上市公司里,这样在公司后续发展中,后备的报批工作将比较简单。此外,公司现生产矿井主要开采新集矿区的边缘部位,随着后续矿井向中心地区的推进,水平方向上煤质、发热量也将逐步得到提高。

3.2 规划矿井

公司除前述矿井外,还有部分规划矿井在紧锣密鼓实施。

◇ 杨村矿规划产能 400 万吨,已开工建设,预计 2012 年投产。杨村矿位于板集矿边,建矿条件好于现有矿井。

- ◇ 罗园矿规划产能 120 万吨，目前人员已进场，预计 2013 年投产。
- ◇ 口孜西矿规划产能 240 万吨，预计 2013-14 年投产。
- ◇ 连塘李规划产能 120-150 万吨，预计 2013-14 年投产。
- ◇ 展沟矿规划产能 240 万吨，预计 2014 年投产。

此外，在公司的远景规划中，在上述矿井深部资源的开发中还将进一步建设新的产能。

4. 经济复苏，看好明年华东地区煤价

4.1 09 年重点电煤合同价格确定为 500 元/吨

公司电煤销售中，合同煤销量约占 70%，地销煤量约占 30%，在未来一段时间里我们预计公司基本会保持这种销售格局。公司地销价格要高于合同煤价，年初公司地销现货价格 520 元，目前已涨至每吨 590-600 元，比 8、9 月份上涨近 80-90 元。

公司在今年 9 月与客户达成协议，确定 09 年度重点电煤合同价格为 500 元/吨（含税车板价）。去除增值税影响后，税后每吨较 08 年增加 55.7 元（+14.9%）。之前公司与客户暂按去年含税价格 420 元/吨结算，这也使得公司在行业合同电煤今年价格普遍上涨，而公司电煤售价却比去年下降 3.4%。

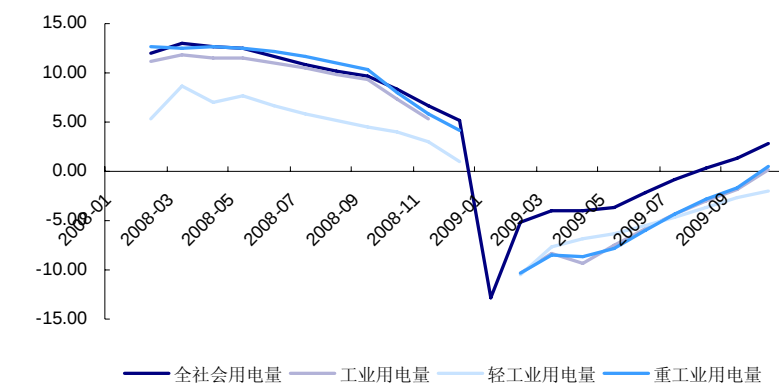
4.2 4Q 业绩好于前三季度，全年业绩预计可实现每股收益 0.57 元

公司四季度业绩将好于前三季。由于三季度公司安排设备检修，以及受地质条件变化影响造成原煤产量下降，三季度公司仅实现每股业绩 0.05 元，同比、环比均出现较大幅度下降。四季度原煤生产将恢复正常，加上刘庄矿产量增加，在产量回升和价格提高的带动下，四季度业绩将明显好转并好于一季度。此外，由于重点合同煤结算价的追溯调整，我们预计全年可实现 EPS0.55 元。

4.3 经济复苏使电力需求增长，预计明年政策保持连贯和适度宽松

随着经济的复苏，电力需求逐渐增加。在经济和重工业的带动下，发电量和发电耗煤显著回升。根据公布的 10 月经济数据，10 月份工业用电量 2324 亿千瓦时，环比增长 2.2%，同比增长 17.7%，增幅继续扩大。其中，重工业用电量 1933 亿千瓦时，环比增长 4.4%，同比增长 20.1%，同比增速在 10 月首次实现年内 20% 以上的增速。而工业用电量和重工业用电量累计增速也在年内首次转正。

图1. 工业耗电量与重工业耗电量累计同比增速年内首次实现转正



资料来源：国家统计局

在经济恢复尚未完全确认和可能面临反复的情况下，预计明年经济刺激政策仍将保持一定连贯和力度，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，政策退出将待经济形势明朗后。

由于基建等工程的后续投资，以及民间房地产等投资将保持较快增长并接力政府投资，我们预计明年全国固定资产投资仍将维持在 20% 以上的较高增长。在此情况下，全国能源和电力消耗需求将较旺盛，同比增速将好于 09 年。

4.4 通胀预期为煤价上涨创造空间

伴随着国内外巨量信贷投放和普遍实施的定量宽松救市措施的后遗症，通胀预期在逐步加强，最终将反映在资产价格上。煤炭作为国内最主要的一次能源，处于经济上游，未来通胀将为煤价上涨打开空间。

4.5 预计明年重点合同煤价有望上涨至 540-550 元

伴随着近期北方和中部一些省份受气候和雪灾的影响，部分电厂存煤已降低到不足一周的水平，市场煤价经前期上涨后仍持续小幅上涨。在冬季旺盛的用煤需求下，我们预计电煤价格将保持在较高位上运行。从时间节点看，2010 年煤炭供需双方洽谈即将进行，国有重点煤矿将加大对供给的适度控制，以利于在煤电年度谈判中获得理想的价格。

总的来看，考虑明年经济继续恢复增长、用电需求增速加快，结合现阶段煤价所处环境来看，我们预计公司明年电煤合同煤价有望上涨至每吨 540-550 元，较今年价格上涨 8-10%。

5. 背靠华东，看好长期发展

5.1 区位优势明显，承担向华东华南发达地区供电供煤

公司矿区位于安徽淮南，地处华东腹地，紧邻苏浙沪，并可辐射至湖北武汉、江西南昌等两省省会地区，水陆交通运输发达。由于贴近客户，运输距离较西北及北方煤炭生产基地近 1000 公里以上，供应灵活，运力成本低。

公司所在的安徽省和华东地区煤炭资源普遍埋藏较深，需井工开采，技术要求高、投资大（吨煤产能需投资 700-800 元），故小煤矿进入壁垒高。目前，安徽基本无独立小煤矿，省内四大国有煤企产量超过 90%，行业竞争秩序明显好

于山西、陕西、河北、河南等地。

图2. 公司地处华东腹地，紧邻苏浙沪，运距较北方煤企短 1000km



资料来源：公司公告

5.2 华东地区煤炭缺口已达 6 亿吨

公司主要生产矿井位于安徽省淮南、阜阳和亳州，矿区处于华东腹地，紧邻着经济发达的苏浙沪和湖北、江西、福建等沿海沿江省份，是我国煤炭价格最高的地区。通过阜淮、京沪、京九铁路线和京杭大运河，矿区有发达的水路交通体系可通达上述地区。

华东是中国经济的发达地区，也是中国经济增长的带动地区，对电力等能源需求量大。但华东地区本身只有山东和安徽产煤量较大，其它几省市基本产煤量均较小甚至不产煤。山东年产煤量较大，08 年产煤 1.35 亿吨，尚不足以满足自身需求一半，且山东产煤能力日益下降，外部调入量逐年增大。安徽近年产煤基本能满足本省需求，略有缺口，未来随着本省经济的发展，缺口可能呈扩大化趋势。

表1. 华东地区煤炭缺口逐年扩大，07 年接近 6 亿吨。单位：百万吨

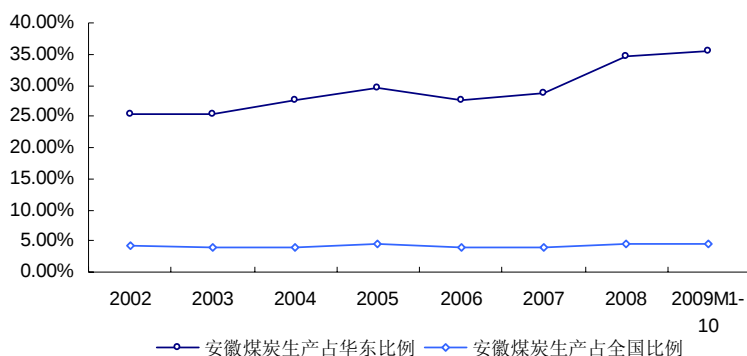
	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	生产	消费	生产	消费	生产	消费	生产	消费	生产	消费	生产	消费	生产	消费
江苏	26	97	28	108	27	133	28	168	30	184	25	200	32	-
安徽	61	67	67	75	79	78	85	83	83	88	93	98	118	-
山东	131	129	147	152	146	183	140	252	141	290	145	317	135	-
上海	0	47	0	50	0	51	0	53	0	51	0	53	0	-
浙江	0	66	0	73	0	84	0	97	0	113	0	130	0	-
福建	6	27	8	33	11	38	18	49	19	54	21	61	22	-
江西	14	26	10	31	12	39	26	42	28	46	30	52	25	-
缺口:	-221		-262		-331		-448		-526		-596		-	

资料来源：国家统计局 注：2008 年各省消费量统计数据暂未公布

安徽煤炭生产在华东地区日益重要

安徽省是我国华东地区煤炭储量最丰富的省份，并有取代山东成为华东地区煤炭产量最大的省份之势。08 年安徽产量 1.18 亿吨，排全国第 6。在国家能源规划中，安徽承担着向华东华南等输送煤炭和电力的重任。与从山西、陕西、河北、内蒙和进口煤炭相比，安徽到华东的供给更灵活和更稳定。

图3. 安徽煤炭生产在华东地区份额上升，成为华东华南重要的能源供给基地



资料来源：国家统计局

省外销售可提高利润率

公司当前煤炭产品主要以省内销售为主，省外销售约占 10%。未来随着产量的增加，公司将逐步加大向省外销售力度。从安徽省内煤价和浙江、江苏煤价对比来看，安徽省内煤价普遍要低于江浙主要城市。未来省外销售的增加，能够提高公司的销售利润率。

5.3 煤电并举，拓展煤炭产业链，减少单一业务风险

煤电一体化发展是公司成立初就有的思路，现正逐步加强并加以落实，未来发展中公司将实现采选为主、煤电并举，向下游拓展，减少未来发展的波动和风险。现有利辛（板集矿）项目、和刘庄矿电厂项目，两项目共计规划 480 万千瓦发电能力，现正在报批中。

◇ 公司与皖能电力合作设立利辛公司，建设板集矿坑口电厂。规划建设 4*60 万千瓦超临界燃煤发电机组，首期 2*60 万千瓦，公司占比 55%，预计投资 45 亿。利辛电厂由板集矿供煤，用皮带输送即可，实现物理意义上的坑口电厂模式。

◇ 刘庄矿坑口电厂，与板集矿电厂类似，规划 4*60 万千瓦，由杨村、罗园、展沟矿等供煤。

◇ 此外，公司 08 年底受让康源电力持有的国投宣城发电公司 24% 的股权（国投电力 51%，国电电力 25%）。国投宣城发电规划总容量 320 万千瓦，一期 1*60 万 08 年 8 月已商业运营。宣城发电燃煤主要由公司供应，09 年预计供给 110 万吨。

6. 盈利预测与评级

2010 年成本将上升

公司安全费目前按每吨 33 元的标准提取，而安徽省内其它三家大型国有煤企均已按每吨 50 元的标准计提。考虑到地质条件和安全生产需要，公司在安全费用方面的支出将增加，我们预计明年公司可能将安全费调升至 50 元/吨。

此外，未来工资及福利项将面临较大增长压力。公司与同城的淮南矿业相比，人均年工资低出淮南矿业近 2 万元（淮南矿业人均 8 万/年，公司人均约 6 万）。

表2. 盈利预测主要假设

	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量	1181	1380	1585	2105
商品煤销量	1087	1270	1466	1947
吨煤综合售价	458	435	466	485
吨煤制造成本	251	259	280	284

综合以上分析，我们预计 09-11 年，公司实现净利润 10.59 亿元、13.59 亿元、19.71 亿元。折合每股收益 0.57、0.74、1.06 元，对应市盈率 31.7x、24.6x、17.0x。当前行业 09-10 年整体估值平均水平为 23.2x-19.4x。考虑到目前公司 10 年估值已高于行业平均水平 28%，股价已一定程度上反映了市场对公司未来增长和大股东潜在资产注入的认识，短期内我们给予“增持”的评级。

中长期里，公司区域优势和产能快速增长趋势不变，后续资源价值提高，看好长期发展，建议中长期内给予积极关注

7. 风险提示

未来公司生产可能面临安全生产和其它地质条件引发的突发事件，如 09 年板集矿所遇见的井筒突水事件，将对公司产能投放和成本带来一定压力。

此外，公司煤价是影响业绩的重要变量，未来市场煤价可能未达我们的预期。

表3. 三张报表

损益表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,664	5,426	5,589	6,932	9,394
营业成本	2,510	3,044	3,312	4,130	5,560
销售费用	46	61	75	94	127
管理费用	222	344	363	430	592
财务费用	215	263	291	350	333
投资收益	0	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	-31	-22	0	0
营业利润	611	1,613	1,415	1,823	2,628
营业外净收支	26	0	0	0	0
息税前利润	826	1,876	1,706	2,173	2,962
利润总额	637	1,613	1,415	1,823	2,628
所得税	231	426	354	456	657
净利润	410	1,203	1,059	1,365	1,965

资产负债表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2,764	2,911	2,848	3,383	4,459
现金及等价物	1,819	1,560	1,194	1,409	1,903
应收款项	389	598	1,098	1,361	1,845
存货净额	368	401	225	280	377
其他流动资产	189	352	331	333	334
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,136	9,950	10,111	11,157	10,684
无形资产及其他	1,180	1,657	1,680	1,704	1,728
资产总计	12,081	14,519	14,639	16,245	16,872
流动负债	4,391	4,614	3,304	3,917	3,443
短期借款	1,726	1,480	2,080	2,445	1,553
应付款项	1,557	1,967	862	1,075	1,447
其它流动负债	1,108	1,167	362	396	443
长期负债	3,398	4,212	5,111	5,418	5,530
负债合计	7,789	8,826	8,415	9,335	8,974
股东权益	4,239	5,650	6,180	6,862	7,845
股本	1,850	1,850	1,850	1,850	1,850
资本公积	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
盈余公积	180	451	451	451	451
未分配利润	177	1,316	1,846	2,528	3,511
负债股东权益合计	12,081	14,519	14,639	16,245	16,872

现金流量表（人民币，百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	406	1,187	1,061	1,367	1,971
折旧摊销	421	461	846	1,180	1,405
财务费用	215	266	291	350	333
营运资本变动	-431	-207	-1,614	-68	-154
经营活动现金流	939	1,712	575	2,840	3,565
投资活动现金流	-1,538	-1,697	-983	-2,225	-925
融资活动现金流	2,015	-274	679	-367	-2,109
净现金流	1,417	-259	271	248	531
企业自由现金流	-443	-275	-2,035	279	2,126
权益自由现金流	-144	-292	-756	680	1,077

重要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.65	0.57	0.74	1.06
每股经营现金流	0.51	0.93	0.31	1.53	1.93
每股净资产	2.32	3.08	3.36	3.73	4.27
盈利能力(%)					
ROIC	11.31	22.21	15.50	14.09	17.20
ROE	9.46	20.85	17.05	19.79	24.96
毛利率	31.49	43.91	40.73	40.41	40.81
EBITDA Margin	33.69	42.52	45.67	48.37	46.48
EBIT Margin	22.54	34.58	30.52	31.36	31.53
成长能力(%)					
收入同比增长	24.28	48.08	3.00	24.03	35.53
净利润同比增长	11.03	192.99	-11.93	28.83	44.03
偿债能力(%)					
资产负债率	64.47	60.79	57.48	57.47	53.19
流动比率	0.63	0.63	0.86	0.86	1.30
速动比率	0.55	0.54	0.79	0.79	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.41	0.38	0.45	0.57
应收帐款周转率	15.94	19.62	14.77	14.43	15.00
存货周转率	46.12	46.12	46.12	46.12	46.12
估值指标(倍)					
P/E	81.81	27.92	31.71	24.61	17.09
P/B	7.82	5.90	5.40	4.86	4.25
EV/Sale	9.79	6.67	6.97	5.72	4.13
EV/EBITDA	29.05	15.68	15.27	11.82	10.87

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122