

分析师： 虞亚新 (8621) 68751072 hanyichao@gmail.com

联系人： 韩轶超 (8621) 68751072 hanyichao@gmail.com

电力铁塔行业骄子 受益电力通信腾飞

事件描述

发行基本情况：发行前公司总股本 8150 万股，本次计划发行股数为 2750 万股，发行股数占发行后总股本的 25.23%。发行前公司每股净资产为 1.82 元。

本次发行募集资金用于：扩建年产 10 万吨铁塔项目。

投资要点

- 公司主营角钢塔和钢管塔，在电网建设和通信基础设施建设的大幅增长中将充分受益。
- 公司的竞争优势主要体现在差异化、产品设计和成本控制上，在规模和技术上属于行业第一梯队。2007 年，公司自营出口量在行业中排名第二。
- 本次募集资金投资项目全部用于“扩建年产 10 万吨铁塔项目”。项目达产后，产能提高 1.25 倍，公司产能紧张的局面将得到较大改善，公司近年销售增长迅速的角钢塔的产量将有明显提升。
- 对公司盈利能力的 uncertainty 主要表现在，原材料价格波动的风险、财务风险以及产能扩张后带来的销售风险。
- 我们预测公司 2009 年到 2011 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、1.16 元，考虑到市场上配电产品设备制造商的估值水平，我们给予公司 2010 年 20 倍到 23 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 16.2 元-18.6 元。

主要财务数据及预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	415	530	874	1236
增长率	24.7%	27.8%	64.8%	41.5%
净利润（百万）	34	55	87	125
增长率	14.0%	60.4%	59.8%	43.4%
每股收益（元）	0.42	0.67	0.81	1.16
净资产收益率	24.3%	28.0%	17.5%	20.1%
每股经营现金流(元)	0.39	0.81	1.35	1.44

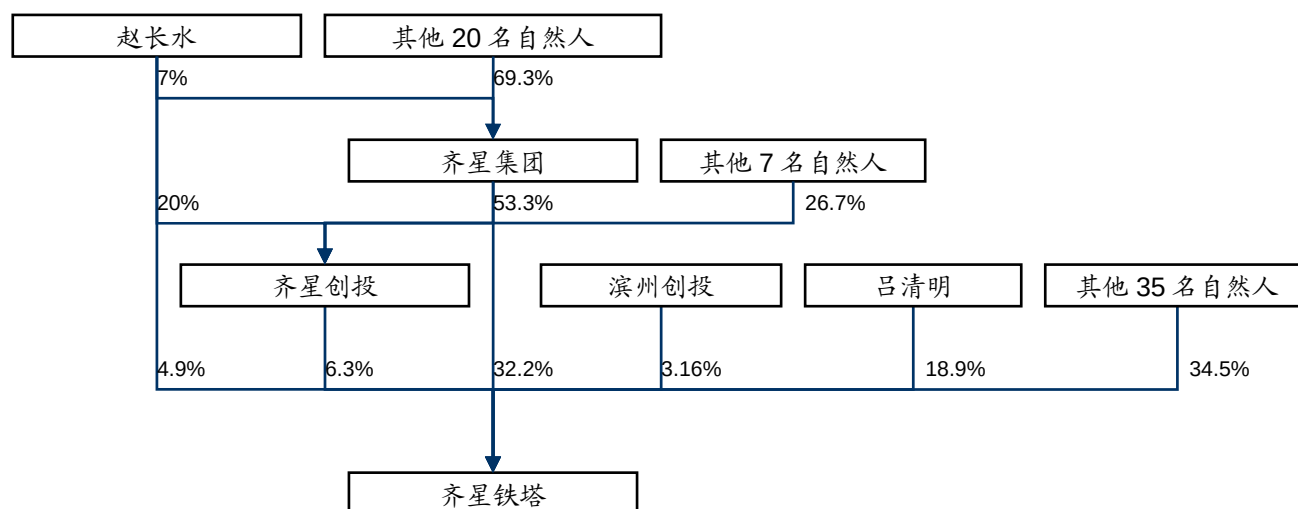
资料来源：长江证券研究部

公司简介

公司股权结构及资产概况

齐星铁塔致力于输电塔和通讯塔为主的各类铁塔产品的研发、设计、生产和销售，是山东省铁塔产品重要的实验基地。专业生产 500KV 及以下各类铁塔和变电构架；各种结构的通信塔；电气化铁路接触网支柱；风力发电塔；立体停车设备；建筑钢结构等产品。公司可年产铁塔各类钢构件 10 万余吨，立体停车位 10000 余个，轻钢结构厂房 8 万余平方米。

图 1：齐星铁塔发行前股东持股结构



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司本次计划公开发行人民币普通股 2750 万股，发行后总股本为 10900 万股。根据公司 2009 年 6 月 30 日的财报，发行前每股净资产为 1.82 元。公司发行前后股本结构如下表：

表 1：齐星铁塔发行前后股本结构

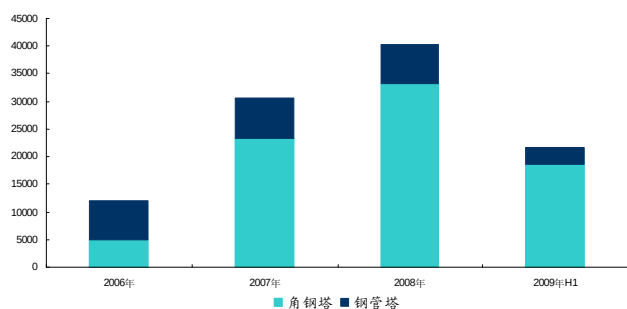
	发行前		发行后	
	股份数（万股）	比例（%）	股份数（万股）	比例（%）
齐星集团	2625.16	32.2	2625.16	24.1
齐星创投	514.74	6.3	514.74	4.7
滨州创投	257.37	3.2	257.37	2.4
吕清明	1541.81	18.9	1541.81	14.1
赵长水	403.21	4.9	403.21	3.7
其他 20 位自然人	2807.72	34.5	2807.72	25.8
本次发行	-	-	2750.00	25.2
合计	8150	100.0	10900	100.0

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

专注于电力和通讯铁塔的制造商

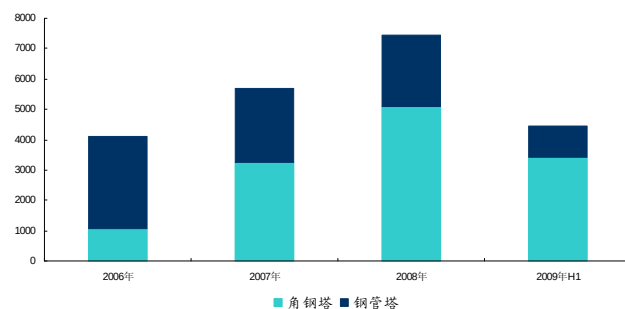
公司的两大主营产品是角钢塔和钢管塔, 2008 年公司铁塔产品销售收入为 40293.32 万元, 较 2007 年增长了 31.50%, 占公司营业收入的 97.15%、主营业务收入的 97.57%。2009 年上半年公司铁塔产品销售收入为 21574.87 万元, 占主营业务收入的 98.66%。公司主营业务比较突出。其中, 角钢塔的毛利率约为 18%, 钢管塔的毛利率约为 33%。06 年至 08 年, 钢管塔的收入较为稳定, 公司收入增长的主要来源是角钢塔的快速扩张。

图 2: 齐星铁塔主营业务收入结构 (万元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 3: 齐星铁塔主营业务毛利结构 (万元)

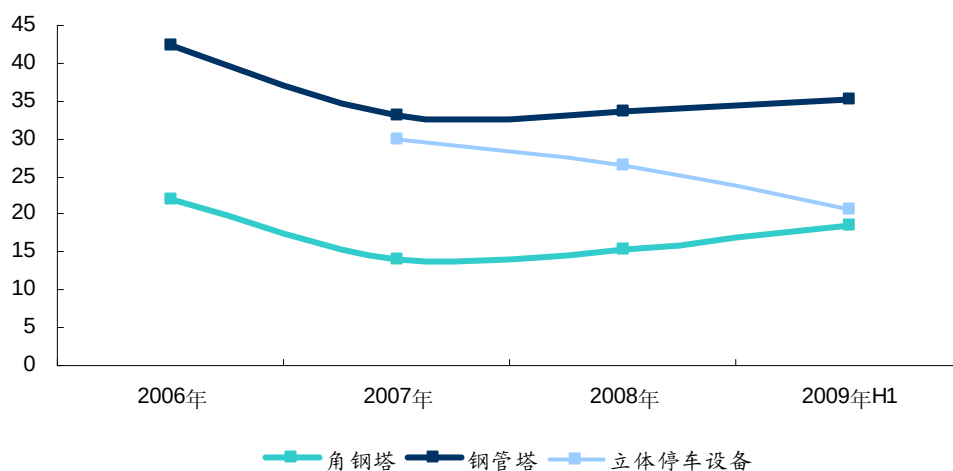


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

此外, 公司还少量生产立体停车设备、电气化铁路支柱等。立体停车设备占 09 年上半年的收入和毛利均在 1.3% 左右。

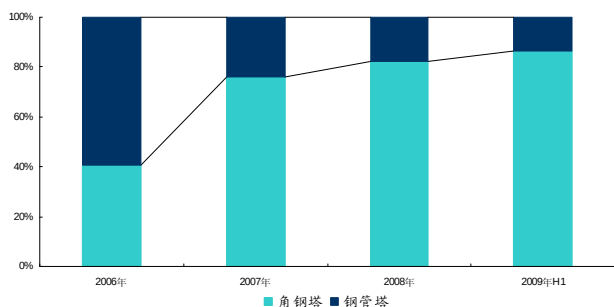
角钢塔的毛利率在 18% 以上, 钢管塔的毛利率在 35% 左右, 公司综合毛利率在 20% 左右, 随着角钢塔销售占比的逐渐提高, 我们预计公司的综合毛利率会逐步下降。

图 4: 齐星铁塔主营产品毛利率

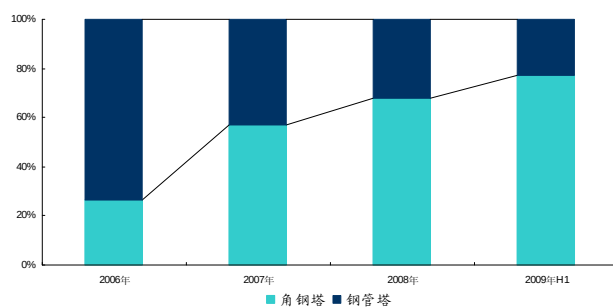


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

收入构成来看, 角钢塔的贡献逐年扩大, 近三年已达 80% 以上; 从毛利构成上看, 由于角钢塔的毛利率较低, 钢管塔业务所贡献的毛利在 30% 左右。

图 5：齐星铁塔主营业务收入结构


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

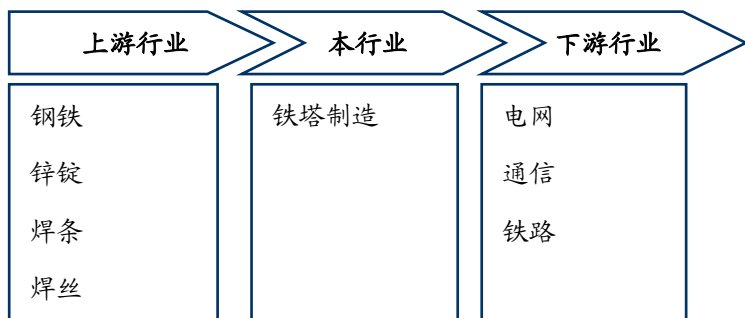
图 6：齐星铁塔主营业务毛利结构


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

分享电网、通信行业腾飞盛宴

上游竞争充分，下游市场集中

铁塔制造行业上游为钢铁、锌等原材料，竞争比较充分。下游多为电网、通信的基础设施建设，产业链拆解见下图：

图 7：高压变频器产业链


资料来源：长江证券研究部

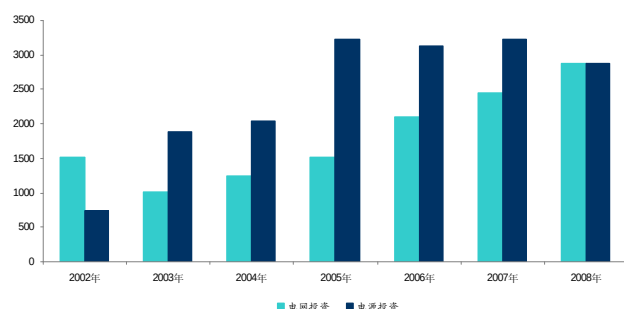
铁塔制造合同一般为闭口合同，且大都根据即期的现货和期货价格进行成本测算。虽然原材料价格变动的影响会因每个公司合同签订方式、是否对原材料进行套保而不同，对于绝大多数设备制造企业来说，如果签订合同时金属价格处在高位，而在半年到一年实际生产备货过程中原材料价格持续走低是最理想的。

铁塔的销售定价一般根据成本概算加上目标毛利，因此尽管钢铁和锌价格波动较大，但由于铁塔的加工制造在 1 个月左右完成，产品毛利率相对较为稳定。

电力投资总额稳步上升，投资结构向电网倾斜

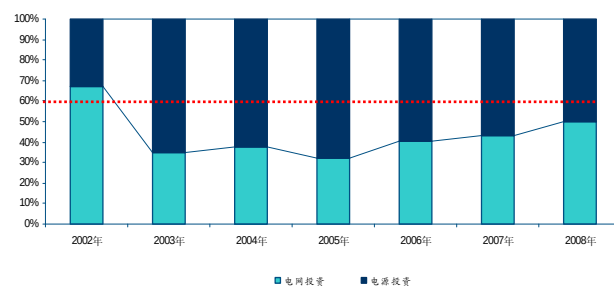
电力投资的两大方向是电源和电网投资，我国长期以来存在“重发电，轻输电”的现象，电源投资和电网投资比例失衡。除了 2002 年仍在受“三年不上火电”的禁令影响外，我国电网投资都小于电源投资额。发达国家电网与电源的投资比例为 6: 4，而我国一般低于这一比例。在投资结构方面，我国电网投资与电源投资比例已由 40: 60，逐步调整到 45: 55，逐步向发达国家比例接近。

图 8: 我国电力投资结构 (亿元)



资料来源: 中电联, 长江证券研究部

图 9: 我国电源投资与电网投资比例结构



资料来源: 中电联, 长江证券研究部

从 02 年至今, 若要弥补电网投资不足的“历史欠账”, 需要 12969.79 亿元, 这几乎与前 7 年电网投资总额 12726.62 亿元相等。

根据国网公司规划, 在 2020 年前的三个阶段中电网总投资预计超过 4 万亿。其中第一阶段(2009 年-2010 年)预计投资 6600 亿元, 第二阶段(2011 年-2015 年)预计投资 2 万亿元, 第三阶段(2016 年-2020 年)预计投资 1.7 万亿元。国网公司 09、10 两年计划投资额达到 9300 亿, 相比原来的计划上调超过 40%。2011 年到 2015 年年均投资 4000 亿元。南方电网计划两年新增 600 亿, 全网年投资额达到 900 亿, 比原规划年投资 600 亿上调 50%。

根据一般规律, 电网建设资金的 60%投向土地、基建类, 这使得电力铁塔直接受益。

根据《国家电网公司关于加强技术改造和加快电网发展的意见》(国家电网办[2007]1 号)提出“十一五”期间电网技术改造和电网发展目标: “十一五”期间拟投产 220KV 及以上输电线路 17.5 万公里。按照南方电网“十一五”规划, 围绕实现“十一五”期间西电再向广东新增送电 1150 万千瓦到 1350 万千瓦的目标, 今后 5 年要建成投运 500 千伏交流线路 15651 公里, 正负 500 千伏直流输电线路 1225 公里, 正负 800 千伏直流输电线路 1438 公里, 合计 18314 公里。“十一五”期间, 全国新增 220KV 及以上输电线路至少为 19.33 万公里, 平均每年新增 3.87 万公里。按照电网建设的特点, 建设高压 (220KV 及以上) 输电线路的同时需要建设配套的低压 110KV 输电线路, 通常情况下两者之间比例为 1.04: 1。2009 年-2013 年全国新增输电线路长度如下表所示:

表 2: 新增输电线路长度 (万公里)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
500kV	1.57	1.57	1.68	1.68	1.68
220kV	2.30	2.30	2.45	2.45	2.45
110kV	3.74	3.74	3.99	3.99	3.99
合计	7.61	7.61	8.12	8.12	8.12

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

根据《国家电网公司输变电工程典型造价》的统计, 110kV 的输电线路每公里铁塔平均需求量为 24.34 吨; 220kV 的输电线路每公里铁塔平均需求量为 33.12 吨; 500kV 的输电线路每公里铁塔平均需求量为 81.45 吨。

表 3: 新增电力铁塔需求量 (万吨)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
500kV	1.57	1.57	1.68	1.68	1.68
220kV	2.30	2.30	2.45	2.45	2.45
110kV	3.74	3.74	3.99	3.99	3.99
合计	7.61	7.61	8.12	8.12	8.12

资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

此外,根据《中国机电经贸》的预计,从2008年到2018年,国际输电塔市场年均需求将从目前的1500万吨逐渐增加到2000万吨左右。中国由于低廉的劳动力成本使得在铁塔售价上有着巨大的优势,随着中国铁塔制造企业在海外市场上的扩张,其必将越来越受益于国际市场需求。

“3G”建设如火如荼,通信设备全面升级

2008年年底,工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放了3张3G牌照,这标志着我国正式进入3G时代。据统计,2008年中国移动和中国联通2G资本支出分别为715亿元和200亿元,中国电信为240亿元,中国移动3G资本支出为300亿元。预计2009年各运营商2G投资将与2008年大致持平,对3G的投资将大幅增加,中国移动、中国联通和中国电信分别投入558亿元、500亿元和100亿元。3G网络全面建设和2G网络容量扩充,将带动无线网络设备领域投资,预计2009年无线网全网投资达到1652亿元,同比增速29%,其中基站设备投资约占30%至35%。铁塔产品作为基站建设的必要部件,将随着3G网络的全面建设面临较大的增长空间。根据一般规律,通信建设投资的50%投向土地、基建类,通信铁塔必将在通信设备的升级中受益。

同时,全球移动基站的数量也快速增长,据高科技咨询机构In-Sat的研究报告预测,2009年全球移动基站数量将增长到350万个。强大的需求带动了移动通信设备制造行业的发展,同时也增加了对通讯塔的需求。预计2008年到2018年,国际通讯塔市场年均需求总量将从目前的350万吨增加到500万吨左右。

综上,预计2009年至2013年,铁塔年均需求量如下表:

表 4: 铁塔需求量 (万吨)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
国内输电塔	295.09	295.09	315.10	315.10	315.10
国内通讯塔	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
国内合计	355.09	355.09	375.10	375.10	375.10
国际输电塔	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
国际通讯塔	350.00	350.00	350.00	350.00	350.00
国际合计	1850.00	1850.00	1850.00	1850.00	1850.00
总计	2205.09	2205.09	2225.10	2225.10	2225.10

资料来源:招股意向书,长江证券研究部

钢管塔将迎来巨大发展

在满足相同强度、刚度和稳定要求时,当钢管塔呼称高度超过30m时,其造价就低于角钢塔,而且随着塔高的增加优势愈加明显。根据大量的统计计算和工程经验,在一定塔身坡度时,当钢管塔相对于角钢塔的重量减小超过20%时,钢管塔比角钢塔造价低。对于那些四拼角钢也不能满足承载力要求的杆塔或者是跨越高塔,以及走廊狭窄或有景观要求的地区(城市及周边、风景保护区等),适宜采用钢管塔。

下表为1000 kV特高压同塔双回路转角塔采用钢管塔的塔重与造价的分析结果。可以看到,选用钢管构件,较之主材选用角钢,塔重可减轻22%~24%。若按钢管构件原材料价格约为角钢价格的1.3倍考虑,此时钢管塔的材料费较之角钢塔可节约2%~3%。

表 5: 特高压双回转角塔的角钢与钢管塔经济性比较

呼高(m)	角钢塔			钢管塔			造价减少比例 (%)
	估重 (t)	价格 (元/t)	总价 (万元)	估重 (t)	价格 (元/t)	总价 (万元)	
41	652.23		45.7	492.95		44.4	2.83
38	594.25	7000	41.6	449.77	9000	40.5	2.69
35	539.76		37.8	411.08		37.0	2.08

资料来源:《电网技术》(2008 年第 22 期), 长江证券研究部

随着通信业的快速发展及通信技术的不断更新, 寻呼天线退出了通信舞台, 微波天线数量逐渐减少, 技术的演进促成天线直径大幅减小, 角钢塔用钢量大、占地大、塔身重等缺点逐渐暴露。钢管塔扮演起越来越重要的角色。单管塔占地小、塔身轻、外形美观, 在城市基站建设中优势独到, 但造价较高和安全性能稍差是其主要缺点。当前的通信铁塔市场主要就是角钢塔和单管塔两大类型, 二者各自在农村和城市占据主导地位。

从当前通信铁塔的发展看, 呈现出以下趋势: 首先, 传统角钢塔由于美观、造价等原因逐渐被淘汰; 其次随着微波等天线的减少, 对于铁塔钢度的要求有所降低, 铁塔轻质化成为必然趋势。另外, 钢管替代角钢成为桁架塔的主要材料, 这主要是因为钢管所固有的惯性矩大、挡风系数小、具有各向同性等原因的结果。最后, 新塔型需在美观、造价中寻求平衡。

综上所述, 钢管塔有着诸多优势, 随着电网电压等级的提升, 钢管塔在高电压等级的经济效益逐渐凸显。把握钢管塔的生产技术, 是占领铁塔行业制高点的必要条件。

公司竞争优势分析

目前国内获得铁塔生产资质的企业有 560 多家, 其中年产量在 2 万吨以下的企业约占 95%, 这些企业的产品结构比较单一、生产规模比较小, 市场竞争力比较弱; 年产量在 2 万吨以上的企业约占 5%, 这些企业生产技术成熟, 市场竞争力强, 控制着全国 65%左右的市场份额。

公司与主要竞争对手综合实力分析见下表:

表 6: 齐星铁塔竞争对手综合实力列表分析

企业名称	公司性质	总资产(亿)	技术人数	产品	年产能(万 t)	相对优劣势
宁波沪甬电力器材股份有限公司	有限责任	3	60	各种输电线路铁塔(500kV)、铁附件、电力金具、微波铁塔、通信铁塔(具备微波通信铁塔生产许可证) 角钢塔 7 万吨 钢管塔 2.5 万吨	9.5	规模较大, 该公司的优势在于开拓国际市场方面稍逊于齐星铁塔
南京大吉铁塔制造公司	有限责任	4	236	500kV、220kV 输电线路铁塔、输电线路钢管杆、钢筋硅电杆、预力硅通讯电杆等系列产品 角钢塔 20 万吨 钢管塔 5 万吨	12	生产能力和规模最大, 公司人均产值和企业收益稍低, 技术和设计研发能力稍逊

安徽宏源电力 铁塔制造股份 合作公司	有限责任	2	85	主要产品为 500kV 及以下各种电压等级的输电铁塔及钢管塔，各种微波、通信、广播电视塔，各种硅杠横担、铁附件、变电构架及钢结构件。 角钢塔 2.5 万吨 钢管塔 1.5 万吨	4	发展相对较慢，技术力量较为雄厚，生产成本较高，冗员问题较为严重
潍坊长安铁塔股份有限公司	股份公司	5	126	1000kV 及以下电压等级输电线路用角钢塔、钢管塔、钢管组合塔、变电构架、电气化铁路构架及各种镀锌钢结构 角钢塔 4 万吨 钢管塔 4 万吨	9	技术实力国内一流，规模较大

资料来源：《潍坊长安铁塔股份有限公司营销战略研究》，招股意向书，长江证券研究部

本公司处于铁塔生产企业的第二梯队，与同行相比，有着以下优势：

差异化优势

公司现在课生产满足国内需求的 750kV 及以下各电压等级的输电铁塔，以及海外市场需要的特殊电压等级的铁塔。除输电塔和通讯塔外，公司还掌握了电气化铁路支柱方面的研发技术，公司自主研发的电气化铁道接触网支柱设计和加工技术处于行业领先水平，且在京沪电气化铁路改造中得以应用，其中“薄壁离心钢管混凝土支柱塔”获得国家重点新产品称号，并被列为铁道部重点推广产品。公司具备了先进的电脑辅助放样以及与林尚扬院士合作的焊接工艺。

海外市场优势

公司在 2007 年成功进入了海外市场，海外市场有东南亚、南亚、中东、欧洲和南美等国家和地区，根据海关数据统计，2007 年公司的自营出口排名第二。与业内其他同行被动地接受海外订单或国内工程公司在海外业务订单的出口模式相比，公司将发展海外市场提高到战略高度，专门设立海外业务部，通过展会、投标等形式积极拓展海外市场，并与多家国外厂商达成长期销售合同。

产品设计优势

公司在铁塔产品的设计和生产中，拥有多项自主知识产权和实用新型专利，公司制定了严格的生产流程控制和质量检验的内部规范和标准，不但符合有关国家和行业标准，还对个别项目提出了更高的标准，使公司的铁塔产品更具有市场竞争力。在 20 余项指标上，公司的企业标准都明显高于国家标准和行业标准。

成本控制优势

在生产方面，主要是下料、放样工序上，公司使用了国内领先水平的道亨三维软件系统放样和弧形下料技术，公司使用的道亨三维软件系统可以减少放样错误，节省原材料的消耗。公司的弧形下料技术可以避免冲孔加工产生的废料，减少损耗，提高原材料的利用率。公司在生产技术上的领先水平和采购环节的有效控制大大降低了公司铁塔产品的生产成本，使公司原材料利用率达到 94%，高于行业平均水平（85%），使公司产品在同类产品中更具有竞争优势。

本次募集资金项目分析

本次发行计划募集 1.8 亿元，募集的资金将全部用于“扩建年产 10 万吨铁塔项目”。

表 7：募投项目相关情况汇总

项目名称	计划投资额（万元）	其中：固定资产投资（万元）			建设期（年）	内部收益率（%）	投资回收期（年）
		合计	第一年	第二年			
扩建年产 10 万吨铁塔项目	16572	12471	7482.60	4988.40	2	20	6.85

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

根据《中国经济周刊（2006 年 5 月）》的报道，包括钢铁、电力、焦炭等行业的产能利用率国际公认的合理水平为 75%。2009 年上半年，公司的产能利用率已达到 73.84%，主导产品角钢塔的产能利用率更已达到 80%以上，已接近饱和，进一步提升的潜力已十分有限。

表 8：公司主要产品产能利用率

	产品	产能	产量	产能利用率
2006 年	角钢塔	40000	8296	20.74%
	钢管塔	15000	9252	61.68%
	合计	55000	17547	31.90%
2007 年	角钢塔	45000	33662	74.80%
	钢管塔	15000	7814	52.09%
	合计	60000	41476	69.13%
2008 年	角钢塔	65000	42836	65.90%
	钢管塔	15000	7510	50.07%
	合计	80000	50346	62.93%
2009 年 H1	角钢塔	32500	26062	80.19%
	钢管塔	7500	3473	46.30%
	合计	40000	29535	73.84%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

近几年公司收入增长的来源主要依靠角钢塔产品的快速扩张，而现在角钢塔产能利用率已达较高水平，存在产能瓶颈。项目达产后，产能提高 1.25 倍，公司产能紧张的局面将得到较大改善。为了解决扩产后的销售问题，公司与国内外优质客户签订了《长期合作意向书》，保障募集资金投资项目的顺利实施，具体情况如下表：

表 9：齐星铁塔与长期客户的销售协议

客户	2009 年	2010 年	2011 年	备注
新加坡 RELAYTRONICS 公司	3	4	-	2007 年 11 月签署长期协议
西班牙 ISOWAT MADE 公司	2.3	3	3.9	2008 年 7 月签署了 5 年的长期协议
中兴通讯股份有限公司	3.6-6	3.6-6	3.6-6	2008 年 7 月签署长期协议
印度 RADAG 集团				2007 年 11 月签署长期协议
合计	8.9-11.3	10.6-13	7.5-9.9	

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

原材料价格风险。铁塔制造是典型的“料大工小”，对主要原材料钢铁和锌锭都有着敏感系数，一旦在销售合同签订后，原材料的价格变动都会对公司主要产品毛利产生较大影响，如果这些基础材料的价格在未来发生较大波动，会对公司经营带来风险。

财务风险。由于公司主要客户是各省市的电力公司和供电局等单位，行业内的招标制度及质量保证金制度使得公司的应收账款比例居高不下，可能会带来坏账风险；另外，尽管公司实行“以销定产”的生产模式，但由于施工周期长，导致产成品余额较大，导致公司的存货比例较高、存货周转率偏低，可能会出现暂时性资金短缺。

表 10：公司财务主要风险指标

	公司	2006 年	2007 年	2008 年
应收账款/总资产	齐星铁塔	32.21%	28.17%	22.2%
	五洲明珠	13.83%	14.26%	13.36%
存货/总资产	齐星铁塔	26.01%	26.68%	19.77%
	五洲明珠	23.77%	32.59%	39.08%

资料来源：Wind，长江证券研究部

产能扩张带来的产销率下降。本次募集资金主要用于产品的产能扩张，尽管产品目前角钢塔产能利用率和产销率较高，但钢管塔的产能利用率并不太高。如果市场开拓能力不足或市场出现衰退，公司将面临产能扩张带来的销售风险。

公司估值

我们预测公司 2009 年到 2011 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、1.16 元，考虑到市场上配电产品设备制造商的估值水平，我们给予公司 2010 年 20 倍到 23 倍的市盈率，对应公司股价的合理区间为 16.2 元-18.6 元。

表 11：可比公司估值水平

证券简称	收盘价（元）	总股本（万股）	总市值（亿元）	EPS（10E）	PE（10E）
东源电器	15.03	14076	21.16	0.51	29.50
三变科技	15.96	11200	17.88	0.44	36.64
深圳惠程	22.02	20029.248	44.10	0.29	76.40
智光电气	18.94	16579.2	31.40	0.33	57.20
万力达	23.6	8332.2	19.66	0.43	55.08

资料来源：Wind，长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	415	530	874	1236
营业成本	337	425	707	1002
毛利	78	105	167	234
% 营业收入	18.79%	19.87%	19.07%	18.92%
营业税金及附加	2	2	4	5
% 营业收入	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
销售费用	12	15	25	35
% 营业收入	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
管理费用	14	19	31	43
% 营业收入	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用	8	4	2	-1
% 营业收入	1.87%	0.74%	0.22%	-0.10%
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	41	66	106	151
% 营业收入	9.85%	12.46%	12.08%	12.24%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	42	66	106	151
% 营业收入	10.12%	12.46%	12.08%	12.24%
所得税费用	8	11	18	26
净利润	34	55	87	125
归属于母公司所有者 的净利润	34	55	87	125
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.42	0.67	0.81	1.16
现金流量表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	32	66	146	156
取得投资收益				
收回现金	0	0	0	0
长期股权投资				
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	0	0	0	0
其他	-18	-75	-50	-40
投资活动现金流净额	1	0	0	0
债券融资	-17	-75	-50	-40
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	216.4	0
筹资成本	207	36	-95	0
其他	8	4	2	-1
筹资活动现金流净额	-224	-8	-4	2
现金净流量	-9	32	120	1

资料来源：长江证券研究部

资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	85	108	325	442
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	74	95	156	221
存货	66	83	139	197
预付账款	5	6	10	14
其他流动资产	14	17	25	33
流动资产合计	244	309	654	907
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	58	128	168	196
无形资产	31	29	28	26
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	2	2	2	2
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	334	468	853	1135
短期贷款	59	95	0	0
应付款项	73	93	154	219
预收账款	7	17	33	55
应付职工薪酬	3	4	6	9
应交税费	10	13	21	29
其他流动负债	41	52	140	198
流动负债合计	193	272	354	510
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	193	272	354	510
归属于母公司				
所有者权益	141	195	499	625
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	141	195	499	625
负债及股东权益	334	468	853	1135
基本指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	0.42	0.67	0.81	1.16
BVPS	1.7	2.4	4.6	5.8
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PEG	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-0.5	-0.2	-2.8	-2.7
ROE	24.3%	28.0%	17.5%	20.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。